

新昌县高新园区投资集团有限公司

及其发行的 21 高投 01 与 21 高投 02

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2022]101064】

评级对象： 新昌县高新园区投资集团有限公司及其发行的 21 高投 01 与 21 高投 02

	21 高投 01	21 高投 02
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪：	AA/稳定/AA+/2022 年 6 月 29 日	AA/稳定/AA+/2022 年 6 月 29 日
前次跟踪：	AA/稳定/AA+/2021 年 6 月 30 日	-
首次评级：	AA/稳定/AA+/2020 年 11 月 11 日	AA/稳定/AA+/2021 年 8 月 13 日

主要财务数据

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
金额单位：人民币亿元			
母公司数据：			
货币资金	3.82	6.24	3.78
刚性债务	10.39	15.77	54.55
所有者权益	42.67	49.61	55.11
经营性现金净流量	-4.70	-2.96	-32.91
合并数据及指标：			
总资产	117.96	153.02	188.10
总负债	65.57	91.14	118.61
刚性债务	52.41	77.62	91.49
所有者权益	52.39	61.88	69.49
营业收入	4.53	4.90	7.72
净利润	0.91	0.94	0.98
经营性现金净流量	-9.56	-11.38	-26.83
EBITDA	1.54	1.55	1.60
资产负债率[%]	55.59	59.56	63.06
长短期债务比[%]	47.52	60.66	107.28
营业利润率[%]	20.85	19.47	13.19
短期刚性债务现金覆盖率[%]	39.56	44.82	31.48
营业收入现金率[%]	100.62	97.04	107.08
非筹资性现金净流量与刚性债务比率[%]	-27.90	-20.08	-35.48
EBITDA/利息支出[倍]	0.52	0.46	0.48
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.02
担保人数据（合并口径）：			
所有者权益合计	219.37	292.59	393.56
权益资本与刚性债务余额比率[%]	65.10	59.08	58.58
担保比率[%]	21.36	20.34	10.76

注：发行人数据根据新昌高新经审计的 2019-2021 年的财务数据整理、计算；担保人数据根据新昌投资经审计的 2019-2021 年的财务数据整理、计算，其中 2020 年数据为 2021 年审计报告期初数据。

分析师

罗媛媛 lyy@shxsj.com
李艳晶 liyj@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对新昌县高新园区投资集团有限公司（简称新昌高新、发行人、该公司或公司）及其发行的 21 高投 01、21 高投 02 的跟踪评级反映了 2021 年以来新昌高新在区域经济、政府支持及增信等方面保持优势，同时也反映了公司在资金平衡、债务负担、资产流动性及对外担保等方面继续面临压力。

主要优势：

- **区域经济发展。**跟踪期内，随着疫情得到有效防控，2021 年新昌县经济恢复较好；新昌高新区是新昌县重要的工业集聚区，园区综合竞争力较强，经济稳步发展，为新昌高新业务的开展奠定了良好的基础。
- **政府支持力度较大。**跟踪期内，新昌高新仍系新昌高新区主要的基础设施开发建设主体，可在项目获取、资产注入等方面获得上级政府及股东的积极支持。
- **增信安排。**新昌投资对 21 高投 01 与 21 高投 02 提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保持续有效。

主要风险：

- **资金平衡压力。**跟踪期内，新昌高新仍主要依赖外部融资及往来款开展业务，2021 年未实现工程代建业务收入；目前公司垫资规模处于较高水平，未来公司仍有较大规模资金需求，或将持续面临一定的投融资和资金平衡压力。
- **债务负担较重。**跟踪期内，新昌高新刚性债务规模显著上升，存在一定的到期债务偿付压力。

- **资产流动性一般。**跟踪期内，新昌高新资产仍沉淀于土地开发和基础设施建设投入构成的存货以及砂石采矿权和土地使用权构成的无形资产，公司资产流动性一般。
- **代偿风险。**新昌高新对外提供担保，主要为新昌县内国有企业，存在一定代偿风险。

➤ 未来展望

通过对新昌高新及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持本期债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



新昌县高新园区投资集团有限公司

及其发行的 21 高投 01 与 21 高投 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2021 年新昌县高新园区投资集团有限公司公司债券（第一期）（简称“21 高投 01”）和 2021 年新昌县高新园区投资集团有限公司公司债券（第二期）（简称“21 高投 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据新昌高新提供的经审计的 2021 年财务报表及相关经营数据，对新昌高新的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

根据《国家发改委关于新昌县高新园区投资集团有限公司发行公司债券注册的通知》（发改企业债券[2021]36 号），该公司于 2021 年 5 月 7 日发行了本金规模为 8 亿元的 21 高投 01，期限为 7 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；21 高投 01 按年付息，并设置提前偿还条款，在债券存续期的第 3 至 7 年末按剩余债券每百元本金值 20% 的比例偿还债券本金。本期债券募集资金中 7 亿元用于新昌智能装备创新创业园（简称“创业园项目”）建设项目，1 亿元用于补充营运资金。公司于 2021 年 9 月 3 日在额度内发行了本金规模为 6 亿元的 21 高投 02，期限为 7 年，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；21 高投 02 按年付息，并设置提前偿还条款，在债券存续期的第 3 至 7 年末按剩余债券每百元本金值 20% 的比例偿还债券本金。本期债券募集资金中 5 亿元用于新昌智能装备创新创业园（简称“创业园项目”）建设项目，1 亿元用于补充营运资金。截至 2022 年 6 月 15 日，上述募集资金均已使用完毕。创业园项目计划总投资 21.64 亿元，截至 2021 年末已投资 5.96 亿元。

2020 年以来，该公司陆续发行了五期债券，截至 2022 年 6 月 8 日，公司存续期债券本金余额为 33 亿元，均由股东新昌投资担保。

图表 1. 公司存续期债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	票面利率（%）	起息日	本息兑付情况
20 新高 01	10.0	3	5.29	2020-11-05	正常付息
21 新高 01	5.0	3	5.00	2021-04-28	正常付息
21 高投 01	8.0	7（3+4）	5.00	2021-05-07	正常付息
21 高投 02	6.0	7（5+2）	4.90	2021-09-03	未到付息期
21 新昌高新 PPN001	4.0	5（3+2）	4.79	2021-12-18	未到付息期

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信

用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继43号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021年以来，疫后经济逐步修复，政府隐性债务管控政策常态化趋严，城投企业融资环境有所收紧。中短期内，政府隐性债务“控增化存”的政策导向预计仍将延续，“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将保持。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。具体来看，2017年至2018年上半年，随着财政部首次问责部分地方政府违

规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018年下半年至2019年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资政策环境一定程度上有所改善。2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。

2021年以来，随着疫后经济逐步修复，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境总体有所收紧。2021年4月，《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号）发布，再次提出坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年，沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15号文及补充通知等政策出台，明确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款，增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓，但区域融资分化继续，头部地区城投企业净融资规模依然扩张，且在融资成本方面具有良好的议价能力，尾部区域城投企业再融资压力有所加大，净融资规模受限。

2022年，在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下，作为城市基础设施的主要投资建设主体，城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障，存量债务周转及应政策要求适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持，但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整 and 市场化转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对于高债务地区、低层级城投企业的关注度提高，在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下，区域融资分化或将加剧，债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

（3）区域经济环境

新昌县位于长三角经济圈内，工业基础较好，目前已形成装备制造和生物医药两大支柱产业，此外通用航空、信息经济等新兴产业同步发展。2020年受疫情影响，新昌县经济增速有所下降，随着疫情得到有效防控，2021年全县经济恢复较好。

新昌县地处浙江省东部，隶属绍兴市，东邻宁波、南界台州、西接金华、北通杭州。新昌县内山林面积为131.3万亩，占土地总面积的71.7%，是一个以山林、旱地为主的山区丘陵县，具有“八山半水分半田”的地貌特征，森林覆盖率保持在68%以上，境内河流水质达到Ⅱ类水，空气优良率91%以上，获评全国“绿水青山就是金山银山”实践创新基地、“国家生态文明建设示范县”。截至2021年末，新昌县总人口43.02万人，下辖12个乡镇（街道）。

新昌县地理位置较好，但多年来受限于铁路、空运交通短板，区域经济一直未能融入长三角一小时交通圈。“十三五”期间，杭绍台高速新昌段、上三高速新昌南互通、梅澄公路改建工程、江拔线改建工程、青山大桥至南复线连接线、天姥大桥、南岩隧道、泉清至五丰隧道等建成通车；2022年1月，杭台高铁已正式通车运营，金甬铁路、527

国道新昌段等项目加快推进,其中 2021 年末金甬铁路已完成总体进度约 55%,预计 2023 年建成通车;万丰通用机场、宁波栎社国际机场新昌航站楼投入运行。随着新昌县基础交通设施的逐步完善,当地经济或将进一步受益。

近年来,新昌县地区生产总值保持增长态势,2021 年,新昌县地区生产总值 517.40 亿元,增长 8.2%。从产业结构看,新昌县地区生产总值主要由第二、三产业构成,2021 年增加值分别为 260.99 亿元和 232.83 亿元,分别同比增长 2.4%和 9.3%,三次产业结构比为 4.6:50.4:45.0。2022 年第一季度,新昌县实现地区生产总值 122.02 亿元,按可比价计算,增长 5.0%。全县工业增加值为 50.60 亿元,同比增长 8.8%;固定资产投资同比增长 24.2%;全社会消费品零售总额为 22.04 亿元,同比增长 9.3%。

图表 2. 2019-2021 年及 2022 年第一季度新昌县主要经济指标及增速

指标	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	451.46	6.3	461.46	2.7	517.40	8.2	122.02	5.0
其中:第一产业增加值 (亿元)	22.10	2.2	22.41	2.2	23.58	2.4	3.56	1.7
第二产业增加值 (亿元)	223.80	5.6	221.20	1.3	260.99	9.3	60.95	7.3
第三产业增加值 (亿元)	205.56	7.8	217.85	4.5	232.83	7.7	57.51	2.9
工业增加值 (亿元)	197.86	6.4	194.03	1.4	232.21	10.9	50.60	8.8
固定资产投资 (亿元) ¹	147.46	-3.3	134.17	-1.4	--	6.2	--	--
城镇居民人均可支配收入 (元)	60167	8.0	62833	4.4	68710	9.4	21229	5.6
社会消费品零售总额 (亿元)	205.66	10.4	166.01	-2.5	182.74	10.1	22.04	9.3
进出口总额 (亿元)	145.05	-8.3	152.28	4.9	172.73	13.5	45.29	5.6
三次产业结构比例	4.9:49.6:45.5		4.9:47.9:47.2		4.6:50.4:45.0		--	

资料来源:2019-2021 年新昌县国民经济和社会发展统计公报、新昌县和绍兴市统计局

新昌县工业基础较好,2021 年以来随着疫情有效防控恢复较快,2021 年工业增加值为 232.21 亿元,同期按可比价计算增长 10.9%,增速较 2020 年上升 9.5 个百分点。目前县内拥有省级高新技术产业园区和省级经济技术开发区,并形成以生产药品、药用胶丸为主的医药化工业和以制造纺织机械、数控机床、轴承、柴油机、摩托车(轿车)铝轮、制冷配件为主的机械制造业两大支柱产业。新昌县为全国优秀医药产业基地,现已有浙江医药、新和成、京新药业三家上市医药企业;新昌县制冷配件生产企业近 300 家,其中三花控股集团是国家级高新技术企业,是全国最大的制冷配件生产企业。汽车零部件龙头骨干企业万丰奥特控股集团年产铝合金轮毂 2000 多万套,是亚洲最大的轮毂生产基地。此外新昌县通用航空、信息经济等产业快速发展,万丰航空小镇入第三批省级特色小镇创建名单和全省首批培育类高新技术特色小镇名单,省级特色小镇-智能装备小镇被评为省级特色优秀小镇。2021 年,全县签约汽车电子产业集聚园、电子信息产业总部等亿元以上项目 32 个,总投资超 200 亿元。

新昌县旅游资源较为丰富,县内 AAAA 级景区包括天姥山国家级风景名胜区和大佛寺、穿岩十九峰、达利丝绸等。2021 年,全县创建全国全域旅游标准化服务示范县,新

¹ 2018-2019 年全县固定资产投资口径为总投资 500 万元及以上投资项目(含房地产开发投资)。

昌 5A 级景区城入选浙江省首批 16 颗大花园“耀眼明珠”，推进创建 3A 级旅游景区，浙东唐诗文化园项目（鼓山公园）通过资源评估，列入创建名单，台格服饰成功创建省五星级购物场所。

近年来新昌县固定资产投资额有所波动，2019-2020 年新昌县固定资产投资分别为 147.46 亿元和 134.17 亿元，2019-2021 年增速分别为-3.3%、-1.4%和 6.2%。其中，工业投资额受项目落地及建设进度影响年度间有所波动，2019-2020 年分别为 32.44 亿元和 34.40 亿元，2019-2021 年工业投资增速分别为-3.7%、6.0%和 18.7%；随着新昌县城市框架的扩大，加之城市功能的完善，近年来全县基础设施投资额较大，但由于政府债务管控力度的加强，近两年投资规模持续下降。

图表 3. 2019-2021 年新昌县主要固定资产投资情况（单位：亿元，%）

指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
工业	32.44	-3.7	34.40	6.0	--	18.7
基础设施	50.74	12.7	43.43	-14.4	--	-4.5
房地产	39.22	-21.7	42.92	9.4	36.02	-16.1

资料来源：新昌县国民经济和社会发展统计公报，新昌县统计局

近三年，新昌县房地产市场有所波动，2019-2021 年当地房地产投资分别为 39.22 亿元、42.92 亿元和 36.02 亿元，2020 年为应对疫情影响，政府陆续出台了各产业扶持政策，房地产市场有所回暖，2021 年受地区房地产政策收紧及景气度影响，投资规模有所下滑；同期房产销售出现“量缩价涨”，当年全县商品房销售面积同比下降 3.7%至 71.80 万平方米，销售额同比增长 13.5%至 72.17 亿元。2022 年以来，随着地区房地产政策逐渐放开和地方政府救市，2022 年第一季度房地产投资同比增长 25.20%至 9.00 亿元。

图表 4. 2019-2021 年新昌县房屋建设、销售情况

指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	面积/金额	增速 (%)	面积/金额	增速 (%)	面积/金额	增速 (%)
房屋施工面积 (万平方米)	313.09	24.8	328.72	5.0	--	--
房屋竣工面积 (万平方米)	29.47	-34.3	31.16	5.8	--	--
商品房销售面积 (万平方米)	74.19	-7.4	74.57	0.5	71.80	-3.7
商品房销售额 (亿元)	56.39	-8.4	63.57	12.7	72.17	13.5

资料来源：新昌县国民经济和社会发展统计公报

近年来，新昌县土地出让情况波动较大，2019-2021 年土地出让总价分别为 17.46 亿元、67.41 亿元和 72.55 亿元。其中 2020 年区域土地成交呈现“价量齐升”的态势，主要受住宅用地增长拉动，当年全县住宅用地出让面积同比大幅上升 118.93%，出让均价亦增长 66.57%，带动总价大幅增长 264.83%；2021 年住宅用地成交面积同比下滑 45.24%，但出让均价大幅上升至 14720.91 元/平方米，综合影响下成交总价同比上升 7.62%。2019-2021 年新昌县工业用地出让面积分别为 67.29 万平方米、60.98 万平方米和 92.56 万平方米，近年来工业土地受让主要出于招商引资的目的，一般出让价格相对优惠。

图表 5. 2019 年以来新昌县土地市场交易情况

指标	2019 年	2020 年	2021 年
土地出让总面积（万平方米）	125.85	150.29	153.62
其中：工业用地出让面积（万平方米）	67.29	60.98	92.56
住宅/综合用地出让面积（万平方米）	28.37	62.11	34.01
商业/办公用地出让面积（万平方米）	18.11	19.66	12.31
其他用地出让面积（万平方米）	12.08	7.54	14.74
土地出让总价（亿元）	17.46	67.41	72.55
其中：工业用地出让总价（亿元）	2.60	2.41	3.78
住宅/综合用地出让总价（亿元）	13.08	47.72	50.07
商业/办公用地出让总价（亿元）	0.86	9.37	7.79
其他用地出让总价（亿元）	0.92	7.91	10.92
土地出让均价（元/平方米）	1387.41	4485.52	4722.72
其中：工业用地出让单价（元/平方米）	386.95	396.00	407.92
住宅/综合用地出让单价（元/平方米）	4612.64	7683.24	14720.91
商业/办公用地出让单价（元/平方米）	472.73	4764.10	6325.59
其他用地出让单价（元/平方米）	758.60	10492.55	7409.84

资料来源：中指数据库

新昌高新区是浙江省级高新区，园区综合竞争力在全省高新区内排名靠前，是新昌高新技术产业发展的“桥头堡”。2021 年以来新昌高新区与新昌经开区整合设立新昌高新技术产业园区（浙江新昌经济开发区），园区竞争优势或将提升。

新昌高新技术产业园区（简称“新昌高新区”）前身为新昌县工业区，1995 年筹备建设，2001 年 12 月被浙江省人民政府批准、国家发改委批复为省级高新技术产业园区，初始认定面积 4.46 平方公里，2010 年经浙江省政府批准整合提升，规划面积扩大至 29.87 平方公里。2021 年，新昌高新区和新昌经济开发区（2019 年 1 月省政府批准设立）经整合后设立新昌高新技术产业园区（浙江新昌经济开发区），整合后，新昌高新技术产业园区（浙江新昌经济开发区）总面积 198.68 平方公里，下辖新昌高新园区、新昌经济开发区、浙江（新昌）境外并购产业合作园等 3 个省级园区（开发区）和新昌智能装备小镇、新昌万丰航空小镇等 2 个省级特色小镇，主要管辖塔山片区、南岩片区、潜溪片区、梅澄片区、拔茅片区、大市聚片区和大明市片区、儒岙片区等 8 大片区；机构设置方面，根据《中共新昌县委机构编制委员会关于调整新昌高新技术产业园区（浙江新昌经济开发区）管理机构的通知》（新编委[2021]26 号），同意新昌经开区管委会由单独设置调整为在新昌高新区管委会挂牌，实行“一套班子，两块牌子”，调整后，新昌高新区工作委员会、新昌高新区管理委员会为新昌县委、新昌县人民政府的派出机构。

目前，该公司仍负责原新昌高新区范围的政府项目建设、新昌县工业园区投资发展集团有限公司仍负责新昌经开区范围的政府项目建设。新昌高新区位于新昌县西北部，穿越园区的杭台高铁已完工运营，527 国道、甬金铁路等新昌重要交通项目正在建设中，未来园区发展或将受益于新昌县基础交通设施的逐步完善。

目前新昌高新区形成了以合成制药和生物医药为主的生命健康业和以制冷环保装备、航天航空装备、智能纺机装备、汽车零部件为主的高端装备业两大支柱产业，着力

打造“2+X”现代产业体系，并加快发展以航空发动机、航空蜂窝芯新材料、飞机零部件、IT 信息技术为代表的新兴产业。截至 2021 年末，新昌高新区入园企业共 1800 家，其中规上企业 292 家，包括新和成(002001)、三花控股集团(002050)、日发精机(002520)、万丰奥特(002085)、五洲新春(603667)、捷昌驱动(603583)和美力科技(300611)、美盛文化(002699)等多家上市公司。近年来新昌高新区先后开展了全省转型升级试点和国家高端装备制造业标准化试点，被评为国家级科技兴贸创新基地、省级高新技术特色产业基地、全国首个县域国家级科技成果转化示范基地。

随着招商引资的持续推进及两区整合，2021 年新昌高新区实现规模以上工业总产值 541.47 亿元，同比增长 25.88%；实现工业增加值 144.44 亿元，同比增长 25.01%，占当年新昌县全县工业增加值的 62.20%。截至 2021 年末，园区共有产业项目 74 个，其中 14 个项目已投产，正在建设中项目 41 个，竣工项目 19 个；新签约亿元以上项目 30 个，总投资 106.09 亿元；2021 年园区共有政府投资实施项目 55 个，其中新建项目 34 个，续建项目 21 个，全年完成投资 19.62 亿元，同比增长 21%。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍主要从事新昌高新区内的土地整理及基础设施建设，以及物资贸易业务。受政府土地出让计划以及基建项目结算进度影响，2021 年公司未确认代建业务收入，但土地开发收入有所上升，且物资销售业务大幅补充了公司收入来源，当年营业收入实现增长。公司业务开展主要依赖外部融资及往来款项，由于土地及基建项目资金回笼缓慢，未来公司仍有较大规模资金需求，或将持续面临一定的投融资和资金平衡压力。

跟踪期内，该公司仍为新昌高新区内最主要的园区开发建设主体，主要负责高新区内土地开发及配套基础设施项目建设等，2020 年以来增加了物资销售业务，此外公司业务还涉及房屋租赁等。2021 年公司实现营业收入 7.72 亿元，同比增长 57.56%；当期公司土地开发业务收入规模有所上升，受当年工程结算进度滞后的影响，并未确认工程代建收入，但新增的物资销售业务发展较快，成为公司收入的第一来源，当年土地开发和物资销售业务分别占比 34.26%和 61.49%，此外受政府划拨租赁资产叠加前期购置物业实现出租等影响，其他收入大幅增长 331.82%至 0.33 亿元；同期公司综合毛利率为 5.82%，较上年下降 1.04 个百分点，主要受低毛利率的物资销售业务收入占比扩大的影响。

图表 6. 2020 年以来公司营业收入构成及毛利情况（单位：万元，%）

业务种类	2020 年			2021 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
土地开发	17775.33	36.26	7.41	26460.22	34.26	7.41
工程代建	15590.06	31.81	13.04	--	--	--
物资销售	14890.72	30.38	0.77	47487.33	61.49	0.34
其他	759.27	1.55	-13.82	3278.65	4.25	72.29
合计	49015.38	100.00	6.86	77226.20	100.00	5.82

资料来源：新昌高新

(1) 土地整理业务

跟踪期内，该公司土地整理业务主要由公司本部和下属子公司新昌县工业区发展有限公司（简称“工业区发展公司”）负责，范围包括高新园区内的七星片区（包括塔山片区、南岩区块、潜溪区块以及城北台地区块）、梅澄片区（包括梅渚片区和澄潭片区）。跟踪期内，公司土地整理业务模式未变，仍为土地整理完成后移交新昌县自然资源和规划局拍卖并收到土地出让金，县财政按照成本加成 8% 的模式与公司进行结算，公司在收到相应款项返还时确认土地开发收入，同时结转成本。

该公司土地整理收入实现易受政府土地出让计划安排的影响，2021 年公司完成出让土地面积 306.29 亩，同比上升 38.30%，同年公司确认土地开发收入 2.65 亿元和结转土地开发成本 2.45 亿元，同比均上升 48.86%。2021 年公司完成土地整理投入 7.79 亿元，同比大幅上升 217.97%，主要公司投向澄潭片区等拆迁补偿款和土地指标款大幅提升；截至 2021 年末可出让土地面积为 9693.65 亩，其中工业用地占比约 89%，商住用地占比 11%；公司账面土地开发成本余额为 101.86 亿元，主要位于七星片区。

由于工程周期较长和土地出让存在一定不确定性，且结算确认收入和资金回笼很大程度上取决于新昌县政府安排，该公司土地整理业务回款进度较慢且存在不确定性，随着业务的持续投入，公司将面临一定的资金平衡压力。

图表 7. 近年来公司土地整理业务情况（单位：亿元，亩）

	2019 年	2020 年	2021 年
土地整理投入	2.31	7.79	24.77
土地出让面积	382.82	221.46	306.29
当年确认土地出让收入	2.49	1.78	2.65
当年收到资金回笼	2.49	1.78	2.65

资料来源：新昌高新

(2) 基础设施建设业务

跟踪期内，该公司仍采用委托代建模式开展基础设施建设业务，运营主体仍为公司本部及子公司工业区发展公司和新昌县澄潭新农村建设投资开发有限公司（简称“澄潭新农村公司”）。公司代建业务委托单位为新昌县梅渚新城（新村）建设投资有限公司（简称“梅渚建投”），项目资金由公司自筹，待项目竣工结算并移交后，按照成本加成 15% 的金额结算并确认收入。

2021 年，该公司基础设施项目投入 12.00 亿元，主要用于南岩路过江畅通工程等项目建设；同年因未移交结算，未确认代建业务收入。截至 2021 年末，公司存货中代建项目成本 11.40 亿元。

该公司目前主要在建项目包括南岩路过江畅通工程、高新园区沃西大道至三花接线工程等，计划总投资 14.57 亿元，截至 2021 年末，已完成投资 6.23 亿元，后续尚需投入资金 8.34 亿元；同期末，公司暂无拟建项目。

图表 8. 截至 2021 年末公司主要代建项目情况² (单位: 亿元)

项目名称	开工时间	预计竣工时间	计划总投资	已投资	账面余额
南岩路过江畅通工程	2020 年	2023 年	3.50	0.85	0.85
高新园区沃西大道至三花接线工程	2018 年	2024 年	3.50	0.30	0.30
下衣片道路工程	2018 年	2023 年	0.98	0.17	0.17
旧山坪至下山山道路工程	2020 年	2021 年	0.88	0.06	0.06
泰坦大道路面整治工程	2017 年	2023 年	1.09	0.45	0.28
下衣新村安置地块场地平整工程	2018 年	2023 年	0.40	0.18	0.18
五都村安置地块公寓安置项目	2017 年	2021 年	0.35	0.35	0.28
新昌高新园区配套基础设施零星工程	-	-	3.87	3.87	3.87
合计	-	-	14.57	6.23	5.99

资料来源: 新昌高新

除委托代建项目外, 该公司还有部分自建项目, 截止 2021 年末主要在建自建项目包括新昌智能装备小镇产业园建设项目(简称“产业园项目”)和新昌智能装备创新创业园建设项目(简称“创业园项目”)等, 计划投资额合计 41.36 亿元, 已投资额合计 12.05 亿元; 其中产业园项目(包括小微产业园及配套人才公寓)计划投资 7.95 亿元, 已投资 1.38 亿元, 未来拟通过园区和公寓的出售及出租收入、停车场收入等方式回笼资金; 创业园项目计划投资 21.64 亿元, 已投资 5.96 亿元, 申请债券资金 12.00 亿元已到位, 未来拟通过标准厂房租售等方式回笼资金。同期末, 公司暂无拟建项目。

整体看, 该公司在建及拟建的基础设施项目未来仍有较大资金需求, 公司或将持续面临一定的投融资压力。

图表 9. 截至 2021 年末公司主要自建在建项目情况 (单位: 亿元)³

项目	建设周期	计划投资额	已投资额
新昌智能装备小镇产业园建设项目	2020/5 -2022/11	7.95	2.05
新昌智能装备创新创业园建设项目	2020/7 -2022/9	21.64	5.96
邻里广场项目	2021/5 -2023/5	4.22	1.73
高新科企后溪智造园项目	2021/5-2022/8	0.30	0.14
新昌县民兵军事训练基地	2021/6-2023/6	3.03	1.38
高新园区拆迁安置公寓建设项目一期	2021-2023	4.22	0.79
合计	-	41.36	12.05

资料来源: 新昌高新

(3) 物资销售业务

子公司新昌县新高物资有限公司(简称“新高物资公司”, 原名新昌县新兴工业城建筑材料有限公司)为贸易业务实施主体。从实施来看, 下游企业通过新高物资公司集中向原材料供应商采购原材料, 新高物资公司给予合作企业 1 个月的应收账款账期(最长不超过 2 个月), 公司根据产品价差获取利润。2020 年度公司主要贸易商品为线材、

² 在建项目包括已完工未结算项目, 已投资金额包括前期已结转成本部分的投入, “新昌高新园区配套基础设施零星工程”无确定的建设周期和总投资规模, 故以已投资额代替计划总投资额。

³ 2021 年该公司对建设项目进行梳理, 按照实际建设情况修改了部分项目名称。

盘螺和螺纹钢等，2021 年度公司主要贸易商品为有色金属、黑色金属冶炼压延品和明胶等，销售客户主要包括新昌县杰创控股有限公司、浙江五洲新春集团控股有限公司、浙江三瑞铜业有限公司、浙江益立控股有限公司和安吉广源贸易有限公司等，采购商主要包括绍兴荣新贸易有限公司、德清科大五金贸易有限公司、浙江健力股份有限公司、江苏保捷精锻有限公司和宁波宝都商贸有限公司等。自 2020 年开展物资销售业务以来，该项业务规模增长较快，2021 年度公司实现物资销售收入 4.75 亿元，同比大幅增长 218.91%，大幅补充了公司收入来源，但受限于业务特征，盈利规模有限，同期毛利率为 0.34%，较上年下降 0.43 个百分点。

(4) 其他业务

该公司房屋租赁主要系子公司新昌县工业区发展有限公司（简称“工业区发展公司”）持有 4 幢科技孵化器车间和科技创新服务中心孵化大楼⁴，主要出租给符合条件的创业企业、高校科研培养基地等作为工作场所和配套设施。2020 年公司实现租赁业务收入 3278.65 万元，同比大幅增长 3.32 倍，主要系收到政府划入的部分房产陆续对外出租，建筑面积合计 6.62 万平方米，以及当年根据新昌县政府安排，新昌县澄潭物业管理有限公司和新昌县梅渚联建物业有限公司将旗下两个在租物业项目委托给公司管理，物业项目的建筑面积合计 6.60 万平方米，租赁期限为 10 年。此外，2020 年公司以 0.64 亿元新购置了一间厂房，建筑面积 5.79 万平方米，2021 年以来已用于出租。

该公司砂石开采业务运营主体为子公司工业区发展公司，2017 年新昌县政府无偿划入工业区发展公司评估价值 16.88 亿元的长诏水库砂石资源开采权（入账“资本公积”），公司可在 35 年内进行开采和摊销砂石资源，同年公司取得新昌县水利电力局颁发的新昌县河道采砂资质证书，有效期自 2018 年 1 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日，目前已续期至 2022 年 12 月 31 日；截至目前公司尚未开展具体业务。

此外，2019 年以来该公司陆续通过招拍挂方式购置了部分土地资产，部分土地作为项目配套用地陆续转入“存货”科目“开发成本”中，截至 2021 年末，公司账面尚有拥有 9 宗的使用权证的待开发土地（入账“存货”和“无形资产”），面积总计 34.83 万平方米，账面余额 13.18 亿元，均为商住用地。截至 2021 年末，公司拟将其中部分用于澄潭镇农贸市场等项目，除此之外，公司尚无其他地块明确的开发计划。

管理

跟踪期内，该公司仍由新昌投资全资控股，实际控制人仍为新昌县国资办，在政府安排下对部分高管进行了调整，但法人治理结构、组织架构和管理制度等方面基本保持稳定。

跟踪期内，该公司仍由浙江省新昌县投资发展集团有限公司（简称“新昌投资”）全资控股，实际控制人仍为新昌县人民政府国有资产监督管理办公室（简称“新昌县国

⁴ 根据新昌信安达资产评估有限公司出具的信专评[2020]第 006 号和信专评[2020]第 007 号资产评估报告，这两处房产（含土地）的评估价值分别为 0.75 亿元和 1.61 亿元。

资办”或“县国资办”)。此外,公司运作总体平稳,法人治理结构、组织架构和管理制度等方面未有重大变化。

2021年以来,该公司在政府安排下对部分高管进行了调整。2021年9月,公司法定代表人和董事长由梁赛东变更为俞跃斌,并兼任总经理,副总经理亦由梁赛东变更为俞晓松。公司法人代表、董事长及总经理俞跃斌,曾任新昌工业园区管委会副主任、党工委委员、财务审计局局长(兼)等,并曾任新昌县旅游集团有限公司党委副书记、总经理。公司董事、副总经理为俞晓松,曾任新昌县梅渚镇建设管理服务中心主任、新昌县沙溪镇党委委员(宣传)、副镇长等。

该公司关联交易主要体现为关联购销、关联担保及应收应付款项。2021年公司向新昌县交通投资集团有限公司和新昌县沃洲水业工程有限公司等关联方采购商品、接受劳务金额为0.22亿元,主要系工程建设;年末公司被关联方占用资金金额为7.66亿元,其中新昌县高新基础设施投资有限公司(简称“高新投资公司”)占用资金5.22亿元;年末公司占用关联方资金38.77亿元,其中占用股东新昌投资的资金28.03亿元;公司关联担保金额为11.56亿元,其中向高新投资公司、新昌县城市建设投资集团有限公司(简称“新昌城投”)提供的担保余额分别为2.22亿元和1.90亿元,合计占关联担保总金额的35.66%;此外,2021年末股东新昌投资对公司及子公司提供担保余额48.04亿元。

根据该公司本部2022年5月16日和子公司工业区发展公司提供的2022年5月17日的《企业信用报告》显示,公司本部和工业区发展公司近三年均未发生信用违约记录。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台2022年5月17日信息查询结果,公司本部和工业区发展公司近三年不存在重大异常情况。

财务

跟踪期内,得益于资产划入和股东增资,该公司权益资本继续增厚,但随着土地开发、园区基础设施和购置土地的投入,公司负债规模持续扩张,财务杠杆已偏高。目前公司已集聚较大规模刚性债务,且中短期内存在一定的即期偿付压力,但公司资产中土地开发成本及基建项目成本占比较重,而可动用货币资金有限,对到期债务保障性弱。此外,公司对外提供担保,存在一定代偿风险。

1. 公司财务质量

容诚会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司2021年财务报表进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定,近年来公司根据财政部企业会计准则修订文件进行了相应调整,在报告期内无重大影响。

跟踪期内,该公司合并报表范围未有变更,截至2021年末,公司合并范围一级子公司仍共计5家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

跟踪期内，该公司收到股东增资款 1.90 亿元，同期获无偿划入房产 4.77 亿元，加之自身经营积累，权益资本进一步增厚，2021 年末公司所有者权益为 69.49 亿元，较上年末增长 12.30%。从资本构成来看，2021 年末实收资本、资本公积、少数股东权益占净资产的比重分别为 4.32%、73.93%和 15.04%。其中同年公司收到股东增资款，实收资本增长 1.90 亿元至 3.00 亿元；资本公积由于房产的划入，较上年末增长 10.23%至 51.38 亿元；年末少数股东权益与上年基本持平，为 10.45 亿元。

该公司业务开展主要依赖外部融资及往来资金拆借，跟踪期内，主要因刚性债务的迅速增长，公司负债规模显著提升。2021 年末公司负债总额同比增长 30.14%至 118.61 亿元，资产负债率为 63.06%，较上年末上升 3.49 个百分点，财务杠杆已处于偏高水平。由于新增融资以中长期为主，负债期限结构有所优化，2021 年公司长短期债务比较上年提升 46.62 个百分点至 107.28%。

从负债结构来看，该公司负债主要集中于刚性债务和其他应付款（不含带息债务部分），2021 年末占负债总额的比重分别为 91.22%和 21.32%。其中其他应付款（不含带息债务部分）主要系公司与新昌县下属国有企业之间的往来款项，由于往来资金收支而产生年度间波动，2021 年末余额为 26.09 亿元，主要包括应付新昌投资 17.88 亿元、应付南岩水利公司 2.44 亿元、应付梅渚城建 0.99 亿元、应付新昌县科创大楼物业管理有限公司 0.25 亿元等。此外，由于执行新收入准则，预收款项调入合同负债科目，期末预收款项较上年末减少 0.13 亿元至 0.02 亿元，合同负债新增 0.21 亿元，主要包括预收房款 0.13 亿元和预收货款 0.08 亿元；主要新增应付新昌县交通建设有限公司 0.10 亿元工程款，应付账款由上年末的 0.09 亿元增长至 0.27 亿元。

跟踪期内，该公司积极拓展债券融资渠道，并加大金融机构借款，2021 年末刚性债务同比增长 17.86%至 91.49 亿元，其中短期刚性债务占比 33.45%，比重下降主要系中长期借款规模增长。同期末银行借款、非标金融产品、债券融资及关联资金拆借渠道融资余额占刚性债务总额的比重分别为 29.93%、6.96%、39.46%和 16.12%。其中银银行借款余额 27.38 亿元，借款利率区间为 4.19%-7.00%，国有政策性银行、国有大型商业银行、全国性股份制商业银行及其他商业性银行的借款占比分别为 19.18%、5.69%、20.87%和 54.26%，借款主体主要为公司本部及子公司工业区发展公司；借款性质包括抵、质押及保证借款，其中抵押物主要系公司对外出租的孵化器车间和科技创新服务中心孵化大楼，质押物主要系应收账款收益权、定期存单等，保证单位主要为公司本部、子公司及新昌投资。非标金融产品期末余额 6.37 亿元（含一年内到期部分，入账“其他非流动负债”），主要系资产收益权转让产品、应收账款债权产品和资产管理计划等，期限为 2-3 年，年利率主要处于 6.30%-7.80%区间。公司通过本部、工业区发展公司等子公司向新昌投资、新昌县城市建设投资发展有限公司、新昌工业园区公司等当地国企拆借资金，2021 年末余额为 14.75 亿元，期限以 1 年和 2 年为主，年利率处于 4.90%-7.50%区间。随着公司不断加大直接融资力度，2021 年末应付债券较上年末大幅增长 230.32%至 32.90 亿元，主要为发行的私募产品和企业债，发行利率在 4.90%-5.29%区间，均由股东新昌投资提供担保；另外公司还承接了地方政府专项债券资金（入账“长期应付

款”)，期末余额为 3.2 亿元。此外，按政府安排，公司获得县下辖部分村镇的转贷款，期末借款余额较上年末增长 110.05%至 6.24 亿元，入账“长期应付款”。根据公司反馈，2022 年、2023 年及 2024 年以后公司待偿还债务本息规模分别约为 20 亿元、18 亿元和 40 亿元，中短期内持续面临一定的债务偿付压力。

截至 2021 年末，该公司对外担保金额为 11.56 亿元，期末担保比率为 16.63%，被担保对象大多系股东新昌投资下属子公司，其中对高新投资公司的担保余额为 2.22 亿元，占期末担保余额的比重为 19.21%。整体来看，公司对外担保规模较大，面临一定的代偿风险。

(2) 现金流分析

该公司经营性现金流主要体现项目建设资金收支、财政补助和属于经营活动的企业往来等。公司土地整理及基础设施建设业务一般于收到款项后方确认收入，故公司主业资金回笼表现较好，2021 年公司营业收入现金率为 107.08%，较上年末上升 10.04 个百分点。2021 年公司经营活动产生的现金流量净额为-26.83 亿元，缺口同比大幅扩大 135.71%，主要系公司土地整理投入及自建项目支出规模大幅上升所致。

该公司投资性活动现金流主要反映长期资产投资情况，2021 年投资活动产生的现金流量净额为-3.17 亿元，主要系当年购置厂房及工程项目支出。同期公司加大了外部融资力度，以弥补资金缺口并满足即期债务偿付需求，2021 年筹资活动产生的现金流量净额为 25.98 亿元，同比上升 89.14%。

(3) 资产质量分析

跟踪期内，受益于项目的推进，以及房产划入及资金拨付，该公司资产规模有所扩大，2021 年末为 188.10 亿元，同比上升 22.93%。从资产结构看，公司资产仍集中于流动资产，同期末流动资产占总资产的比重为 82.17%，较上年末上升 0.47 个百分点。

从资产构成看，该公司资产主要分布于货币资金、存货、投资性房地产和无形资产，2021 年末上述资产余额占资产总额的比重分别为 5.12%、72.19%、6.51%及 8.54%。其中年末货币资金余额为 9.63 亿元，同比下降 50.81%，主要系项目投建支出及偿还债务所致，由于质押的定期存单规模较大，可动用部分余额为 5.77 亿元；随着土地开发及项目支出增加，存货余额同比上升 33.18%至 135.80 亿元，其中年末土地开发成本 101.86 亿元、储备土地 12.02 亿元、代建项目成本余额 11.40 亿元和科创园、邻里广场等自建项目成本余额 10.35 亿元；主要由于收到政府划拨和自主购置房产，投资性房地产余额较上年末增加 5.29 亿元至 12.25 亿元，主要包括孵化器大楼及车间、办公楼等；无形资产账面价值 16.07 亿元，主要系被注入的砂石开采权 14.90 亿元和公司通过招拍挂取得的土地使用权 1.16 亿元，较上年末下降 12.93%，主要系 2021 年因对应配套用地开工建设，公司将 1.91 亿元的土地使用权资产转入存货。此外，受地方国企间资金拆借影响，期末其他应收款较上年末增加 5.09 亿元至 7.73 亿元，主要包括应收高新投资公司 5.22 亿元、应收梅渚城建 0.92 亿元、应收高新农业公司 0.62 亿元、应收新昌县七星新区发展有限公司 0.50 亿元和应收新昌县科创大楼物业管理有限公司 0.40 亿元；随着项目持续投建，在建工程较上年末增长 48.78%至 0.70 亿元，主要包括新昌县澄潭镇农贸市场工程账面余额 0.15 亿元、人工智能创新中心项目 0.26 亿元和新昌产业孵化中心 0.28 亿

元；按照政府招商引资的要求，公司投资了新昌县云雀股权投资基金有限公司 1.11 亿元，期末长期股权投资余额较上年末大幅增加 1.12 亿元至 1.17 亿元；因执行新金融工具准则，期末可供出售金融资产转入其他权益工具投资核算，账面余额 0.49 亿元，长期应收款转入其他非流动资产中核算，账面余额 0.40 亿元。

(4) 流动性/短期因素

该公司资产主要分布于流动资产，随着项目的不断推进和土地资产购置，2021 年末账面流动比率为 270.11%，较上年末上升 49.73 个百分点，表现较好，但流动资产中以土地开发及代建项目成本为主的存货占比较重，实际流动性欠佳。同年末，公司在货币资金有所下降，现金比率较上年末下降 17.69 个百分点至 16.84%，短期刚性债务现金覆盖率较上年末下降 13.34 个百分点至 31.48%，货币资金对流动负债及短期刚性债务覆盖程度一般，且公司部分货币资金因质押借款而受限，公司仍存在一定的即期偿付压力。

截至 2021 年末，该公司受限资产账面价值合计为 7.38 亿元，占总资产比例为 3.93%，受限资产主要是用于抵押的房产和质押的定期存单等。

图表 10. 截至 2021 年末公司受限资产情况

名称	受限金额 (亿元)	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	3.86	40.10	定期存单用于借款质押
投资性房地产	2.38	19.44	用于银行借款抵押
无形资产	1.14	7.09	用于其他公司借款抵押
合计	7.38	--	--

资料来源：新昌高新

3. 公司盈利能力

该公司盈利仍主要来源于营业毛利和政府补助，2021 年公司实现营业毛利 0.45 亿元，同比上升 33.71%，主要系同比增长的土地开发收入拉动。2021 年公司期间费用仍主要由管理费用构成，当年发生额为 0.79 亿元，同比增长 5.10%，对营业毛利侵蚀较大。此政府补助是公司盈利的重要补充，2021 年公司获得政府补助 1.39 亿元，同比上升 1.57%；同期实现净利润 0.98 亿元，同比上升 5.04%，同年总资产报酬率为 0.60%，较上年末下降 0.11 个百分点，净资产收益率为 1.50%，较上年末下降 0.14 个百分点，资产获利能力仍较为有限。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍是新昌高新区主要的基础设施开发建设主体，主要负责园区内土地开发及配套基础设施项目建设等，在项目获取及资产注入方面具有一定的优势。公司账面可供出让的土地较多，截至 2021 年末面积为 9693.65 亩，账面价值为 101.86 亿元，

未来将根据政府安排陆续出让。此外，同期公司收到资产注入、股东增资款及财政资金拨付，权益资本不断增厚，年末公司所有者权益 69.49 亿元，同比上升 12.30%。

2. 外部支持因素

跟踪期内，新昌高新区仍系新昌县重要的工业集聚地，已培育了多家上市公司，园区综合竞争力在浙江省级高新园区中排名靠前，为新昌高新的业务开展提供了良好的外部环境，且公司能够持续获得政府补助，2021 年收到补助资金为 1.39 亿元，为公司盈利提供了有效补充。

该公司与地方金融机构保持合作，至 2021 年末共获得金融机构授信总额为 27.38 亿元，基本已使用完毕。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 外部担保

“21 高投 01”和“21 高投 02”债券均由新昌投资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

新昌投资成立于 2003 年 4 月，系新昌县国资委下属一级平台。截至 2021 年末，新昌投资实收资本 2.00 亿元，新昌县人民政府国有资产监督管理委员会持有其 100% 股权。新昌投资为新昌县核心的政府性项目投资建设主体，目前主要在新昌县从事基础设施和土地整理业务，同时开展水务、客运、市场经营、旅游、施工等经营性业务。

截至 2021 年末，新昌投资经审计的合并口径资产总额 1108.44 亿元，净资产为 393.56 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 383.44 亿元）；2021 年，新昌投资实现营业收入 46.11 亿元，净利润 4.01 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 3.96 亿元）。同期，新昌投资经营性现金净流出 115.52 亿元。

新昌投资为新昌县核心的城市基础设施建设及国有资产经营主体，承担了区域内重大政府项目建设任务，目前新昌投资仍有大额基建和土地开发投入沉淀在存货中，资金回笼时间明显滞后，在建项目投融资压力仍较大。同时，新昌投资经营的自来水、污水处理、客运服务、旅游门票服务等业务在区域内具有专营优势。此外，新昌投资还开展物资销售、安置房销售、自来水销售等经营性业务对公司营业收入贡献较大。

近年来，得益于政府财政拨款、资产及股权划入，新昌投资资本实力持续增强；但项目投资力度大，债务规模大幅增长，导致财务杠杆已升至偏高水平。新昌投资主要依赖借款进行项目建设和投资，非筹资性现金流大幅净流出，刚性债务规模大幅增加，即期债务偿付压力上升。新昌投资资产沉淀于土地开发和基础设施建设投入构成的存货，资金回笼较为滞后；此外新昌投资还存在较大规模的资金占款，流动性一般。新昌投资对外担保余额较大，且还有对民营企业的经营性担保业务，具有一定代偿风险。

经本评级机构评定，新昌投资的主体信用级别为 AA⁺级，评级展望为稳定。整体来看，新昌投资提供的担保进一步增强了上述债券的安全性。

跟踪评级结论

新昌县位于长三角经济圈内，工业基础较好，目前已形成装备制造和生物医药两大支柱产业，此外通用航空、信息经济等新兴产业同步发展。2020 年受疫情影响，新昌县经济增速有所下降，随着疫情得到有效防控，2021 年全县经济恢复较好。新昌高新区是浙江省级高新区，园区综合竞争力在全省高新区内排名靠前，是新昌高新技术产业发展的“桥头堡”。2021 年以来新昌高新区与新昌经开区整合设立新昌高新技术产业园区（浙江新昌经济开发区），园区竞争优势或将提升。

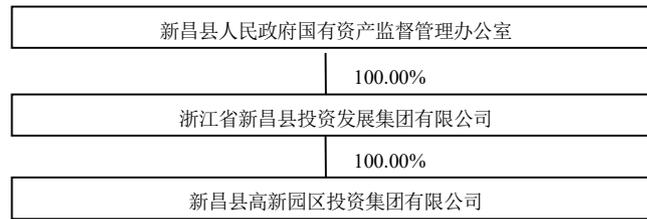
跟踪期内，该公司仍主要从事新昌高新区内的土地整理及基础设施建设，以及物资贸易业务。受政府土地出让计划以及基建项目结算进度影响，2021 年公司未确认代建业务收入，但土地开发收入有所上升，且物资销售业务大幅补充了公司收入来源，当年营业收入实现增长。公司业务开展主要依赖外部融资及往来款项，由于土地及基建项目资金回笼缓慢，未来公司仍有较大规模资金需求，或将持续面临一定的投融资和资金平衡压力。

跟踪期内，得益于资产划入和股东增资，该公司权益资本继续增厚，但随着土地开发、园区基础设施和购置土地的投入，公司负债规模持续扩张，财务杠杆已偏高。目前公司已集聚较大规模刚性债务，且中短期内存在一定的即期偿付压力，但公司资产中土地开发成本及基建项目成本占比较重，而可动用货币资金有限，对到期债务保障性弱。此外，公司对外提供担保，存在一定代偿风险。

同时，我们仍将持续关注：（1）新昌县和新昌高新园区发展状况；（2）该公司偿债资金安排；（3）公司往来款回收情况；（4）公司土地整理和基础设施建设收入规模、资金回笼情况；（5）公司对外担保情况；（6）担保方新昌投资的信用质量变化。

附录一：

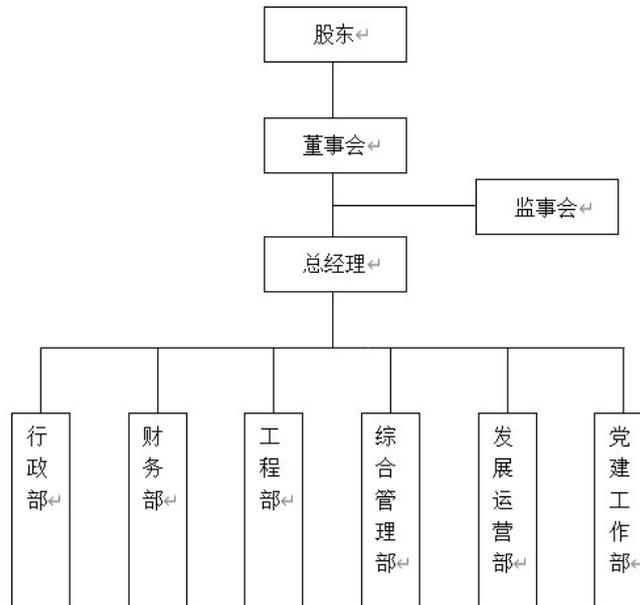
公司股权结构图



注：根据新昌高新提供的资料绘制（截至 2021 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据新昌高新提供的资料绘制（截至 2021 年末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2021 年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
新昌县高新园区投资集团有限公司	新昌高新	-	土地开发、基础设施建设	54.55	55.11	27774.37	8965.82	-32.91	公司本部
新昌县工业区发展有限公司	工业区发展 公司	65	土地开发、基础设施建设、房屋 租赁、砂石开采	25.05	29.87	1955.59	991.41	2.32	
新昌县新高园艺有限公司	新高园艺公 司	100	花卉种植；礼品花卉销售；城市绿 化管理；园林绿化工程施工	1.20	0.49	8.91	17.05	0.79	
新昌县新高物资有限公司	新高物资公 司	100	销售建筑材料、钢材、铝合金材料	0.98	2.19	47487.33	-314.35	1.81	
新昌县七星新农村建设有限公司	七星新农村 公司	100	新农村改造拆迁及建设投资；建筑 安装、道路市政基础工程建设；物 业管理、道路绿化、保洁服务；销 售：建筑材料、钢材、铝合金材料	4.43	2.99	--	63.59	1.14	
新昌县澄潭新农村建设投资开发有限公司	澄潭新农村 公司	100	澄潭镇镇域内的新农村建设、集 镇建设、维护、投资、房地产开 发，澄潭江综合开发治理、沙石 采挖，生态农业、乡村旅游开发； 市场经营管理	--	-0.04	--	124.76	0.01	

注：根据新昌高新提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年
资产总额 [亿元]	117.96	153.02	188.10
货币资金 [亿元]	12.53	19.59	9.63
刚性债务[亿元]	52.41	77.62	91.49
所有者权益 [亿元]	52.39	61.88	69.49
营业收入[亿元]	4.53	4.90	7.72
净利润 [亿元]	0.91	0.94	0.98
EBITDA[亿元]	1.54	1.55	1.60
经营性现金净流入量[亿元]	-9.56	-11.38	-26.83
投资性现金净流入量[亿元]	-3.09	-1.67	-3.17
资产负债率[%]	55.59	59.56	63.06
长短期债务比[%]	47.52	60.66	107.28
权益资本与刚性债务比率[%]	99.98	79.72	75.96
流动比率[%]	213.11	220.38	270.11
速动比率[%]	29.94	40.77	32.42
现金比率[%]	28.18	34.53	16.84
短期刚性债务现金覆盖率[%]	39.56	44.82	31.48
利息保障倍数[倍]	0.32	0.29	0.30
有形净值债务率[%]	195.53	209.89	222.02
担保比率[%]	22.86	19.21	16.63
毛利率[%]	9.72	6.86	5.82
营业利润率[%]	20.85	19.47	13.19
总资产报酬率[%]	0.84	0.71	0.60
净资产收益率[%]	1.90	1.64	1.50
净资产收益率*[%]	1.95	1.98	1.72
营业收入现金率[%]	100.62	97.04	107.08
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-21.18	-22.50	-47.09
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-21.08	-17.51	-31.73
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-28.03	-25.81	-52.65
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-27.90	-20.08	-35.48
EBITDA/利息支出[倍]	0.52	0.46	0.48
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.02

注：表中数据依据新昌高新经审计的 2019-2021 年度财务数据整理、计算。

附录五：

担保方主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年
资产总额 [亿元]	602.51	828.49	1108.44
货币资金 [亿元]	64.50	79.22	92.84
刚性债务[亿元]	336.99	495.27	671.87
所有者权益 [亿元]	219.37	292.59	393.56
营业收入[亿元]	25.74	36.41	46.11
净利润 [亿元]	2.85	3.69	4.01
EBITDA[亿元]	7.88	13.05	15.86
经营性现金净流入量[亿元]	-39.37	-102.85	-115.52
投资性现金净流入量[亿元]	-19.13	-26.70	-26.39
资产负债率[%]	63.59	64.68	64.49
长短期债务比[%]	192.27	225.71	301.61
权益资本与刚性债务比率[%]	65.10	59.08	58.58
流动比率[%]	309.29	329.86	403.28
速动比率[%]	99.15	99.15	120.35
现金比率[%]	52.96	49.97	53.96
短期刚性债务现金覆盖率[%]	77.25	59.88	63.97
利息保障倍数[倍]	0.27	0.47	0.43
有形净值债务率[%]	228.17	226.94	220.89
担保比率[%]	21.36	20.34	10.76
毛利率[%]	2.69	7.53	9.70
营业利润率[%]	12.79	11.45	8.94
总资产报酬率[%]	0.95	1.34	1.17
净资产收益率[%]	1.40	1.44	1.17
净资产收益率*[%]	1.48	1.43	1.19
营业收入现金率[%]	105.55	85.15	104.64
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-30.98	-69.58	-67.45
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-12.29	-24.72	-19.79
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-46.04	-87.65	-82.86
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-18.26	-31.13	-24.32
EBITDA/利息支出[倍]	0.38	0.64	0.60
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.03	0.03

注：表中数据依据新昌投资经审计的 2019-2021 年度财务数据整理、计算；新昌投资 2020 年数据采用 2021 年年初数。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	8
		盈利能力	8
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	3
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	8
		流动性	10
	个体风险状况		5
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		5	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2020年11月11日	AA/稳定	罗媛媛、李艳晶	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2021年8月13日	AA/稳定	罗媛媛、李艳晶	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月29日	AA/稳定	罗媛媛、李艳晶	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (21高投01)	历史首次评级	2020年11月11日	AA ⁺	罗媛媛、李艳晶	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2021年6月30日	AA ⁺	罗媛媛、李艳晶	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月29日	AA ⁺	罗媛媛、李艳晶	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (21高投02)	历史首次评级	2021年8月13日	AA ⁺	罗媛媛、李艳晶	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接

	本次评级	2022年6月29日	AA ⁺	罗媛媛、李艳晶	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	-
--	------	------------	-----------------	---------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录八：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录九：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级	含义	
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。