

2022 年桐庐县国有资产投资经营有限公司

公司债券

信用评级报告



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.

概述

编号：【新世纪债评(2022)010624】

评级对象： 2022 年桐庐县国有资产投资经营有限公司公司债券

主体信用等级： AA

评级展望： 稳定

债项信用等级： 品种一：AAA
 品种二：AAA

评级时间： 2022 年 8 月 5 日

计划发行： 14.00 亿元

本次发行： 品种一：7.00 亿元
 品种二：7.00 亿元

发行目的： 项目建设，补充营运资金

存续期限： 7 年

偿还方式： 每年付息一次，分次还本

增级安排： 品种一：由中国投融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
 品种二：由中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	7.64	7.60	8.97	7.24
刚性债务	62.89	76.37	116.44	115.64
所有者权益	65.88	66.60	66.88	66.91
经营性现金净流入量	2.11	5.11	2.49	13.56
合并数据及指标：				
总资产	402.32	429.41	471.65	481.47
总负债	255.67	271.17	308.97	319.04
刚性债务	193.80	215.93	254.74	267.62
所有者权益	146.65	158.24	162.68	162.43
营业收入	12.14	9.92	9.57	0.70
净利润	1.50	1.33	1.42	-0.55
经营性现金净流入量	-7.78	-14.60	-19.32	-5.65
EBITDA	5.89	7.29	6.72	—
资产负债率[%]	63.55	63.15	65.51	66.26
长短期债务比[%]	124.75	135.64	213.43	224.43
营业利润率[%]	14.58	16.18	15.96	-89.09
短期刚性债务现金覆盖率[%]	56.23	45.16	62.84	52.87
营业收入现金率[%]	108.02	117.82	103.90	514.18
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-13.79	-20.15	-15.80	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.52	0.64	0.70	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.03	—
中投保数据：				
总资产	265.13	258.52	262.56	-
所有者权益	106.67	116.42	111.35	-
担保余额	501.67	480.03	634.62	-
融资性担保放大倍数[倍]	3.24	3.67	4.94	-
中合担保数据：				
总资产	101.94	83.78	83.55	-
所有者权益	80.79	73.05	73.13	-
担保余额	837.04	626.28	423.25	-
担保责任放大倍数[倍]	8.28	7.01	4.70	-

注：根据桐庐国投经审计的 2019-2021 年财务数据及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算；担保方数据根据中投保和中合担保经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算。

分析师

 张玉琪 zhangyq@shxsj.com
 张雪宜 zxy@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

评级观点

主要优势：

- **良好的外部环境。**桐庐县生态环境良好，自然及旅游资源较为丰富，在传统工业持续发展的基础上，第三产业亦具有良好的增长潜力，为桐庐国投的业务开展提供了良好的外部环境。
- **业务地位较突出。**桐庐国投是桐庐县重要的城市建设和国有资产运营主体之一，在县内市政建设及水务等领域的业务地位突出，可得到桐庐县政府的有力支持。
- **信用增进措施。**中投保和中合担保分别为本期债券的品种一和品种二提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有助于提升本期债券品种一和品种二的偿付安全性。

主要风险：

- **债务偿付压力。**为满足市政建设及对外资金拆借需求，桐庐国投刚性债务已积累至较大规模，公司面临一定的债务偿付压力。
- **占款回收压力。**近年来桐庐国投对外拆借资金量维持在较大规模，相关款项的回收进度存在不确定性，加大了公司资金占用压力。
- **投融资压力。**桐庐国投在市政工程及公共配套设施建设方面仍存在一定资金需求，未来面临一定的投融资压力。
- **利润实现对政府补助依赖较重。**近年来，桐庐国投业务盈利情况一般，加之管理费用和财务费用为主的期间费用对公司毛利润侵蚀严重，公司利润实现表现为对政府补助的较强依赖。
- **或有损失风险。**桐庐国投对外担保对象众多，



担保额较大，不利于财务风险的控制，面临一定或有损失风险。

➤ 未来展望

通过对桐庐国投及其发行的本期券品种一和品种二主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券品种一和品种二还本付息安全性极强，并给予本期债券品种一 AAA 信用等级、品种二 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2022 年桐庐县国有资产投资经营有限公司公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

桐庐县国有资产投资经营有限公司（简称“桐庐国投”、“该公司”或“公司”）成立于 2001 年 12 月，由桐庐县国有资产管理委员会（简称“桐庐县国资委”）投资组建，注册资本为 1.80 亿元。2018 年 12 月，根据浙江省桐庐县人民政府关于同意将公司股权划入桐庐县国有资本投资运营控股集团有限公司（以下简称“桐庐国控”）的批复，公司股东由桐庐县国资委变更为桐庐国控。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本及实收资本为 1.80 亿元，股东为桐庐国控，实际控制人为桐庐县国资委。

该公司是桐庐县重要的城市基础设施建设和国有资产运营主体之一，经营范围包括桐庐县政府授权范围内的国有资产经营及有关部门委托的资产经营；土地收储及开发；政府性投资项目、市政工程等基础设施项目和经营性投资项目的建设开发。目前，公司业务涉及基础设施及安置房建设、水务、发电、安保、租赁等多个领域。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司关于发行企业债券的议案已获股东及董事会决议通过。本期债券计划发行规模为 14.00 亿元，共设两个品种，品种一发行规模为 7.00 亿元，品种二发行规模为 7.00 亿元；期限均为 7 年。本期债券设本金提前偿付条款，即在债券存续期的第 3、4、5、6、7 个计息年度末分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。本期债券每年付息一次，第 3 年至第 7 年利息随当年度应偿还的本金一起支付，年度付息款项自付息日起不另计利息，到期本金兑付款项自兑付日起不另计利息。本期债券募集资金中 8.40 亿元拟用于项目建设、5.60 亿元用于补充营运资金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2022 年桐庐县国有资产投资经营有限公司公司债券
总发行规模:	14.00 亿元人民币
本期发行规模:	品种一: 7.00 亿元; 品种二: 7.00 亿元
本期债券期限:	7 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次, 第 3-7 年利息随当年度应偿还的本金一起支付
增级安排:	品种一由中国投融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 品种二由中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

资料来源: 桐庐国投

(2) 募集资金用途

A. 项目投资

该公司拟将本期债券募集资金中的 8.40 亿元用于项目建设, 其中 7.40 亿元用于大联区块(石马边)安置房工程项目的建设, 1.00 亿元用于横村时尚智造产业园及配套工程项目的建设。

图表 2. 本期债券募集资金拟投资项目概况(单位: 亿元)

项目名称	批准机关(文号)	总投资	拟使用募集资金	
			品种一	品种二
大联区块(石马边)安置房工程	桐发改投(2022)35 号、地字第 330122202200571 号、浙(2022)桐庐县不动产权第 0007262 号、建字第 330122202203534 号	12.46	4.20	3.20
横村时尚智造产业园及配套工程	桐发改投(2020)59 号、桐发改投(2020)103 号、桐庐政法风评[2020]17 号、202033012200000061、建字第桐横(2020)07 号、建字第桐横(2020)06 号、330122202008190101、浙(2020)桐庐县不动产权第 0011200 号、浙(2020)桐庐县不动产权第 0011114 号	2.40	0.00	1.00

资料来源: 桐庐国投

i. 大联区块(石马边)安置房工程

大联区块(石马边)安置房工程的项目法人作为子公司桐庐县富春江全域建设开发有限公司(以下简称“全域公司”)。拟选地址位于浙富亲亲园北侧, 北邻瑶琳路, 西侧为下杭路, 东侧为石马路。项目用地面积约为 33439.72 平方米(约合 50.16 亩); 新建总建筑面积约为 127808.64 平方米, 其中: 地上面积约为 82555.54 平方米, 地下面积约为 45253.10 平方米。建设内容包括建设 8 幢住宅楼及沿街商业用房及其公共服务用房、室外景观绿化等以及 1 幢幼儿园。

大联区块(石马边)安置房工程项目建设期限从 2022 年开始项目前期准备工作, 计划在 2025 年完成所有施工任务。该项目总投资为 12.46 亿元, 其中建设投资 11.87 亿元, 建设期利息 0.59 亿元, 无铺底流动资金。建设资金由建设单位全域公司自筹解决; 该项目拟使用本期债券募集资金 7.40 亿元。截

至 2022 年 6 月末，公司已完成项目前期报批工作，项目计算期为 7 年，与债券存续期相同。该项目的运营期处于债券的存续期内，项目计算期第 3 年开始运营。根据本期债券募集说明书测算，项目收入包括住宅收入、配套商业收入、停车位收入、充电桩收入等，项目运营期内营业收入总额为 13.40 亿元，利润总额和净利润分别为 8.15 亿元和 6.12 亿元；项目在本期债券存续期内可实现总收入 13.40 元，扣除相关税费等税后净收益为 12.97 亿元。

ii. 横村时尚智造产业园及配套设施工程项目

横村时尚智造产业园及配套设施工程项目实施主体为全域公司。该项目位于浙江省杭州市桐庐县，建设项目用地主要分为东区和西区两个区块，南侧为徐七线（北环路），北侧为深畈路，西侧为桐庐谷田围巾厂，东侧为悦心路，用地总面积 3.54 万平方米，其中东区块 1.49 万平方米，西区块 2.05 万平方米。建设内容含东区建设 4 幢建筑和西区建设 8 幢建筑，包括 1 幢办公楼服务大楼 10 层、1 幢宿舍大楼和 10 幢 5 层厂房。本项目的工程建设期为 24 个月，2020 年 3 月起进行可研编制与报批，截至 2021 年末，主体工程已完成结项工作，已投资 1.16 亿元。项目计算期 12 年，含建设期 2 年，运营期 10 年。

横村时尚智造产业园及配套设施工程项目总投资估算约为 2.40 亿元，其中建设投资 2.32 亿元，建设期利息 0.08 亿元。拟使用本期债券募集资金 1.00 亿元。根据本期债券募集说明书测算，项目收入包括厂房租售收入、办公及宿舍区租赁收入、停车位及充电桩收入等，项目在运营期内可实现营业收入总额为 3.20 亿元（不含税），利润总额和净利润分别为 1.36 亿元和 1.02 亿元；本期债券存续期内可实现收入 2.47 亿元，扣除相关税费等税后净收益为 2.06 亿元。

B. 补充营运资金

近年来，随着该公司业务的持续开展，公司对流动资金的需求相应增长，公司拟将本期债券募集资金中的 5.60 亿元用于补充营运资金，以满足业务发展需要。

(3) 信用增进安排

本期债券品种一由中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，品种二由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2022 年上半年，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济增长动能持续减弱，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。国内经济在遭遇疫情二次冲击后再次步入恢复进程，因内外环境发生了明显的不利变化，经济发展的压力加大。短期内，我国实现年度增长目标任务艰巨，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展；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 年上半年，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济增长动能持续减弱、衰退风险加大，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。新冠变异毒株致死率下降但传染性显著增强，疫情对经济活动的影响仍在延续。全球物价指数涨幅创多年新高，采取紧缩性货币政策抗击通胀已成为包括美联储、欧洲央行等在内的全球多数央行的一致行动，推动了利率快速大幅攀升，进一步加重了债务负担，叠加美元明显走强，全球经济金融运行面临重大挑战。俄乌军事冲突加剧地缘政治风险的同时，也威胁了全球的粮食和能源安全，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济在遭遇疫情二次冲击后再次步入恢复进程，因内外环境较前次相比已发生了明显的不利变化，面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力进一步加大。失业率从高位回落，消费者物价指数温和上涨、工业生产者出厂价格指数涨幅逐渐下降。工业中采矿业的生产与盈利增长均较快，而除高技术产业外的制造业大多明显放缓或同比下降，上中下游的强弱差异仍较为明显。消费受到的负面影响最大，恢复也较为缓慢；基建、高技术制造业以及技改投资对固定资产投资增长贡献较大，房地产开发投资仍低迷；受高基数与港口运输影响，出口增速回落但具韧性。人民币汇率阶段性承压，在 SDR（特别提款权）中的份额提升，人民币资产对全球投资者的吸引力有望提升。

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；宏观政策加大力度，为短期内的经济恢复和实现年度目标提供支持。我国财政政策积极发力，推出一系列“退、缓、补、购、奖”措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，专项债的发行与资金使用亦显著加快，将是带动内需修复的重要力量；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、绿色发展以及重大项目的支持；同时推动贷款市场报价利率改革效能释放，降低企业综合融资成本。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，实现 5.5% 左右的增长目标在疫情的再度冲击下任务加重，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计工业生产在高技术产业带动下恢复较快，但原材料与工业品价格的大幅波动，对工业企业经营的稳定性带来考验；消费的恢复偏缓慢，疫情仍将是导致消费波动的重要因素；基建和制造业投资有基础保持较快增长，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继续保持，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继续保持。

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，业务模式调整和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

桐庐县位于杭州都市经济圈和义乌商圈的重合部，以及三江两湖杭州-黄山黄金旅游线的中段，传统优势产业为针织、制笔、箱包、医疗器械、水力发电设备制造等，近年来全县布局智慧化、生态化产业，与当地工业及自然资源较为契合，具有一定发展潜力。近年来桐庐县经济保持增长，其中 2020 年受新冠肺炎疫情影响经济增速下滑明显，2021 年受益于疫情防控常态化措施的有效落实，桐庐县经济增速回升明显。

桐庐县为杭州市下辖县，地处浙江省西北部、钱塘江中游，县域总面积 1825 平方公里，下辖 4 个街道、6 个镇、4 个乡；截至 2021 年末，桐庐县常住人口为 45.50 万人，城镇化率为 70.9%。。

桐庐县位于杭州都市经济圈和义乌商圈的重合部，境内水陆交通较为便捷，三小时经济圈可覆盖长三角重要地区。杭新景高速贯穿全县，桐庐县距杭州约 40 分钟车程，距上海、宁波约 2 个半小时车程，距萧山国际机场约 1 小时车程；同时，富春江由南而北纵贯县境东部，一方面，富春江黄金水道全年能通航 500 吨级的船舶，上游可到达衢州，下游可通往上海港、宁波港以及全国各地的内陆港口；另一方面，由于地处三江两湖（钱塘江、富春江、新安江、西湖、千岛湖）及杭州-黄山黄金旅游线的中段，县内拥有 20 余个各具特色的旅游景区以及诸多风景秀美的乡村，全县森林覆盖率达 72%，是较为理想的休闲度假目的地之一。较赋特色的区位及较便利的交通条件为桐庐县经济发展奠定了一定基础。

2019-2021 年，桐庐县地区生产总值分别为 386.39 亿元、376.27 亿元和 413.88 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 6.8%、2.1%和 9.5%，其中 2020 年受新冠肺炎疫情影响经济增速下滑明显，2021 年受益于疫情防控常态化措施的有效落实，桐庐县经济增速回升明显。2021 年桐庐县第一产业增加值为 26.07 亿元，同比增长 2.6%；第二产业增加值为 187.91 亿元，同比增长 11.2%；第三产业增加值为 199.90 亿元，同比增长 8.0%；近年来全县持续加大交通投资、生态环保、城市更新和水利设施投资及高新技术产业投资等，2019-2021 年固定资产投资增速分别为 18.7%、23.4%和 29.5%，逐年上升，其中房地产投资增速波动较大，2021 年房地产开发投资增速较上年大幅提升至 60.0%，对当地经济发展提供较强支撑。同时，近年来受疫情、中美贸易摩擦等宏观环境影响，桐庐县消费、对外贸易亦有所波动，2021 年消费和对外经济复苏，社会消费品零售总额和进出口总额增速分别为 15.4%和 26.7%。此外，桐庐县智慧化、生态化的产业战略与当地工业及自然资源较为契合，具有一定发展潜力。

2022 年第一季度，桐庐县实现地区生产总值为 93.63 元，同比增长 5.8%，其中第一产业增加值为 3.88 亿元，同比增长 1.4%；第二产业增加值为 40.47 亿元，同比增长 8.4%；第三产业增加值为 49.28 亿元，同比增长 4.2%。同期固定资产投资增速为 48.2%；实现全社会消费品零售总额为 33.18 亿元，同比增长 8.3%。实现进出口总额 26.9 亿元，同比增长 84.1%。

图表 3. 2019 年以来桐庐县国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元、%）

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	386.39	6.8	376.27	2.1	413.88	9.5	93.63	5.8
第一产业增加值	25.03	2.5	25.36	0.4	26.07	2.6	3.88	1.4
第二产业增加值	177.60	8.6	160.78	2.4	187.91	11.2	40.47	8.4
第三产业增加值	183.76	5.1	190.13	2.0	199.90	8.0	49.28	4.2
人均地区生产总值（万元）	9.24	-	8.98	-	-	-	-	-
全社会固定资产投资	-	18.7	-	23.4	-	29.5	-	48.2
房地产开发投资	-	26.8	36.98	-22.4	-	60.0	-	80.2
社会消费品零售总额	145.80	9.0	137.44	-5.7	158.62	15.4	33.18	8.3
电商销售额	43.02	-	-	-	-	-	-	-
进出口总额	68.95 ¹	-	75.31	0.4	95.86	26.7	26.9	84.1
三次产业结构	6.0:49.9:44.1		6.7:42.8:50.5		6.3:45.4:48.3		-	
全社会旅游总收入	234.92	24.5	235.79	0.6	-	-	-	-

资料来源：桐庐县 2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报及桐庐县人民政府网站

针织、制笔、箱包、医疗器械、水力发电设备制造等为桐庐县传统优势产业。桐庐县工业经济发展呈现外向度高、传统产业占比高、小微企业占比高、块状经济明显等特征，面临一定可持续增长压力。为适应新常态经济的发展趋势，桐庐县结合自身资源特征与优势，以智慧化、生态化理念发展产业经济，以富春江科技城、迎春商务区、富春山健康城、富春江（芦茨）乡村慢生活体验区等为产业发展平台，近年来重点布局以智慧安防、电子信息、电子商务、信息软件、智慧物流等为重点的信息经济，以及健康养生、休闲旅游等新兴服务业，例如支持海康威视、英飞特等龙头企业集群发展，培育壮大生物医药、医疗器械、汽车零部件、水力发电设备、磁性材料等特色产业，积极利用“互联网+”、“机器人+”、“标准+”和“品牌+”，支持制笔、针织、箱包等传统制造业转型升级，产业结构不断优化。

桐庐县不断发展电商及物流产业，一方面深化“快递回归”战略，延伸县内快递物流产业链，提升作为“中国快递之乡”的知名度，另一方面推进跨境电商发展，鼓励企业开展海外仓建设，建成农产品电商产业园，支持“农村淘宝”、“村邮乐购”等平台发展。此外，桐庐县不断拓展休闲旅游、健康服务、养生养老等领域，但近两年疫情反复对该类产业形成一定影响。

房地产市场方面，桐庐县投资总量总体有限，2019-2021 年桐庐县房地产投资增速分别为 26.8%、-22.4%和 60.0%，波动较大。销售端受益于杭州市场溢出效应等而有所好转，2021 年商品房销售面积为 46.97 万平方米，同比增长 17.8%。2022 年第一季度，桐庐县房地产开发投资增速高达 80.2%；但房屋销售面积有所下降，当期商品房销售面积 5.57 万平方米，增速为-38.3%。

¹ 为货物出口额。

图表 4. 2019 年以来桐庐县房屋建设、销售情况（单位：万平方米，亿元，%）

指标	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	面积	增速	面积	增速	面积	增速	面积	增速
房屋施工面积	219.56	-20.2	240.58	9.6	-	-	-	-
其中：新开工	28.70	-34.6	83.88	192.3	-	-	-	-
房屋竣工面积	27.38	-53.3	37.13	35.6	-	-	-	-
商品房销售面积	36.30	-10.9	39.88	9.9	46.97	17.8	5.57	-38.3
其中：住宅	27.68	11.7	35.27	27.4	-	-	-	-
商品房销售额	57.57	17.4	67.07	16.5	-	-	-	-
其中：住宅	50.52	54.5	62.62	24.0	-	-	-	-

资料来源：桐庐县国民经济和社会发展统计公报、桐庐国民经济统计年报摘要本及统计月报

2019-2021 年，桐庐县实现土地出让面积分别为 92.00 万平方米、171.91 万平方米和 114.41 万平方米，呈现波动。2020 年，桐庐县推地较多，住宅类用地（含综合用地（含住宅））为土地出让收入的主要来源，当年实现土地出让总价为 61.70 亿元，其中住宅类用地（含综合用地（含住宅））出让总价合计为 52.53 亿元。2021 年桐庐县土地市场降温，当年土地出让总价降至 46.19 亿元。近三年，桐庐县土地出让均价呈逐年小幅增长趋势，分别为 3228 元/平方米、3589 元/平方米和 4037 元/平方米。2022 年 1-5 月，桐庐县实现土地出让面积为 29.39 万平方米，土地出让总价 7.29 亿元。

图表 5. 2019 年以来桐庐县土地市场交易情况²

指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-5 月
土地出让总面积（万平方米）	92.00	171.91	114.41	29.39
其中：住宅用地	1.08	4.06	0.00	3.35
综合用地（含住宅）	27.41	60.37	28.15	3.34
商业/办公用地	11.77	22.70	14.13	0.10
工业用地	39.50	70.60	59.95	20.68
土地出让总价（亿元）	29.70	61.70	46.19	7.29
其中：住宅用地	0.57	2.26	0.00	3.04
综合用地（含住宅）	24.44	50.27	37.79	3.00
商业/办公用地	2.08	4.45	3.40	0.02
工业用地	1.65	3.65	3.83	1.05
土地出让均价（元/平方米）	3228	3589	4037	2481
其中：住宅用地	5246	5561	-	9075
综合用地（含住宅）	8918	8327	13425	8984
商业/办公用地	1764	1961	2404	2119
工业用地	417	517	638	507

资料来源：CREIS 中指数据

2. 业务运营

该公司是桐庐县重要的基础设施建设和国有资产运营主体之一，业务较为

² 未披露其它用地。

多样，工程代建为公司业务收入的主要来源，同时该类业务已投入较大资金，预计回收周期较长，加之在建项目仍存在资金需求，公司仍面临一定投融资压力；土地开发整理业务易受桐庐县政府土地出让计划及市场行情影响，存在较大的不确定性；受政府指导及区域内房地产市场行情因素影响，房产销售进度缓慢；自来水及污水处理、安保、发电及工程结算等业务经营相对稳定。

该公司是桐庐县重要的城市基础设施建设和国有资产运营主体之一，业务涉及基础设施建设、安置房建设、水务、发电、安保、租赁等，2019-2021 年分别实现营业收入为 12.14 亿元、9.92 亿元和 9.57 亿元。其中基础设施和安置房建设是占用资金量最大的业务，相应的工程代建和房产销售也是公司相对稳定且主要的收入来源；2019-2021 年工程代建业务收入分别为 6.95 亿元、5.92 亿元和 4.11 亿元，该类业务主要受项目结算进度影响，近三年逐年下降。房产销售业务收入规模主要受政府指导、区域内房地产市场行情影响较大，同期分别实现房产销售业务收入为 1.36 亿元、0.71 亿元和 1.09 亿元，呈一定幅度波动。2019-2021 年公司分别确认土地开发整理业务收入为 1.10 亿元、0.00 亿元和 0.73 亿元，在当年营业收入中占比分别为 9.07%、0.00%和 7.58%，该类业务较易受桐庐县政府土地出让计划及市场行情影响，业务可持续性较弱。此外，自来水及污水处理、安保、电站发电及工程结算等业务经营相对稳定。2020 年、2021 年分别新增砂石销售和商品销售业务，分别由子公司桐庐城市基础设施建设有限公司（以下简称“桐庐城建”）和孙公司桐庐县土地整治开发有限公司负责，其中商品销售内容主要系土地指标出售，2021 年共实现商品销售业务收入 0.59 亿元。

2022 年第一季度，该公司实现营业收入 0.70 亿元，主要来源于自来水及污水处理业务、安保业务和工程结算业务，收入分别为 0.14 亿元、0.19 亿元和 0.13 亿元，占比分别为 19.97%、26.93%和 18.17%。

图表 6. 2019 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	12.14	100.00	9.92	100.00	9.57	100.00	0.70	100.00
工程代建	6.95	57.25	5.92	59.61	4.11	42.94	--	--
土地开发整理	1.10	9.07	--	--	0.73	7.58	--	--
房产销售	1.36	11.23	0.71	7.15	1.09	11.38	0.01	1.03
自来水及污水处理	0.70	5.78	0.91	9.14	0.59	6.13	0.14	19.97
安保	0.81	6.65	0.88	8.82	1.01	10.58	0.19	26.93
电站发电	0.39	3.20	0.34	3.39	0.32	3.30	0.06	8.19
工程结算	0.19	1.53	0.23	2.31	0.27	2.85	0.13	18.17
砂石销售	--	--	0.18	1.79	0.07	0.70	--	--
商品销售	--	--	--	--	0.59	6.20	--	--
其他	0.64	5.30	0.75	7.79	0.80	8.34	0.18	25.70
毛利率	11.89		7.36		10.47		13.15	
工程代建	12.10		16.16		16.26		--	
土地开发整理	9.91		--		16.67		--	
房产销售	3.65		-84.32		15.92		20.82	

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自来水及污水处理		-5.36		26.96		14.22		14.00
安保		10.86		10.32		12.15		7.60
电站发电		61.71		52.17		36.30		13.37
工程结算		21.30		-45.23		21.60		25.45
砂石销售		--		-3.96		-249.22		--
商品销售		--		--		-12.22		--
其他		17.82		-27.36		-12.62		9.23

资料来源：桐庐国投

(1) 基础设施建设

桐庐县范围内市政工程及公共配套设施建设是该公司的核心业务之一。通常情况下，公司及下属子公司桐庐县城市建设投资集团有限公司（以下简称“桐庐城投”）、桐庐城建会与桐庐县住房和城乡建设局（简称“桐庐县住建局”）、桐庐绿水建设开发有限公司（以下简称“绿水公司”）³、桐庐卫星城建设开发有限公司（以下简称“卫星城公司”）⁴等业主方就单个或者多个项目签订委托代建协议，前期项目建设所需资金由公司负责筹集，项目竣工后业主方按照项目总投资额的一定比例向其支付工程款；获得的代建管理费比例一般为15-20%。

2019-2021 年，该公司分别确认工程代建收入 6.95 亿元、5.92 亿元和 4.11 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司账面应收基建类项目形成的款项合计约 5.40 亿元；同期末存货中所涉及代建项目投资形成的沉淀资金规模达 166.89 亿元，该类业务已占用公司大量资金，预计投资回收周期将较长，易加大公司资金周转压力。

桐庐千岛湖配套引水工程、桐庐农村生活污水提升改造项目工程、桐庐第二自来水厂及配套管网建设工程等为该公司自建项目，资金来源均为公司自筹。截至 2022 年 3 月末，公司自建项目总投资 20.85 亿元，已投资 13.36 亿元。

³ 桐庐县国有资产经营服务中心对绿水公司持股 100%。

⁴ 桐庐县国资委对卫星城公司持股比例为 100%。

图表 7. 截至 2022 年 3 月末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	资金来源	计划总投资	已投资	建设周期
桐庐千岛湖配套引水工程	自筹	3.47	2.61	6 年
桐庐农村生活污水提升改造项目工程	自筹	4.90	2.82	--
农饮水达标提标改建工程（分水）	自筹	3.80	3.15	2 年
桐庐第二自来水厂及配套管网建设工程	自筹	4.11	2.73	2 年
桐庐县农村饮用水达标提标改造工程（富春江区域）	自筹	3.90	1.53	2 年
分水农贸市场改造工程	自筹	0.25	0.22	1 年
合村小木厂乡创园工程	自筹	0.17	0.06	1 年
零星工程	自筹	0.25	0.24	1 年
合计	--	20.85	13.36	-

资料来源：桐庐国投

截至 2022 年 3 月末，该公司拟建项目概算总投资为 62.62 亿元，其中县城江北综合市场提升改造工程、桐庐农副产品批发市场、桐庐县城南街道乔林新建区块城中村改造项目及桐庐剧院、宾馆提升改造项目等项目为公司自营项目，总投资金额为 60.12 亿元，未来拟采用出租方式获取租金收入、安置房销售等措施实现前期资金平衡。考虑到部分自营项目概算投资规模大、且未来收益情况存在不确定性，现金流平衡承压，易加大公司资金周转压力。

图表 8. 截至 2022 年 3 月末公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	计划总投资	建设周期
县城江北综合市场提升改造工程	自营	6.76	3 年
桐庐农副产品批发市场	自营	6.07	3 年
金中路（城南路-云栖路）道路工程	委托代建	1.50	2 年
桐庐县城南街道乔林新建区块城中村改造项目	自营	44.79	7 年
范仲淹艺术交流中心项目	委托代建	1.00	2 年
桐庐剧院、宾馆提升改造项目	自营	2.50	3 年
合计	--	62.62	--

资料来源：桐庐国投

（2）土地开发整理

在土地开发整理业务方面，该公司受桐庐县政府委托，负责对授权区域的土地进行征拆及平整，开发的土地由生地变为熟地并具备出让条件后交由桐庐县政府统一规划并按照“招、拍、挂”流程出让，公司仅承担土地一级开发业务，不承担土储中心负责的土地储备、土地出让、管理土地交易场所等其他业务。

2019 年，该公司开发整理地块为桐庐县原方家自然村拆迁区块，该地块面积为 6.89 万平方米，成交价格为 10.66 亿元，公司于当年获得收益并收到回款 1.10 亿元。2020 年公司未实现土地开发整理业务收入。2021 年，公司完成对城南街道瑶琳西路与大丰路交叉口东南侧地块的整理与出让，该地块面积为

7.08 万平方米，公司投入开发成本为 0.60 亿元，于当年获得收益并收到回款 0.73 亿元。该部分业务易受桐庐县政府土地出让计划及市场行情影响，存在较大的不确定性。

图表 9. 2019 年以来公司土地开发整理项目结算情况（单位：亿元）

地块名称/区位	类别	土地面积	开发成本	确认收入	回款情况
桐庐县原方家自然村拆迁区块	商住	6.89	0.99	1.10	全部回款
城南街道瑶琳西路与大丰路交叉口东南侧地块	教育用地	7.08	0.60	0.73	全部回款
合计	-	13.97	1.59	1.83	-

资料来源：桐庐国投

该公司在开发地块为桐庐县桐江职业学校地块，为商住用地，土地面积为 13.51 万平方米，总投资 1.13 亿元，截至 2022 年 3 月末已完成投资 2.49 亿元⁵，项目已完工达到净地要求待出让。

（3）安置房业务

该公司的安置房的建设及处置主要按照桐庐县政府的规划和部署进行。通常情况下，公司以计划安置总户数的 1.3-1.4 倍建设安置房，其中用于安置的房源以政府限定价格向特定安置户销售，剩余房源进行市场化拍卖。由于定向销售的盈利空间较为有限，市场化拍卖的盈利性较高，而各年间定向销售和市场化拍卖的房源占比不同，因此公司房地产业务的盈利性差异较大。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司房产销售收入分别为 1.36 亿元、0.71 亿元、1.09 亿元和 0.01 亿元，收入主要来自龙潭安置小区、春江景苑、芝溪垅安置小区、桐庐滩头安置房等项目。公司目前在该业务方面沉淀了较多资金。

截至 2022 年 3 月末，该公司负责的主要已完工在售安置房项目包括春江景苑一期及二期、龙潭安置小区、芝溪垅安置小区等，总投资 27.72 亿元，预计销售金额为 35.07 亿元，已售金额为 5.89 亿元，资金回笼进度较慢。

图表 10. 2022 年 3 月末公司主要已完工在售安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	工期（年-月）	预计销售金额	已销售金额 ⁶
春江景苑一期	2.71	2011.06-2015.05	3.61	0.60
春江景苑二期	6.83	2012.03-2016.08	9.37	1.11
龙潭安置小区	2.20	2011.03-2013.03	2.64	0.36
富春居及桐君苑安置房项目（一期）	7.05	2013.08-2016.08	8.46	0.00
保障性住房项目	0.97	2010.10-2013.12	1.16	0.14
桐庐县城下轮新村保障房项目	2.70	2009.12-2013.12	3.51	0.60
芝溪垅安置小区	1.35	2012.06-2016.02	1.62	1.47
桐庐滩头安置房	3.91	2016.04.-2019.04	4.70	1.61
合计	27.72	—	35.07	5.89

资料来源：桐庐国投

⁵ 由于在开发整理过程中，该公司收储了该地块周边的部分土地，导致已投资额超过总投资额。

⁶ 该指标统计口径中未包含分公司负责的用于安置的部分房源情况，仅为以市场化拍卖形式形成的销售收入。

截至 2022 年 3 月末，该公司主要在建安置房项目包括开元街区块、柴埠区块安置房项目、分水镇农民集聚安置项目（桥东村 C 区）等，计划总投资为 82.54 亿元，已完成投资 52.03 亿元，尚需投资 30.51 亿元。

图表 11. 截至 2022 年 3 月末主要在建安置房情况⁷（单位：亿元，万平方米）

项目名称	负责主体	总投资	建筑面积	建设周期	开工日期	已投资
拆迁安置项目（浮桥埠）	桐庐国投	7.09	6.34	2 年	2012 年	3.95
开元街区块	桐庐国投	7.05	12.98	3 年	2013 年	7.05
江南镇窄溪安置房项目	桐庐国投	4.60	18.33	3 年	2011 年	3.60
柴埠区块安置房项目	桐庐国投	16.11	52.61	5 年	2012 年	16.11
春江景苑安置小区增补工程	桐庐国投	1.10	4.15	1 年	2015 年	1.10
分水镇农民集聚安置项目（桥东村 C 区）	桐庐国投	1.50	5.64	2 年	2011 年	2.39
桐庐县城南街道城西区拆迁改造一期安置房工程	桐庐城投	13.80	11.94	6 年	2020 年	9.00
桐君街道牛山坞、西武山区块棚改项目	桐庐城投	6.32	3.58	4 年	2020 年	2.70
桐庐县城大联区块（垅背、石马边、武举塘）城市有机更新项目	桐庐国投	24.97	25.63	6 年	2022 年	6.13
合计	-	82.54	141.20	-	-	52.03

资料来源：桐庐国投

（4）水务

该公司水务板块业务主要包括自来水供应、污水处理⁸及水管管网铺设等，经营主体主要为孙公司桐庐水务有限公司（简称“桐庐水务”），公司供水及污水处理业务由于具有一定的公益性质，桐庐县政府会给予一定的水资源返还费及污水处理费补贴等，但具体规模较不稳定。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现自来水及污水处理业务收入 0.70 亿元、0.91 亿元、0.59 亿元和 0.14 亿元，毛利率分别为-5.36%、26.96%、14.22%和 14.00%，其中 2020 年收入同比大幅提升 30.00%及毛利率由负转正主要系以前年度由于系统原因导致无法确认的部分收入于当年进行确认；同时由于基数较大以及污水处理业务移交住建局后不再确认相应收入成本综合导致 2021 年收入同比下降 35.30%、毛利率同比下滑 12.74 个百分点至 26.96%；由于全年中用水时段相对集中在三季度，故 2022 年第一季度自来水供水业务收入规模较小。

桐庐水务是桐庐城区唯一的供水企业，水源主要来自富春江，截至 2022 年 3 月末日供水能力为 13 万吨，供水类型包括居民生活用水、非居民用水和特种用水。各类用户实行分类定价，水费收入月结，结算方式以现金和汇款为主。水价标准由桐庐县物价局统一规定，居民用水价格调整等受到较强的政府管控。近年来，用户数及管网总长度等指标逐步上升原因系随着城乡供水一体化发展，周边中心乡镇（街道）供水业务亦逐步纳入城区统一管辖；

⁷ 部分项目尚未竣工决算，故暂列示于在建项目情况表中。

⁸ 2020 年 9 月，根据桐庐县人民政府专题会议纪要，将污水处理板块管理权移交至桐庐县住建局，公司不再确认污水处理业务收入及成本。

截至 2022 年 3 月末，公司供水管网总长度和用户数分别为 627 公里、9.70 万户。2019-2021 年及 2022 年第一季度公司售水量分别为 2415 万吨、2442 万吨、2624 万吨和 625 万吨。

桐庐水务污水处理业务范围为桐庐县主要城区和各工业园区，截至 2022 年 3 月末，桐庐水务排污管线长度为 627 公里（部分管网尚未投入使用），日排水能力为 6 万吨，对城区生活污水的收集率已达 95%以上，全县工业污水的收集率已达 100%。2015 年，按照上级主管单位相关要求，公司污水处理业务采用 PPP 模式。桐庐水务子公司桐庐富春污水处理有限公司（简称“富春污水”）与物产中大（桐庐）水处理有限公司（原名为桐庐维尔利水务有限公司，以下简称“物产中大桐庐公司”）就富春污水一期、二期 TOT，一级 A 提标改造工程 BOT 签订特许经营协议，富春污水授予物产中大桐庐公司在特许经营期内深化设计、融资、建设、运营和维护项目设施并收取污水处理费的权利，特许经营期为 25 年，运营期内富春污水每月向物产中大桐庐公司按污水处理量支付污水处理费，保底水量为 4 万吨/日。实际操作中，富春污水先行收取污水处理费，再将款项支付给物产中大桐庐公司；2020 年 9 月，根据桐庐县人民政府专题会议纪要，将污水处理板块管理权移交至桐庐县住建局后，污水处理费支付方式变更为由桐庐县财政局拨付给住建局，再由住建局支付给物产中大桐庐公司。

图表 12. 公司水务业务情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
供水能力（万吨/日）	10	10	13	13
用户数（万户）	8.71	9.10	9.68	9.70
管网总长度（千米）	576.5	598.21	627.00	627.00
供水量（万吨）	3218	3081	3251	765
售水量（万吨）	2415	2442	2624	625
管网漏损率（%）	10.34	15.00	9.47	11.00
水质合格率（%）	100	100	100	100
污水处理能力（万吨/日）	6	6	6	6
污水处理量（万吨）	2048	1927	2145	568
平均单位污水处理费（元/吨）	1.69	1.69	1.69	1.69
供水及污水处理收入（万元）	7012.04	9071.72	5869.37	1393.23
供水及污水处理成本（万元）	7547.94	6626.29	5034.77	1198.13

资料来源：桐庐国投

此外，桐庐水务下属桐庐管道承装有限公司主要从事供水管网铺设业务，反映为公司的工程结算收入，2019-2021 年及 2022 年第一季度分别为 0.19 亿元、0.23 亿元、0.27 亿元和 0.13 亿元，收入规模主要与项目建设及结算进度相关；同期毛利率分别为 21.30%、-45.23%、21.60%和 25.45%，其中 2020 年毛利率较 2019 年同比下降 66.53 个百分点，原因为当期主要就零星安装工程进行结算，部分收入已于以前年度结算叠加安装工程人员工资成本支出较高所致。

(5) 电站发电

该公司电站发电业务主要由桐庐县分水江水力发电有限公司（简称“水力发电公司”）经营。水力发电公司成立于 2003 年，由公司 & 民营企业浙江华威建材集团有限公司分别持股 51% 和 49%，可控装机容量为 3 万千瓦，主要向华东电网供电。发电量主要与当地降水量相关，2019-2021 年及 2022 年第一季度公司发电量分别为 0.74 亿千瓦时、0.72 亿千瓦时、0.74 亿千瓦时和 0.24 亿千瓦时，发电收入分别为 0.39 亿元、0.34 亿元、0.32 亿元和 0.06 亿元。

图表 13. 电站发电业务数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
可控装机容量（万千瓦）	3	3	3	3
发电量（亿千瓦时）	0.74	0.72	0.74	0.24
上网电量（亿千瓦时）	0.74	0.71	0.74	0.24
上网电价（元/千瓦时）	0.52	0.52	0.54	0.54

资料来源：桐庐国投

(6) 其他

除上述业务外，该公司经营还涉及安保、信息采集服务、车辆服务和摊位管理等。其中，安保业务收入规模相对较大，由子公司桐庐县保安服务有限公司负责运营，主要客户为政府机关、企事业单位、银行等，服务内容包括门卫、巡逻、守护、押运、安检等，2019-2021 年及 2022 年第一季度收入分别为 0.81 亿元、0.88 亿元、1.01 亿元和 0.19 亿元。

2020 年，该公司新增砂石销售业务。根据《关于同意授予桐庐县管辖范围内的河道砂石资源开采权的批复》，为加强桐庐县管辖范围内的河道采砂管理，维护防洪安全，提高资源再利用能力，增强公司的经营实力，桐庐县人民政府将桐庐县管辖的指定区域砂石资源开采权授予子公司桐庐城建，依法进行相关设施建设和生产经营。2020-2021 年公司砂石销售分别确认收入 0.18 亿元和 0.07 亿元，毛利率分别为-3.96%和-249.22%，其中 2021 年由于开采的河道段砂石质量较差，销售的单价较低，使得当年毛利率大幅下降。2022 年第一季度公司未实现砂石销售收入。

2021 年，该公司新增商品销售业务，主要由孙公司桐庐县土地整治开发有限公司负责，业务内容为出售用地指标，2021 年实现收入 0.59 亿元，毛利率-12.22%，亏损原因系当年出售指标较少，但发生成本较高所致。

管理

该公司为桐庐县国资委出资设立的国有独资企业，桐庐国控为唯一股东，实际控制人为桐庐县国资委。公司已建立基本的法人治理和组织管理架构，管控县内多家市政建设及国有资产运营平台，信用记录良好。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司为桐庐县国资委出资设立的国有独资企业，桐庐国控为唯一股东，实际控制人为桐庐县国资委。公司股权状况详见附录一。

(2) 公司治理

根据《桐庐县国有资产投资经营有限公司章程》的规定，该公司不设股东会，由桐庐国控行使股东会职权；公司设董事会，成员为 5 人，其中非职工代表董事 3 人，由桐庐国控委派，职工代表董事 2 人，由公司职工代表大会民主选举产生，董事会设董事长 1 人，由董事会选举产生，任期不得超过董事任期，但连选可以连任；公司设监事会，成员为 5 人，其中非职工代表 1 人，由桐庐国控委派，职工代表 4 人，由公司职工代表大会民主选举产生，监事会设主席 1 名，由全体监事过半数选举产生，监事任期每届三年，监事任期届满，连选可以连任；公司设经理，由董事会聘任或解聘，经理对董事会负责。

(3) 主要关联方及关联交易

截至 2021 年末，该公司关联交易主要体现为关联担保及对关联方的应收款项。其中与桐庐县铁路建设投资开发有限公司（以下简称“桐庐铁投”）、桐庐县交通建设有限公司、桐庐县交通发展集团有限公司（以下简称“桐庐交发”）等关联方之间的互保金额合计为 71.92 亿元。此外，公司应收关联方款项中主要为对股东桐庐国控和桐庐交通资产经营有限公司的应收款，金额分别为 6.51 亿元和 0.79 亿元。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司是桐庐县重要的城市基础设施建设和国有资产运营主体之一，具体业务由下属子公司运营，本部主要承担统筹管控职能。经过多年发展，公司已建立基本的组织架构。在部门设置方面，公司设立了综合办公室、计划财务部、融资部、投资发展部、项目前期部、工程管理部及审计部 7 个职能部门，对资金、工程、财务及行政后勤等方面进行管理。公司组织架构详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司根据管理需要制定了制度汇编，并参照执行。公司在行政、财务等方面实行制度化管理，基本能够控制公司经营活动中的主要风险，并确保公司战略目标的实现。

在财务管理方面，该公司的目标是搭建集中统一的财务管理架构、统一的

会计核算制度以及建立财务预警系统，以加强对下属子公司的财务管理和会计监督。目前，公司已通过《子公司财务负责人管理制度》明确了子公司财务负责人的职责与权利、规定了重大事项的报告制度和定期报告制度，后续将进一步通过业绩考核、人员委派、信息系统建设等加强对子公司的财务管控。

在行政管理方面，该公司制定了考勤、卫生、文件、安全保卫、重大事项集体决策等制度，规范公司员工行为及流程管理。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的 2022 年 7 月 1 日的《企业信用报告》，公司已结清贷款中存在 10 笔关注类贷款，根据公司提供情况说明，原因系相关银行将县级政府平台贷款纳入关注类别登记所致，公司未发生逾期及不良；根据子公司桐庐城投的 2022 年 3 月 15 日的《企业信用报告》，已结清贷款中存在 18 笔关注类贷款，根据桐庐城投提供情况说明，原因系相关银行将县级政府平台贷款纳入关注类别登记所致，并未发生逾期及不良；此外公司无信贷违约记录。根据 2022 年 6 月 7 日国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、全国法院失信被执行人名单信息公布与查询平台、证券期货市场失信记录查询平台信息查询结果，公司未存在异常情况。

3. 发展战略

该公司将持续定位于桐庐县城市建设、国有资产运营和资源开发主体，致力于加快推动区域经济建设进程。公司计划探索更加有效的公共资产运营体制和出资方式，尽力确保桐庐县重点建设项目、重点拆迁改造项目和重点乡镇城乡统筹项目资金需求；并通过优化资产配置，增强效益，通过合理调度资金，加强资金监管，提高使用绩效。

财务

近年来，为满足基础设施建设及对外资金拆借等需求，该公司已积累较大规模的刚性债务并持续扩张，财务杠杆进一步抬升，负债经营程度偏高，债务压力较大，且账面储备货币资金对即期债务保障程度一般。以管理费用和财务费用为主的期间费用对公司利润侵蚀严重，公司盈利对政府补贴依赖重。同时，以项目代建为主的存货及往来款仍维持较大规模，资金回笼时点不确定性很高，资金占用压力仍较大。此外，公司对外担保对象较多且规模大，整体面临一定或有损失风险。

1. 公司财务质量

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017-2019 年财务报表进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计报告。容诚会计师事务所（特殊

普通合伙) 对公司 2020-2021 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相关规定。

截至 2020 年末, 该公司纳入合并范围的子公司共 36 家, 较 2019 年末新增 2 家, 分别为新设立的蜂网控股有限公司和浙江蜂网集采信息技术有限公司; 其中蜂网控股有限公司注册资本为 1.00 亿元人民币, 公司对其直接持股 60%, 业务范围主要为技术开发、信息咨询服务等; 浙江蜂网集采信息技术有限公司注册资本为 1000 万元人民币, 公司间接持股 100%, 业务范围主要为供应链管理服务等。截至 2021 年末, 该公司纳入合并范围的子公司共 36 家, 较 2020 年末新增 1 家, 为新设立的桐庐君山融资担保有限公司, 注册资本为 1.00 亿元人民币, 公司对其直接持股 100%, 主要从事为融资担保业务等; 注销 1 家公司桐庐分水天溪管道安装有限公司, 其全部业务、资产、负债由桐庐管道承装有限公司依法承继。截至 2022 年 3 月末, 公司合并范围较 2021 年末无变化。

2. 公司偿债能力

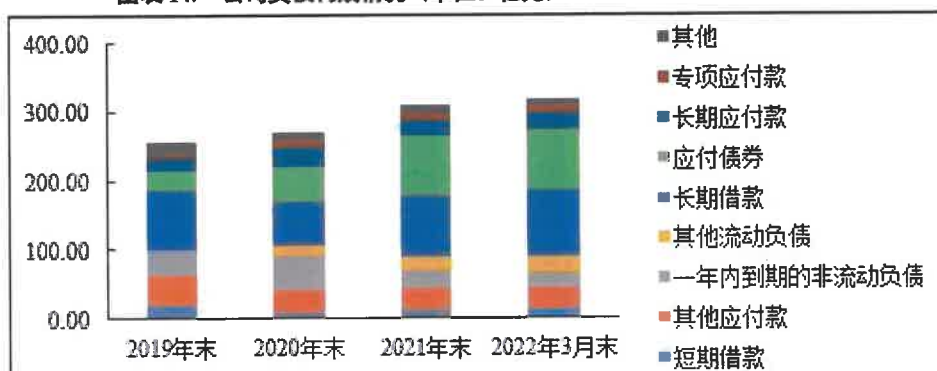
(1) 债务分析

A. 债务结构

近年来, 为满足项目建设及对外拆借资金需求, 该公司负债规模持续扩张, 2019-2021 年末及 2022 年 3 月末公司负债总额分别为 255.67 亿元、271.17 亿元、308.97 和 319.04 亿元; 资产负债率分别为 63.55%、63.15%、65.51% 和 66.26%。

该公司负债以非流动负债为主, 近年来的债务增量主要为长期融资, 2019-2021 年末及 2022 年 3 月末长短期债务比分别为 124.75%、135.64%、213.43% 和 224.43%。

图表 14. 公司负债构成情况 (单位: 亿元)



注: 根据桐庐国投提供的资料计算、绘制

从具体构成来看, 2021 年末公司负债主要构成包括刚性债务、其他应付款和专项应付款等。其中, 以借款和应付债券为主的刚性债务余额为 254.74 亿元, 占负债总额的 82.45%; 其他应付款余额为 31.66 亿元, 占负债总额的

10.25%，主要为应付桐庐县美丽城南开发有限公司、桐庐县绿水建设开发有限公司、桐庐县土地储备中心等桐庐县国有企业及政府部门款项；较上年末下降-5.32%，主要系收回部分往来款项所致；专项应付款余额为 12.00 亿元，主要为旱地改水田工程、开元街及浮桥埠区块拆迁改造工程等收到的专项资金，期末余额较上年末减少 4.96%，系工程完工冲减成本所致。此外，公司 2021 年执行新会计准则后新增合同负债科目，期末余额为 4.30 亿元，核算内容主要为预收购房款及预收商品款等。截至 2022 年 3 月末，公司负债总额为 319.04 亿元，较 2021 年末增长 3.26%，其中刚性债务余额为 267.79 亿元，占负债总额的 83.88%，较 2021 年末增长 5.05%；其他应付款余额为 29.35 亿元，较上年末下降 7.29%，主要系偿还部分往来款所致；专项应付款余额为 11.87 亿元，较 2021 年末小幅下降 1.08%。

B. 刚性债务

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 193.80 亿元、215.93 亿元、254.74 亿元和 267.62 亿元，在总负债中占比分别为 75.80%、79.63%、82.45%和 83.88%，刚性债务为公司负债的主要构成部分。同期末股东权益与刚性债务比率分别为 75.67%、73.29%、63.86%和 60.70%，呈逐年下降态势。同期末公司短期刚性债务分别为 60.74 亿元、74.26 亿元、57.44 亿元和 59.88 亿元，短期刚性债务占比分别为 31.34%、34.39%、22.55%和 22.38%；短期刚性债务现金覆盖率分别为 56.23%、45.16%、62.84%和 52.87%，公司现金类资产对短期刚性债务保障力度一般。

该公司刚性债务主要由银行及信托借款和应付债券组成。截至 2022 年 3 月末，公司银行及信托借款余额为 120.21 亿元，占公司刚性债务的 44.92%，以保证方式为主；从期限结构看，截至 2022 年 3 月末，公司银行及信托借款中短期借款及一年内到期的长期借款合计金额为 24.28 亿元，在同期末银行及信托借款总额中占比为 20.20%；从资金成本来看，公司银行及信托借款利率介于 3.95%-8.00%之间，部分信托借款融资成本偏高，形成一定财务负担。债券发行方面，公司较早拓展直融渠道，截至 2022 年 6 月 7 日，该公司存续债券余额为 132.10 亿元。此外，截至 2022 年 3 月末，以融资租赁款为主、政府专项债券资金为辅的长期应付款（含一年内到期）规模为 30.86 亿元，较 2021 年末增长 8.71%；其中一年内到期部分余额为 6.77 亿元；非标融资部分资金成本介于 5.50%-12.00%之间。

图表 15. 截至 2022 年 6 月 7 日公司合并范围内存续债券概况（单位：亿元）

债项名称	发行金额	发行日期	期限	发行利率	期末余额
17 浙桐庐国投 ZR002	2.20	2017.12.14	5 年	6.50%	2.20
19 桐庐国资 MTN001	10.00	2019.08.05	3+2 年	5.00%	10.00
19 桐庐国资 MTN002	6.00	2019.09.25	3+2 年	4.67%	6.00
20 桐庐国资 PPN001	10.00	2020.08.11	3+2 年	4.25%	10.00
20 浙桐庐国资 ZR001	4.90	2020.01.03	3 年	6.70%	4.90
20 浙桐庐国投 ZR002	2.00	2020.12.25	3 年	5.35%	2.00

债项名称	发行金额	发行日期	期限	发行利率	期末余额
20 桐资 01	10.00	2020.11.03	3 年	4.78%	10.00
21 桐资 01	10.00	2021.01.21	3 年	5.00%	10.00
21 桐庐国资 PPN001	10.00	2021.01.25	3+2 年	5.01%	10.00
21 桐投 01	15.00	2021.6.21	3+2 年	4.30%	15.00
22 桐庐国资 MTN001A	5.00	2022.4.21	3+2 年	3.55%	5.00
22 桐庐国资 MTN001B	5.00	2022.4.21	5 年	4.16%	5.00
21 桐资 D1	5.00	2021.12.03	1 年	3.50%	5.00
21 桐庐国资 CP001	10.00	2021.07.21	1 年	3.27%	10.00
22 桐庐国资 CP001	10.00	2022.05.30	1 年	2.68%	10.00
22 桐庐城投 CP001	7.00	2022.01.17	1 年	2.94%	7.00
20 桐发 01	6.00	2020.09.11	3+4 年	4.61%	6.00
21 桐发 01	4.00	2021.11.29	3+2+2 年	4.60%	4.00
合计	132.10	—	—	—	132.10

资料来源：桐庐国投

C. 或有负债

作为桐庐县重要的国有资产运营主体之一，该公司对外担保规模大，担保对象众多，面临一定的或有风险。截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 48.74 亿元，担保比率为 30.00%，被担保对象以桐庐县内国有企业为主，担保对象集中度较低。

图表 16. 截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保对象	担保余额
桐庐县美丽城南开发有限公司	8.48
浙江富春山健康城投资开发有限公司	6.75
桐庐新城发展投资有限公司	4.46
桐庐西部开发建设有限公司	4.10
桐庐卫星城建设开发有限公司	3.47
桐庐县富春科技建设投资有限公司	3.27
桐庐绿水建设开发有限公司	3.00
桐庐芦茨慢生活体验区旅游开发有限公司	2.58
桐庐飞腾公路工程有限公司	2.20
桐庐县江南镇古村落旅游开发有限公司	2.13
其他	8.29
合计	48.74

资料来源：桐庐国投

(2) 现金流分析

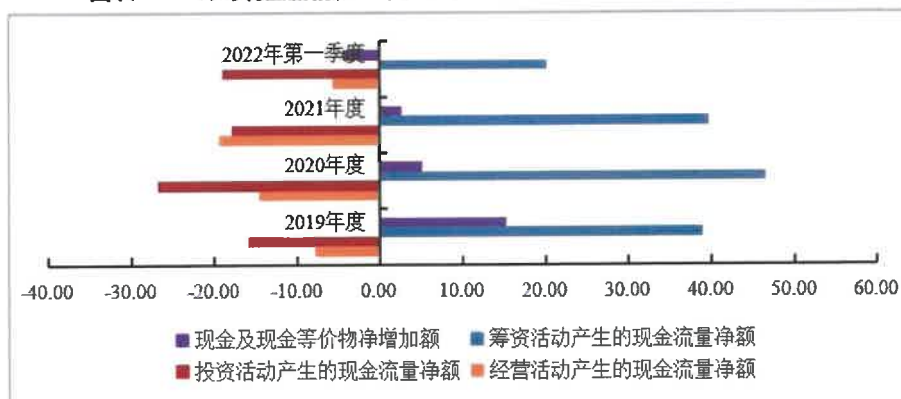
该公司水务、安保及电站发电等业务获现能力较强，但工程代建回款进度存在一定波动；2019-2021 年，公司营业收入现金率分别为 108.02%、

117.82%和 103.90%。同期，由于工程代建回款进度严重缓于建设投入进度且公司持续保持较大规模的项目投入资金流出，公司经营环节现金流基本维持净流出状态，经营活动产生的现金流量净额分别为-7.78 亿元、-14.60 亿元和 -19.32 亿元。

该公司投资环节现金收支涉及资金拆借、合伙企业股权投资和政府置换债券资金等多项活动，2019 年以来持续呈净流出状态。2019-2021 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-15.88 亿元、-26.69 亿元和-17.85 亿元。为弥补经营及投资环节资金缺口，近年来公司保持一定规模的外部筹资力度，2019-2021 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 38.96 亿元、46.44 亿元和 39.73 亿元。

2022 年第一季度，该公司营业收入现金率为 514.18%，由于仍保持较大规模的项目投入资金流出，当期经营活动产生的现金流量净额为-5.65 亿元；投资活动现金净流出 18.97 亿元，主要为公司自营在建项目资金投入以及资金对外拆借等；经营及投资活动产生的资金缺口仍依靠筹资弥补，当期公司筹资活动现金净流入 20.18 亿元。

图表 17. 公司现金流情况（单位：亿元）



注：根据桐庐国投提供的资料计算、绘制

该公司 EBITDA 主要是利润总额和列入财务费用的利息支出构成，2019-2021 年分别为 5.89 亿元、7.29 亿元和 6.72 亿元。由于公司刚性债务规模偏大，EBITDA 对利息支出和刚性债务的保障程度偏低。同时，公司经营性现金流及非筹资性现金流无法对债务偿付形成有效保障，很大程度上依赖于筹资性现金。

图表 18. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.52	0.64	0.70
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.04	0.03
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	-7.47	-12.76	-18.09
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-4.54	-7.13	-8.21
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-22.70	-36.08	-34.80
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-13.79	-20.15	-15.80

资料来源：根据桐庐国投提供的资料计算

(3) 资产质量分析

随着政府注资及经营积累，该公司资本实力持续增强，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末所有者权益分别为 146.65 亿元、158.24 亿元、162.68 亿元和 162.43 亿元。2019 年末以来公司实收资本保持不变，均为 1.80 亿元；所有者权益增量主要来自资本公积，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末公司资本公积分别为 130.22 亿元、140.37 亿元、143.47 亿元和 143.77 亿元，其中 2020 年末较 2019 年末增长 7.79%，增量主要为子公司收到财政拨款及财政资金转资本公积等；2021 年末较 2020 年末增长 2.21%系收到财政拨款 3.11 亿元计入资本公积。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，公司未分配利润分别为 12.94 亿元、14.21 亿元、15.22 亿元和 14.67 亿元。从所有者权益稳定性来看，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，公司实收资本及资本公积合计占所有者权益的比重分别为 90.03%、89.84%、89.30%和 89.62%，权益资本稳定性较高。

2019-2021 年末，该公司资产总额分别为 402.32 亿元、429.41 亿元和 471.65 亿元，其中 2021 年末资产总额较上年末增长 9.84%。从具体构成来看，公司资产主要构成包括货币资金、其他应收款、存货、固定资产、在建工程及无形资产等。2021 年末，公司货币资金余额较上年末增长 7.62%至 36.09 亿元，占资产总额的 7.65%，不存在受限货币资金。其他应收款余额较上年末增长 3.58%至 87.14 亿元，以往来款为主，暂借款对象主要包括桐庐县金融控股有限公司、桐庐县富春未来城开发建设有限公司及其他桐庐县政府单位及投资建设主体等，整体规模较大且部分款项账龄较长，资金占用压力仍较大。随着基建及保障房项目的投入，公司存货余额较上年末增长 13.43%至 264.30 亿元，主要包括以安置房开发成本投入为主的开发成本 97.38 亿元、开发产品 3.94 亿元和代建项目投入形成的合同履约成本 162.77 亿元等。固定资产余额为 10.17 亿元，较 2020 年末增长 69.07%，主要系已完工的在建工程项目转入所致，此外当年存货转入固定资产科目 1.29 亿元，系春江景苑小区部分房屋用途由对外销售改为公司自有资产持有所致。在建工程余额为 12.32 亿元，较 2020 年末增长 8.25%，主要系对桐庐第二自来水厂及配套管网建设工程、桐庐县千岛湖配水配套引水主体工程、农饮水达标提标改建工程等项目的持续投入等。无形资产余额 40.76 亿元，主要包含桐庐县人民政府向公司注入的砂石资源开采权以及公司购置的停车场收益权，较 2020 年末增长 12.97%，主要系新增购置停车场收益权。此外，近年来公司应收账款逐年减少，2021 年末较上年末下降 16.46%至 8.42 亿元，欠款方主要为卫星城公司、桐庐县市政园林绿化工程公司等。其他非流动资产较上年末增长 70.52%至 5.22 亿元，核算内容包括项目投资款 3.52 亿元和保证金 1.70 亿元，其中项目投资款主要系对杭州商学院的股权投资，由于公司未对其产生重大影响且根据新金融会计准则难以取得其公允价值，故在该科目核算。

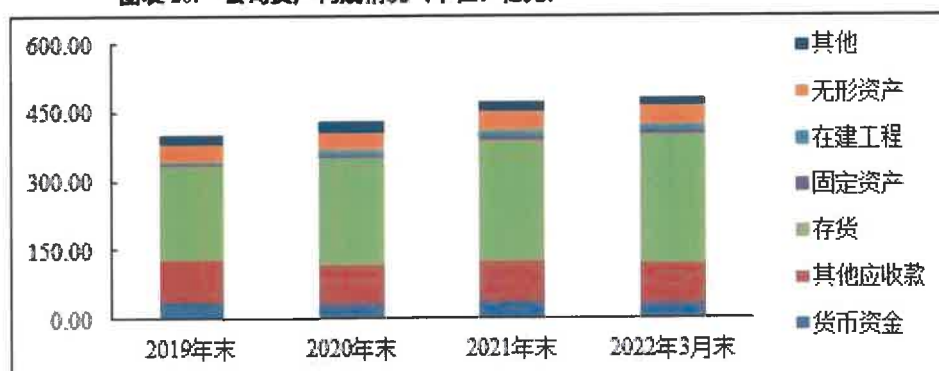
图表 19. 2021 年末公司其他应收款前五大明细

单位名称	其他应收款余额（亿元）	款项性质
桐庐县金融控股有限公司	6.97	往来款
桐庐县人民政府城南街道办事处	5.59	往来款
桐庐县小城镇环境整治有限公司	5.03	往来款
桐庐县 05、16 省道有限责任公司	4.98	往来款
桐庐县富春未来城开发建设有限公司	4.84	往来款
合计	27.42	--

注：根据桐庐国投提供的资料计算

截至 2022 年 3 月末，该公司总资产较上年末增长 2.08%至 481.47 亿元，其中货币资金较 2021 年末减少 12.28%至 31.66 亿元；应收账款较 2020 年末继续减少 33.43%至 5.61 亿元；随建设项目持续投入，存货较上年末增长 5.31%至 278.33 亿元；其他主要资产构成较上年末未发生重大变化。

图表 20. 公司资产构成情况（单位：亿元）



注：根据桐庐国投提供的资料计算、绘制

（4）流动性/短期因素

该公司资产以市政工程建设投入、安置房投入及土地等为主，相对集中于存货科目，而融资以长期借款和债券为主，因此账面反映的流动比率与速动比率处于较优水平，但实际资产流动性较大程度上依赖于政府对市政工程等的回购进度等。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末公司货币资金余额分别为 34.15 亿元、33.54 亿元 36.09 亿元和 31.66 亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为 56.23%、45.16%、62.84%和 52.87%。公司现金类资产对短期刚性债务保障力度一般。

图表 21. 公司资产流动性指标（单位：%）

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率	303.51	314.50	403.24	413.44
现金比率	30.02	29.14	36.62	32.20
短期刚性债务现金覆盖率	56.23	45.16	62.84	52.87

资料来源：根据桐庐国投提供的资料计算

截至 2022 年 3 月末，该公司因借款抵押而使得部分计入存货及固定资产

房产受限，二者的受限额合计为 11.20 亿元，在总资产中占比为 2.33%。

3. 公司盈利能力

基础设施建设和房屋销售业务是该公司营业毛利相对主要的来源，但房屋销售业务毛利随着近年来市场化拍卖情况变化而呈现波动；受结算政策及结算工程量影响，2019 年以来项目代建毛利呈一定幅度波动；公司土地开发整理业务可为公司盈利提供一定补充，但该类业务较易受桐庐县政府土地出让计划及市场行情影响，业务稳定性较弱。2020 年以来陆续新增的砂石销售、商品销售业务均亏损。2019-2021 年公司综合毛利率分别为 11.89%、7.36%和 10.47%。

该公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2019-2021 年期间费用率分别为 22.52%、22.24%和 23.12%，均高于当年毛利率水平，对公司利润形成一定侵蚀。政府补助为公司盈利的重要补充，2019-2021 年，公司获得政府补助分别为 3.10 亿元、3.03 亿元和 2.75 亿元；同期净利润分别为 1.50 亿元、1.33 亿元和 1.42 亿元。

2022 年第一季度，该公司实现毛利为 0.09 亿元，期间费用率 101.44%，净利润为-0.55 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司是桐庐县重要的基础设施建设和国有资产运营主体之一，业务较为多样，整体业务盈利能力欠佳，同时较高的期间费用对公司利润侵蚀严重，公司盈利更大程度依赖政府补贴。近年来，为满足基础设施建设及对外资金拆借等需求，公司刚性债务规模大并持续扩张，债务压力较大，且账面储备货币资金对即期债务保障程度一般；加之后续市政建设及保障房等在仍存在资金需求，公司整体资金压力大。

2. 外部支持因素

该公司作为桐庐县重要的开发建设和国有资产运营主体之一，能够持续获得桐庐县政府在资产划拨、资金注入和补助等方面的有力支持。2019 年桐庐县人民政府将管辖范围内评估价值为 35.02 亿元的河道砂石资源开采权注入到公司，使得公司资本实力进一步充实。2020 年子公司桐庐城市发展经营有限公司收到财政拨款债券资金转为资本性投入 7.50 亿元、子公司桐庐城投收到财政拨款 1.56 亿元、杭州烟草大楼无偿划入桐庐城投增加资本公积 0.61 亿元。2021 年公司及子公司收到财政拨款合计 3.11 亿元计入资本公积。此外，2019-2021 年，公司分别获得政府补贴资金（计入其他收益科目）3.10 亿元、

3.03 亿元和 2.75 亿元。

此外，该公司与多家商业银行等金融机构保持良好的合作关系，截至 2022 年 3 月末，公司合并口径银行授信总额为 161.56 亿元，其中尚未使用金额为 21.75 亿元。

本期债券偿付保障分析

品种一：由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

本期债券品种一由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中投保是经国务院批准特例试办、国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，成立于 1993 年，初始注册资本 5 亿元。2006 年根据国务院国有资产监督管理委员会 [2006]1384 号《关于国家开发投资公司和中国投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保并入国家开发投资公司（简称“国投公司”），同时增资至 30 亿元。2010 年 9 月以来，中投保引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，注册资本增至 45.00 亿元。2015 年 8 月，中投保整体改制为股份制公司，并更名为现名。2015 年 12 月，经全国中小企业股份转让系统有限公司股转系统函[2015]8134 号文件批准，中投保股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2021 年末，中投保注册资本为 45.00 亿元，其中国家开发投资公司为控股股东。中投保前五大股东持股情况见下表。

图表 22. 截至 2021 年末中投保股权结构

序号	股东名称	持股数（亿股）	出资比例（%）
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93
2	CITIC Capital Guaranty Investments Limited	5.01	11.14
3	建银国际金鼎投资（天津）有限公司	4.97	11.05
4	CDH Guardian (China) Limited	4.50	10.00
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	3.43	7.62
合计：		39.93	88.74

资料来源：中投保

截至 2021 年末，中投保经审计的合并口径资产总额为 262.56 亿元，净资产为 111.35 亿元；当年实现营业总收入 23.81 亿元，其中已赚保费 4.45 亿元，投资收益 11.99 亿元，净利润 8.07 亿元。

中投保是经国务院批准特例试办、财政部和原国家经贸委共同发起组建，国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。2021 年，中投保锚定“十四五”规划，稳步推进“一体两翼”业务架构布局，“一体”即信用增进，“两翼”即资产管理和金融科技，当年，随着公共融资类担保业务储备项目大量落地，中投保担保业务规模显著回升；中投保代偿率控制在较低

水平，且受益于较充分的反担保措施及严格的保后管理措施，历史追偿效果较好。资产管理方面，中投保成立了包括中投保信裕资产管理（北京）有限公司（简称“中投保信裕”）等在内的资产管理业务平台，通过加强合规经营，增强主动管理能力，借助良好的信誉加大产品开发和资金渠道开拓力度，使得其资产管理规模维持在一定水平。金融科技方面，中投保与蚂蚁金融服务集团、恒生电子股份有限公司联手打造的网金社（现更名为“三潭科技”）借助股东背景，在金融科技领域有所创新，并已在普惠金融行业形成一定的业务优势。在确保担保业务正常开展的前提下，中投保开展了一定规模的资金业务，目前主要分布于定期存款、基金、债券、股权投资、理财计划、委托贷款等，近年来，中投保根据《融资担保公司资产比例管理办法》有关规定逐步调整投资组合，提高货币资金、定期存款等 I 级资产占比，同时压降信托计划、委托贷款等。中投保拥有部分变现能力较强的资产，可根据代偿预期调整资产结构，整体代偿能力较强。随着担保业务的扩张以及投资业务种类的增加，中投保仍需持续加强风险控制能力。

整体来看，中投保提供的担保进一步增强了本期债券品种一的安全性。

品种二：由中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

本期债券品种二由中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中合担保成立于 2012 年 7 月，原名为中合中小企业担保股份有限公司，初始注册资本为人民币 51.26 亿元，由中国进出口银行（以下简称“进出口银行”）、JP Morgan China Investment Company Limited（以下简称“摩根大通”）、海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）、宝钢集团有限公司（现用名为中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）⁹）、海宁宏达股权投资管理有限公司（以下简称“海宁宏达”）、西门子（中国）有限公司（以下简称“西门子”）和内蒙古鑫泰投资有限公司（以下简称“内蒙古鑫泰”）共同出资组建，股东均以货币资金出资。2012 年 10 月，中合担保更名为现名。

2015 年 10 月 16 日，中合担保获股东大会批准增资扩股事宜，共计募集人民币 23.58 亿元。海宁宏达、内蒙古鑫泰和天津天海投资发展股份有限公司（现用名为海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）¹⁰）分别认购 0.80 亿股、0.60 亿股和 19.10 亿股。截至 2021 年末，中合担保注册资本为 71.76 亿元，无实际控制人，股权结构如图表 23 所示：

⁹ 2016 年 9 月 22 日，根据国务院国有资产监督管理委员会《关于宝钢集团有限公司与武汉钢铁（集团）公司重组的通知》，宝钢集团有限公司与武汉钢铁（集团）有限公司实施资产重组，宝钢集团有限公司更名为中国宝武钢铁集团有限公司，该事项已于 2016 年 11 月 17 日完成工商登记。

¹⁰ 2018 年 4 月 19 日，天津天海投资发展股份有限公司名称变更为海航科技股份有限公司。

图表 23. 截至 2021 年末中合担保股权结构

序号	股东名称	股份数额 (万股)	持股比例 (%)
1	海航科技股份有限公司	191040	26.62
2	JP Morgan China Investment Company Limited	127600	17.78
3	海航资本集团有限公司	120000	16.72
4	中国宝武钢铁集团有限公司	105000	14.63
5	海宁宏达股权投资管理有限公司	68000	9.47
6	中国进出口银行	50000	6.97
7	西门子 (中国) 有限公司	35000	4.88
8	内蒙古鑫泰投资有限公司	21000	2.93
合计		717640	100.00

注：根据中合担保提供资料整理。

2022 年 4 月 24 日，海南高院裁定确认海航集团有限公司等三百二十一家公司已执行完毕《海航集团有限公司等三百二十一家公司实质合并重整案重整计划》，中合担保第一大股东为海航科技，持股 26.62%，第三大股东为海航资本，持股 16.72%，海航资本为 321 家公司名单中企业，同时，根据海航科技发布的《海航科技股份有限公司关于实际控制人发生变更的提示性公告》，海航科技控股股东仍为海航科技集团有限公司，实际控制人由海南省慈航公益基金会变更为无实际控制人。目前，海航集团有限公司的破产重整对中合担保的影响尚不明确。新世纪评级将持续关注中合担保股权结构的变化情况及对中合担保经营等方面的影响。

中合担保是国家发展和改革委员会为落实《国务院关于进一步做好利用外资工作的若干意见》（国发【2010】9 号）关于“加快推进利用外资设立中小企业担保公司试点工作”的要求，由国家发改委推动，进出口银行、摩根大通等 7 家中外股东共同出资设立的，经营范围包括：贷款担保；债券发行担保；票据承兑担保；贸易融资担保；项目融资担保；信用证担保；诉讼保全担保；投标担保，预付款担保，工程履约担保，尾付款如约偿付担保及其他合同履行担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问及其他中介服务；以自有资金进行投资；为其他融资性担保公司的担保责任提供再担保；以及符合法律、法规并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。2016 年增资事项完成后，中合担保注册资本增至 71.76 亿元，是国内注册资本最大的担保机构之一，具有较强的资本实力。

截至 2021 年末，中合担保经审计的合并口径资产总额为 83.55 元，期末在保余额 423.25 亿元，净资产为 73.13 亿元，融资担保责任余额为 342.35 亿元，融资担保责任余额的净资产放大倍数为 4.70 倍；2021 年度，中合担保实现营业收入 5.91 亿元¹¹，其中担保业务净收入 3.96 亿元，已赚保费 3.89 亿元，投资收益 2.06 亿元，实现净利润 1.58 亿元。

近年来，受宏观经济增速放缓影响，民营及中小企业的经营环境恶化，

¹¹ 中合担保营业收入包括已赚保费、投资收益、公允价值变动损益、汇兑损益、其他收益和其他业务收入，其中已赚保费为担保业务收入扣除分出保费和提取未到期责任准备金所得。

中合担保代偿规模虽维持在较高水平，但呈现略微下降的态势，已代偿的项目虽大部分提供了反担保措施，但由于抵质押房产土地和股权质押的处置仍存在不确定性，中合担保面临较大的追偿压力。2021 年，中合担保的担保发生额较上年有所增加，但由于解保金额较大，担保业务规模有所下降，融资性担保责任放大倍数有所降低。此外，中合担保地方政府融资平台债券担保业务占比高，相关业务担保期限长，担保金额大，客户集中度水平较高，易受地方政府融资平台相关政策的影响。中合担保将闲置资金主要用于高流动性和固定收益类产品投资。根据《资产比例管理办法》的要求，中合担保主动压降股权及非标等 III 级资产比例，增加高流动性资产占比，但仍需关注对外投资的安全性。2021 年，中合担保营业收入水平与上年基本持平；受资产质量拖累，信用减值损失计提规模仍维持高位，但较上年显著下降，使得中合担保财务表现显著好于上年，实现扭亏为盈。

整体来看，中合担保提供的担保有助于增强本期债券品种二的偿付安全性。

评级结论

该公司是桐庐县重要的基础设施建设和国有资产运营主体之一，业务较为多样，工程代建为公司业务收入的主要来源，同时该类业务已投入较大资金，预计回收周期较长，加之在建项目仍存在资金需求，公司仍面临一定投融资压力；土地开发整理业务易受桐庐县政府土地出让计划及市场行情影响，存在较大的不确定性；受政府指导及区域内房地产市场行情因素影响，房产销售进度缓慢；自来水及污水处理、安保、发电及工程结算等业务经营相对稳定。

近年来，为满足基础设施建设及对外资金拆借等需求，该公司已积累较大规模的刚性债务并持续扩张，财务杠杆进一步抬升，负债经营程度偏高，债务压力较大，且账面储备货币资金对即期债务保障程度一般。以管理费用和财务费用为主的期间费用对公司利润侵蚀严重，公司盈利对政府补贴依赖重。同时，以项目代建为主的存货及往来款仍维持较大规模，资金回笼时点不确定性很高，资金占用压力仍较大。此外，公司对外担保对象较多且规模大，整体面临一定或有损失风险。

中投保和中合担保分别为本期债券品种一和品种二提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，能够有效增强本期债券品种一和品种二的偿付安全性。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

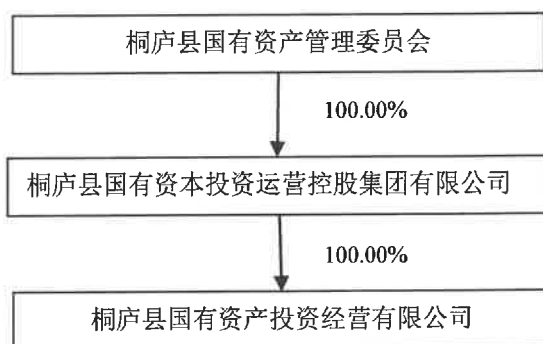
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

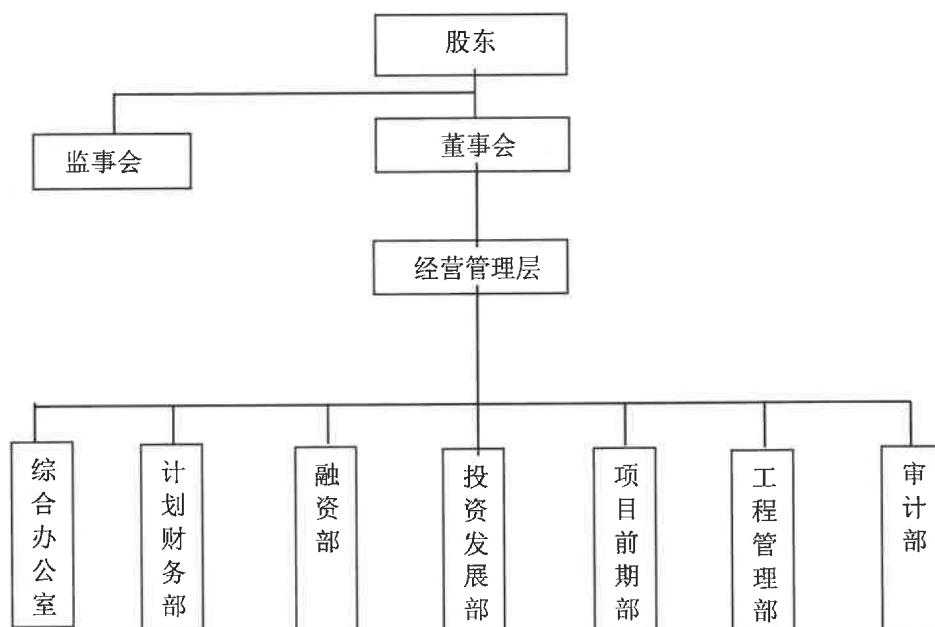
公司股权结构图



注：根据桐庐国投提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据桐庐国投提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

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 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金流 净流入量 (亿元)	
桐庐县国有资产投资经营有限公司	桐庐国投	—	基础设施建设，土地开发等	116.44	66.88	0.14	0.12	2.49	单体口径
桐庐县城市建设投资集团有限公司	桐庐城投	100.00	综合	87.92	81.15	6.15	0.93	-5.73	合并口径
桐庐滨江建设有限公司	滨江建设	80.77	县城范围内政府保障类住房建设开发	2.47	5.17	1.08	1.18	4.18	单体口径
桐庐县富春江全域建设开发有限公司	全域公司	100.00	土地开发、旧城改造等	20.58	5.90	1.02	-0.09	-5.43	单体口径

注：根据桐庐国投提供资料整理

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	2022 年 第一季度
资产总额 [亿元]	402.32	429.41	471.65	481.47
货币资金 [亿元]	34.15	33.54	36.09	31.66
刚性债务[亿元]	193.80	215.93	254.74	267.62
所有者权益 [亿元]	146.65	158.24	162.68	162.43
营业收入[亿元]	12.14	9.92	9.57	0.70
净利润 [亿元]	1.50	1.33	1.42	-0.55
EBITDA[亿元]	5.89	7.29	6.72	—
经营性现金净流入量[亿元]	-7.78	-14.60	-19.32	-5.65
投资性现金净流入量[亿元]	-15.88	-26.69	-17.85	-18.97
资产负债率[%]	63.55	63.15	65.51	66.26
长短期债务比[%]	124.75	135.64	213.43	224.43
权益资本与刚性债务比率[%]	75.67	73.29	63.86	60.70
流动比率[%]	303.51	314.50	403.24	413.44
速动比率[%]	123.54	111.81	134.94	130.23
现金比率[%]	30.02	29.14	36.62	32.20
短期刚性债务现金覆盖率[%]	56.23	45.16	62.84	52.87
利息保障倍数[倍]	0.46	0.52	0.54	—
有形净值债务率[%]	233.55	223.85	255.07	263.87
担保比率[%]	—	37.36	29.96	30.00
毛利率[%]	11.89	7.36	10.47	13.15
营业利润率[%]	14.58	16.18	15.96	-89.09
总资产报酬率[%]	1.45	1.42	1.14	—
净资产收益率[%]	1.15	0.87	0.88	—
净资产收益率*[%]	1.10	0.89	0.90	—
营业收入现金率[%]	108.02	117.82	103.90	514.18
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-7.47	-12.76	-18.09	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-4.54	-7.13	-8.21	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-22.70	-36.08	-34.80	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-13.79	-20.15	-15.80	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.52	0.64	0.70	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.03	—

注：表中数据依据桐庐国投经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

中投保主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2019 年	2020 年	2021 年
实收资本（亿元）	45.00	45.00	45.00
股东权益（亿元）	106.67	116.42	111.35
总资产（亿元）	265.13	258.52	262.56
货币资金（亿元）	57.68	12.42	27.57
风险准备金（亿元）	12.68	29.94	26.45
营业收入（亿元）	22.97	38.95	23.81
担保业务收入	1.78	2.16	9.99
营业利润（亿元）	9.70	12.52	10.32
净利润（亿元）	8.31	8.34	8.07
平均资本回报率（%）	8.95	3.82	8.21
风险准备金充足率（%）	2.53	8.11	5.62
融资性担保放大倍数（倍）	3.24	3.67	4.94
担保发生额（亿元）	87.70	192.03	-
期末担保余额(亿元)	501.67	480.03	634.62
当期担保代偿率（%）	0.28	0.15	0.00
代偿回收率（%）	2.76	1.90	0.37
担保损失率（%）	0.00	1.00	0.84

注 1：根据中投保经审计的 2019-2021 年财务数据以及相关期间业务数据整理计算；
注 2：融资性担保放大倍数由中投保计算并提供。

附录六：

中合担保主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2019 年	2020 年	2021 年
实收资本（亿元）	71.76	71.76	71.76
股东权益（亿元）	80.79	73.05	73.13
总资产（亿元）	101.94	83.78	83.55
货币资金（亿元）	1.21	5.15	5.85
风险准备金（亿元）	28.69	26.02	19.08
营业收入（亿元）	10.22	5.91	5.91
担保业务收入（亿元）	7.58	5.92	3.96
营业利润（亿元）	0.20	-9.36	1.88
净利润（亿元）	0.29	-6.52	1.58
平均资本回报率（%）	0.35	-8.48	2.16
风险准备金充足率（%）	4.21	5.10	5.57
担保放大倍数（倍）	-	-	-
担保责任放大倍数（倍）	8.28	7.01	4.70
担保发生额（亿元）	39.46	29.44	37.84
期末担保余额(亿元)	837.04	626.28	423.25
期末融资担保责任余额（亿元）	681.45	510.38	342.35
累计担保代偿率（%）	5.66	5.24	4.36
累计代偿回收率（%）	22.85	26.14	26.06
累计代偿损失率（%）	0.74	23.69	45.80

注 1：根据中合担保经审计的 2019-2021 年财务数据及相关期间业务数据整理计算；

注 2：担保放大倍数和担保责任放大倍数由中合担保计算并提供。

附录七：

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%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×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%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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

附录八：
担保方财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
平均资本回报率	净利润/[(上期末股东权益+本期末股东权益)/2] ×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末融资担保责任余额×100%
累计担保代偿率	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
累计代偿损失率	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注：上述指标计算以担保方合并财务报表数据为准。

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。

评级声明

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尽职调查和诚信义务，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。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，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、出售或以任何方式外传。

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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于2015年11月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。