



云和县国有资本运营有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2023]跟踪 1535 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对该受评对象提供了绿色债券评估服务，经审查不存在利益冲突的情形。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	云和县国有资本运营有限公司	AA-/稳定
本次跟踪担保主体及评级结果	浙江省融资担保有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“22 云和国资债/22 云和债”	AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，该债项级别充分考虑了浙江省融资担保有限公司（以下简称“浙江省融担”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际认为，随着经济财政实力的提升，云和县政府的潜在支持能力增强；云和县国有资本运营有限公司（以下简称“云和国资”或“公司”）系云和县最重要的地方投融资平台，与云和县政府维持高度的紧密关系。中诚信国际预计，云和国资委托代建等业务仍将保持较强的竞争力，自有资本实力将提升；同时，需关注投融资压力、资产流动性弱、经营性现金流呈持续净流出及子公司股权划出一定程度上削弱公司自有资本实力对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，云和县国有资本运营有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：区域经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性。

可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

正 面

- **地位突出、业务可持续性较强。**公司系云和县最重要的基础设施和国有资产运营主体，委托代建、安置房、水务、客运等业务具有很强的区域专营性，业务可持续性较强。
- **财务杠杆水平较低。**截至2022年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为43.25%和19.33%，处于较低水平。
- **有效的偿债担保措施。**本次债券由浙江省融担提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，该担保措施对债券的还本付息起到了很强的保障作用。

关 注

- **面临一定的投融资压力。**公司在建及拟建项目较多，尚需投资规模较大，公司面临一定的投融资压力。
- **资产流动性弱、经营性现金流呈持续净流出。**公司资产中存货占比较高，其主要为受托代建项目建设成本，回购缓慢导致资产流动偏弱；同时回购等资金流入无法弥补代建项目建设投入，经营性现金流呈持续净流出。
- **子公司划出一定程度上削弱公司自有资本实力。**跟踪期内，受区域平台整合影响，公司子公司云和县工投经济开发有限公司100.00%股权、云和县农旅投资运营有限公司100.00%股权无偿划出，一定程度上削弱公司自有资本实力。

项目负责人：米玉元 yymi@ccxi.com.cn

项目组成员：潘熠科 ykpan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021) 60330991

财务概况

云和国资（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	102.37	113.19	105.46
经调整的所有者权益合计（亿元）	72.20	78.98	59.84
负债合计（亿元）	30.17	34.20	45.62
总债务（亿元）	5.34	7.21	14.34
营业总收入（亿元）	3.32	3.01	3.22
经营性业务利润（亿元）	1.11	1.18	1.45
净利润（亿元）	3.28	1.18	1.17
EBITDA（亿元）	1.39	1.44	1.83
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-4.51	-8.91	-13.32
总资本化比率（%）	6.89	8.36	19.33
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.88	7.77	5.35

注：1、中诚信国际根据云和国资提供的其经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年度三年连审审计报告、2021 年审计报告和 2022 年审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

担保主体概况数据

浙江省融担（合并口径）	2020	2021	2022
总资产（亿元）	53.80	56.47	59.26
所有者权益（亿元）	50.87	50.99	51.35
在保责任余额（亿元）	40.16	102.32	195.93
净利润（亿元）	0.21	0.12	0.36
平均资本回报率（%）	0.42	0.24	0.70
累计代偿率（%）	0.00	0.26	1.01

注：1、数据来源为浙江省融担提供的经审计的 2020~2022 年审计报告；2、本报告所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

评级历史关键信息

云和县国有资本运营有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	22 云和国资债/22 云和债（AAA）	2022/12/02	米玉元、孙静	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型	阅读全文

注：中诚信国际口径。

同行业比较（2022 年数据）

项目	云和国资	泾县国投	潜山投资
最新主体信用等级	AA-	AA-	AA-
地区	云和县	宣城市泾县	安庆市潜山市
GDP（亿元）	95.14	155.2	237.19
一般公共预算收入（亿元）	8.8	16.58	11.08
经调整的所有者权益合计（亿元）	59.84	45.89	99.16
总资本化比率（%）	19.33	43.35	51.67
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	5.35	0.6	1.03

注：1、泾县国投系“泾县国有资产投资运营有限公司”的简称；潜山投资系“潜山市潜润投资控股集团有限公司”的简称；2、潜山投资财务指标使用公开数据计算得出，EBITDA 利息覆盖倍数使用 2021 年数据。

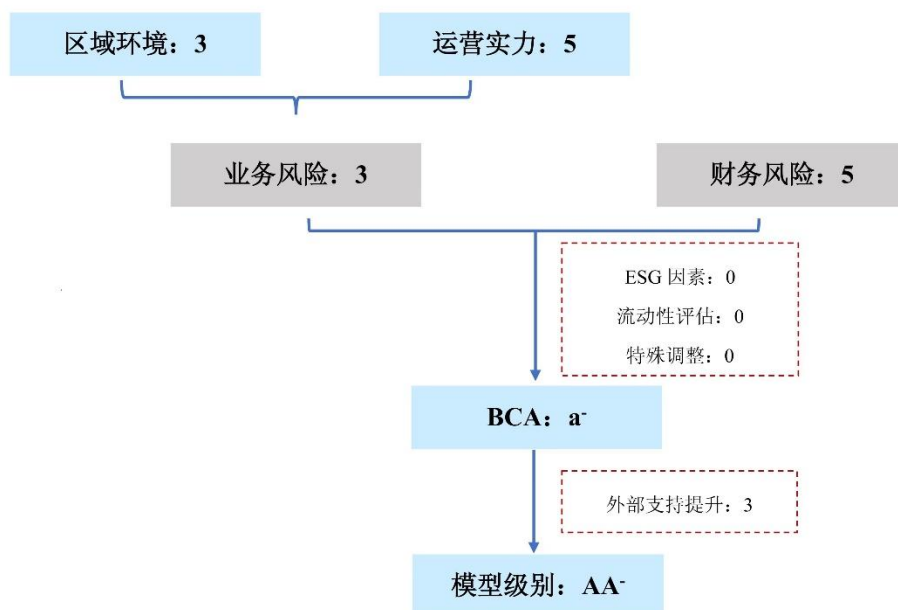
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
22 云和国资债/22 云和债	AAA	AAA	2022-12-02	1.60	1.60	2022/12/29~2029/12/29	调整票面利率，回售，提前偿还

● 评级模型

云和县国有资本运营有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型（C220000_2022_03）

■ 业务风险：

中诚信国际认为，云和县区域环境一般，但云和国资代建、安置房、供水和客运等业务在区域内具有一定垄断性，业务稳定性和可持续性较强。但是，云和国资在建及拟建的代建项目和安置房项目尚需投资额较大，且项目财政拨款覆盖程度较低，公司面临一定的资金压力；同时，受部分子公司股权划出影响，公司代建和安置房业务区域有所收缩。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，云和国资资本结构良好，债务负担较轻，EBITDA 利息保障倍数处于较好水平，偿债能力很强；但公司资产中代建项目投入形成的存货占比较高，回购缓慢导致资产流动性偏弱。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对云和国资个体基础信用等级无影响，云和国资具有 a- 的个体基础信用评估等级，反映了其较高的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，云和县政府较强的支持能力且对公司支持意愿强，主要体现在云和县较强的经济财政实力和增长能力；云和国资系云和县最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，成立以来持续获得政府在股权划转、资金注入等方面的大力支持，具备很高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“22 云和国资债/22 云和债”募集资金 1.60 亿元，均用于云和县智慧交通物流汽车服务综合体。截至 2023 年 6 月 19 日，募集资金已使用 0.04 亿元。募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致，且符合国家规定。

重大事项

2023 年 4 月 28 日，云和国资对外发布《云和县国有资本运营有限公司关于控股股东发生变更的公告的公告》（以下简称“控股股东变更公告”）和《云和县国有资本运营有限公司关于子公司无偿划转的公告》（以下简称“子公司无偿划转公告”）。其中控股股东变更公告称，根据 2022 年 12 月 13 日云和县国资办出具的《云和县国有资产监督管理办公室关于同意云和县国有资本运营有限公司等 3 家公司股权无偿划转的批复》（以下简称“云和县国资办批复”），云和县国有资产管理委员会办公室将其持有的公司 100.00% 国有股权无偿划转至云和县富云国有资产投资集团有限公司（以下简称“富云国资”），公司控股股东变更为富云国资。子公司无偿划转公告称，根据云和县国资办批复，公司将下属子公司云和县工投经济开发有限公司（以下简称“工投公司”）100.00% 股权、云和县农旅投资运营有限公司（以下简称“农旅公司”）100.00% 股权无偿划转至富云国资。

截至 2022 年末，公司注册资本和实收资本均为 1.50 亿元，唯一股东为富云国资，实际控制人仍为云和县人民政府。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财

政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

云和县系丽水市下辖的九个县区之一，地处浙江省西南部，县域总面积 989.6 平方公里，辖 4 街道 3 镇 3 乡、168 个行政村。截至 2022 年末，全县常住人口 12.74 万人。云和县系丽水市下辖九个县区中区划面积最小、人口最少的县。

“九山半水半分田”的地形赋予云和县集“山水林田湖”于一体的独特资源，境内自然旅游资源丰富，云和梯田列入国家 5A 级旅游景区创建名单，仙宫景区是国家 4A 级景区。同时，云和县森林覆盖率超过 80%，木制玩具产业发达，系云和县的传统产业、优势产业和支柱产业，云和县为国内规模最大、品种最多的木制玩具创制和出口基地。

近年云和县经济实力整体保持增长，但 2022 年受国内外经济环境影响，GDP 规模小幅下降。财政实力方面，云和县财政实力有所提升，一般公共预算收入稳步增长，税收收入占比较高；同时，政府性基金收入是云和县地方政府财力的重要补充，近年来保持平稳增长。从收支平衡来看，近年来云和县一般公共预算收入无法对预算支出形成覆盖，财政自给能力较弱。再融资环境方面，云和县广义债务率处于全市中游水平，同时区内城投企业的融资主要依赖银行，融资渠道较为单一。

表 1：近年来云和县地方经济财政实力

项目	2019	2020	2021	2022
GDP（亿元）	82.93	86.99	98.06	95.14
GDP 增速（%）	13.5	5.8	9.6	-4.1
人均 GDP（万元）	7.21	--	7.59	7.43
固定资产投资增速（%）	13.1	8.3	12.0	15.3
一般公共预算收入（亿元）	6.43	8.14	8.79	8.80
政府性基金收入（亿元）	9.72	10.54	12.53	12.47
税收收入占比（%）	82.43	91.52	81.11	75.00
公共财政平衡率（%）	21.15	24.67	25.46	23.18

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：云和县财政局，中诚信国际整理

表 2：2022 年丽水市下属区县（市）经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
丽水全市	1,830.87	--	72,812.00	--	170.86	--
莲都区	483.18	1	85,217.00	2	59.90	1
缙云县	301.51	2	74,355.00	5	21.35	3
青田县	279.39	3	54,623.00	9	22.16	2
遂昌县	172.75	4	88,819.00	1	15.28	5
龙泉市	170.32	5	68,266.00	7	11.54	6
松阳县	142.98	6	69,745.00	6	10.03	7
云和县	95.14	7	74,331.00	4	8.80	8
景宁县	93.24	8	84,378.00	3	15.90	4
庆元县	92.65	9	65,019.00	8	5.91	9

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍为云和县最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，基础设施建设、水务等业务领域具有很强的区域专营性，业务稳定性和可持续性较强。

需要关注的是，公司在建及拟建项目尚需投资额超过 120 亿元，且项目配套的财政资金覆盖程度尚较低，未来面临较大的融资压力；同时，公司大量资金沉淀于代建项目投资成本形成的存货中，存在一定资金回收压力，且随着农旅公司的划出，公司安置房业务不具有持续性。

表 3：2020-2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程代建	1.79	53.85	7.43	0.72	23.97	5.22	0.31	9.53	5.22
房产销售	0.25	7.54	6.46	0.66	21.87	30.15	0.58	18.17	-89.58
水务	0.21	6.41	34.67	0.19	6.45	11.74	0.18	5.64	34.22
工程施工	0.45	13.58	27.66	0.80	26.50	16.12	0.96	29.78	27.30
保安服务费	0.13	4.01	27.19	0.13	4.39	27.41	0.16	4.83	21.72
农业销售	0.04	1.14	17.57	0.05	1.64	19.68	0.20	6.18	4.72
租赁	0.10	3.14	68.16	0.14	4.52	63.71	0.11	3.55	41.83
客运	0.08	2.34	-87.56	0.08	2.61	-89.14	0.06	2.00	-134.48
其他服务	0.17	5.20	50.46	0.12	4.10	38.53	0.42	13.03	-12.96
其他	0.09	2.79	58.82	0.12	3.97	67.02	0.23	7.30	72.96
营业收入/毛利率合计	3.32	100.00	16.11	3.01	100.00	19.19	3.22	100.00	-1.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

委托代建业务

作为云和县最重要的基础设施建设主体，公司在区域内具有较强的专营性，承担了区域内大部分基础设施和土地开发业务，在建及拟建项目投资规模较大，业务竞争力较强且可持续性较好，但融资压力较大；同时垫付模式下导致公司投入资金大量沉淀于存货中，面临一定资金回收压力。

跟踪期内，公司委托代建业务涉及基础设施和土地开发整理，基础设施建设业务主要由子公司云和城建、云和顺通建设有限公司（云和交投下属子公司，以下简称“顺通建设”）及云和县水利发展有限公司（云和城投下属子公司，以下简称“水利发展”）负责。其中云和城投主要负责城区城市基础设施建设及改造升级；顺通建设主要负责客运站、农村道路改建等基础设施建设；水利发展主要负责供水设施、河道疏浚等市政工程的代建管理。土地开发业务则主要由云和城投负责。

业务模式方面，公司接受云和县财政局的委托，与其签订《委托代建模式建设的框架协议》，承接云和县基础设施建设及受托地块的土地开发业务。公司根据《委托代建协议》的约定进行工程项目施工管理，项目建设资金主要来自财政拨款和自筹；在项目竣工后按要求办理竣工决算，在项目符合移交条件后进行移交，委托方在项目移交后，根据审定金额向公司支付工程款，前期有项目拨款的，按冲减后的金额支付。

从业务开展情况来看，受项目承接以及完工进度影响，项目结算较少，2022 年共有 2018 城市污水-人民路（公安水库-中山东路）、2019 城市污水-府东路污水管网改造工程和木玩乐园改造提升工程（二期）3 个项目结算收入，收入确认有所下滑。目前公司代建项目以道路和土地整理为主，后期将围绕云和湖及木制玩具产业进行开发建设，包括生态康养项目和产业载体，拟建项目储备量大，业务持续性较好，但也存在较大资金缺口，融资压力较大的情况。已竣工移交的代建项目，确认收入的同时冲减前期项目拨款形成的长期应付款（专项应付款），在长期应付款（专项应付款）未冲抵完前不产生应收款项。截至 2022 年末代建项目投资形成的合同履约成本为 53.78 亿元，代建项目的财政拨款余额为 15.56 亿元，财政拨款对项目建设投入的覆盖程度较低，公司大量资金沉淀于代建项目中，对整体资产的流动性和收益性有一定影响。

表 4：截至 2022 年末公司主要委托在建项目情况（亿元）

序号	项目名称	计划投资额	累计已投资
1	云和县未来社区小徐区块项目	11.44	6.85
2	云龙二期（新殿垟至龙门段）	5.16	3.35
3	后交二期（崇头至蚕头）	2.67	1.89
4	大坪幼儿园及云和县城南九年一贯制学校工程（二期）	1.56	2.04
5	大庆寺三期	3.95	1.69
6	南门东区块	2.3	1.62
7	农技站区块综合改造	2.32	1.60
8	A 区块大庆寺一期	1.6	1.57
9	235 国道云和段及连接线工程	29.76	2.09
10	D 区块下前溪	2.3	1.21
11	解放街（一期）拆迁安置区土地整理	2.05	1.16
12	白水区块	1.35	1.02
13	大庆寺二期	3.52	0.99
14	紧水滩引调水工程	2.35	1.37
15	53 省道城南安置区	2.16	0.77

16	水利工程代建项目	2.32	0.62
17	云和县城市防洪工程	0.89	0.54
合计		77.00	30.38

注：部分项目实际投资额可能大于概算金额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2022 年末公司主要委托代建拟建项目情况（亿元）

序号	项目名称	建设期间	计划投资额
1	木制玩具创业孵化基地建设项目	2023-2025	10.00
2	云和湖生态康养项目	2023-2031	50.00
3	仙宫景区提升项目	2023-2024	2.00
4	木玩产业创新综合体	2023-2025	8.60
5	小顺区块旅游开发项目	2023-2026	3.00
6	云和县龙泉溪云和段综合治理工程	2023-2027	7.00
合计		--	80.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

安置房业务

公司是云和县发改局批复确定的安置房项目实施主体，“十四五”期间云和县将全力推进城市有机更新，滚动推进棚户区和老旧小区改造，对公司安置房业务形成一定支撑，但跟踪期内，公司安置房业务主要运营主体被无偿划出，短期内对公司安置房业务形成一定负面影响。

公司过往年度安置房业务板块运营单位包括云和县新农村建设有限公司（以下简称“云和新农村”）、云和县房屋与土地征收有限公司（以下简称“房屋与土地征收公司”）及云和县云隆文化创意有限公司（以下简称“云隆公司”）。业务模式方面，子公司由云和县发改局批复确定为项目主体，开展安置房建设，项目资金来源为自筹。公司安置房项目在建设期间视开发进度安排销售，主要销售对象为按区域安置房相关规定有资格购买安置房的拆迁安置户等。

2022 年 12 月，安置房主要运营主体子公司云和新农村 100% 股权（云和新农村系云和农旅子公司，2022 财务报告包含全年营收）被无偿划出，云和新农村负责的安置房包括大坪一期至三期、集镇安置房等。云和新农村系公司安置房收入的主要来源，随着云和新农村的划出，短期内对公司安置房业务形成一定负面影响。

公司尚存安置房运营主体为云隆公司和房屋与土地征收公司。云隆公司负责木玩文化创意产业基地建设及房屋拆迁服务等工作；房屋与土地征收公司负责常规的棚户区、老旧小区等的拆迁安置业务，展业范围为云和县城城区。截至 2022 年末，房屋与土地征收公司 2022 年在建项目为云和县城东路 53 省道城南区块房屋征收安置区工程（二期）；拟建项目为云和县迁建安置区（原州汽校地块）有土安置区工程（二期）；云隆公司在建项目为原百货商场，暂无拟建项目。“十四五”期间，云和县将全力推进城市有机更新，滚动推进棚户区和老旧小区改造，对公司业务形成一定支撑。

表 6：截至 2022 年末公司主要在售安置房项目情况（平方米、万元）

时间	项目名称	总面积	当期出售面积	确认收入	已收回金额
2020 年	大坪一期	34,154.99	180.77	54.45	54.45
	大坪二期	53,918.06	3,077.02	1,034.28	1,034.28
	大坪三期	20,135.98	4,452.87	1,414.51	1,414.51

	小计	108,209.03	7,710.66	2,503.24	2,503.24
2021 年	大坪一期	34,154.99	427.69	180.76	180.76
	大坪二期	53,918.06	4,574.36	2,248.94	2,248.94
	大坪三期	20,135.98	8,941.50	4,154.94	4,154.94
	小计	108,209.03	13,943.55	6,584.64	6,584.64
2022 年	大坪一期	34,154.99	0.00	0.00	10,891.69
	大坪二期	53,918.06	2,960.51	3,507.79	19,012.35
	大坪三期	20,135.98	0.00	0.00	7,872.82
	原百货商场	8,202.12	1,796.65	1,098.14	1,066.95
	集镇安置房	--	--	1,241.08	1,241.08
	小计	116,411.15	4,757.16	5,847.01	40,084.89

注：原百货商场负责主体为云隆公司；集镇安置房负责主体为云和县崇头集镇建设发展有限公司（2022 年底已划出公司）。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：截至 2022 年末公司主要在建、拟建安置房项目情况（亿元、万平方米）

	项目名称	建设期间	总投资	累计已投资
在建	云和县城东路 53 省道城南区块房屋征收安置区工程（二期）	2021-2023 年	8,018.64	3,305.80
在建	原百货商场	2021-2023 年	10,497.73	8,679.88
拟建	云和县迁建安置区（原州汽校地块）有土安置区工程（二期）	2022-2024 年	910.00	0
合计		--	19,426.37	11,985.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水务业务

作为云和县最主要的自来水供应商，公司近年来水务收入平稳，同时公司在云和县城自来水管网中拥有从取水、水处理到水供应的垄断地位，该项业务具有较强的竞争力及可持续性。

跟踪期内，水务业务仍由云和城投下属水务公司负责运营，服务区域涵盖云和城区及所辖部分乡镇，公司系云和县最主要的自来水供应企业，具有较强的业务竞争力。

公司自来水主要取自雾溪水库，雾溪水库原水质量均在二类水及以上，保证了稳定的水质量及较低的水处理成本。公司拥有水厂 1 座，设计供水能力 4 万吨/天，供水能力尚有余量。2022 年，随着城乡供水一体化的不断推进，终端用户数增长 2,000 余户。

水费标准由云和县政府制定，自 2016 年执行新的供水价格后未有变化。2022 年公司水务业务实现 1.8 亿元收入，有一定下滑，主要系供水设备安装费的减少，剔除后水费收入仍实现增长。同时，随着上年管网的大规模维修，跟踪期管网维修支出相对较少，水务业务毛利率大幅回升。

拟建项目方面，为应对逐年增加的用水量，公司计划新建一座 10 万吨水厂，目前正处于前期方案制定中，计划总投资 2 亿左右，预计于 2023 年底完成可研批复，2025 年之前开工建设。此外，由于前期水管以钢制管、水泥管为主，老旧程度高导致漏损多，使得公司自来水产销差率一直维持在 20%以上的较高水平。

表 8：云和县自来水价格情况

项目名称	划分标准	最新价格	开始实行时间
居民生活用水	用水量≤300 吨/年	1.9 元/吨	2016 年 1 月
	用水量≥301 吨/年且≤420 吨/年	2.85 元/吨	
	用水量≥421 吨/年	3.80 元/吨	

非居民生活用水	第 1 档：国家机关、事业单位	2.05 元/吨	2016 年 1 月
	第 2 档：化工、印染行业中属高污染或高水耗的工业企业	2.05 元/吨	
	第 3 档：电镀、造纸、制革前道行业中属高污染或高水耗的工业企业	2.05 元/吨	
特种行业用水	第 1 档：高尔夫球场、桑拿、水疗等用水	2.35 元/吨	2016 年 1 月

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：2020~2022 公司供水业务主要指标

项目	2020 年	2021 年	2022 年
水厂数量（个）	1	1	1
日供水能力（万吨/日）	4	4	4
供水量（万吨）	1,100	1,083	1,174
售水量（万吨）	802	840	878
管网长度（公里）	195	201	201
终端用户户数（户）	35,362	36,790	39,037
产销差率（%）	21.86	22.40	25.17
水费回收率（%）	98	99	99

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务

公司其他业务较为多元，对公司收入形成较好补充，并能在一定程度上分散经营风险。

除委托代建、安置房和水务外，公司还从事工程施工、客运服务、物业租赁、保安服务和旅游服务等其他服务。

工程施工方面，主要由子公司云和县永盛公路养护工程有限公司负责经营，主要承接来自云和县交通运输中心及省道指挥部等政府单位的道路养护、农村路改建、道路安防工程、公路养护等，具有路基路面养护乙级资质。2022 年，区域内大中修工程较多，工程施工收入大幅增长。

客运服务方面，公司孙公司云和县公交客运有限公司（以下简称“公交公司”）承担云和县城范围内公交客运业务，业务垄断性强。截至 2022 年末，公交公司共有车辆 31 辆，运营公交线路 9 条，线路总里程 146 公里。公交服务具有一定的公益性，2022 年共收到 0.005 亿元财政补贴。

物业租赁方面，公司本部及下属子公司拥有部分闲置的办公楼、商铺用于出租，租赁合同一般以中长期为主，租赁客户以个体工商户为主，租赁单价基本为市场价。截至 2022 年末，公司租赁物业可供出租面积为 25.06 万平方米，已出租面积为 23.76 万平方米，整体出租率约为 95%。公司物业租赁收入整体比较稳定，出租物业面积的及出租率的稳中有升。

保安服务方面，2022 年实现收入 1,554 万元，同比有一定增长。云和县邦宁保安服务有限公司随母公司云和农旅划出后，该业务收入不再计入公司。

旅游服务方面，公司拥有“老云和”（采真里）4A 级景区。2022 年其他服务收入规模为 4,200 万元，同比有所回升。同时，中诚信国际关注到，公司已将“老云和”（采真里）4A 级景区截至 2031 年 12 月底前的收益权用于银行借款质押。

此外，为进一步拓展经营性收入，公司进行自营项目建设。公司目前主要在建项目为木玩童话小镇项目。该项目于 2019 年 10 月开工建设，计划总投资额为 10.72 亿元，截至 2022 年末累计已投资 4.21 亿元，后续还有一定资本支出需要。项目建设内容主要包括主题公园、创意园、酒店、商业综合体等，后续计划通过旅游收入、木玩体检收入、文化表演收入、租赁收入、停车场收入以

及广告收入等实现项目收益。此外，公司拟建项目即募投项目—云和县智慧交通物流汽车服务综合体项目，计划总投资为 4.00 亿元。现在正处于施工前期准备阶段。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，公司的财务风险处于较低水平，受区域平台整合导致公司部分资产被无偿划出影响，公司资产规模和权益规模均有所下降，财务杠杆水平上升，但仍处于较低水平；公司债务规模大幅增长，但债务期限结构合理，与其业务特征相匹配；EBITDA 对利息的保障能力有所下降，但整体覆盖水平仍较好。

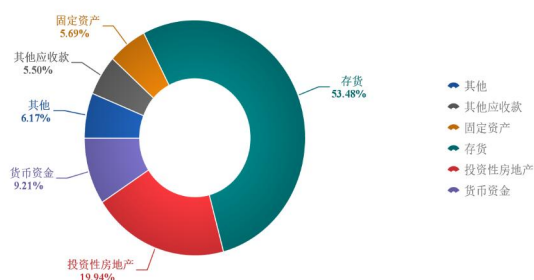
资本实力与结构

跟踪期内，区域平台整合导致公司部分资产被无偿划出，公司资产规模和权益规模均有所下降，财务杠杆水平上升，但仍处于较低水平；公司资产具有一定收益性，但流动性不足，整体资产质量一般。

跟踪期内，公司依旧是云和县重要的国有资本运营平台，但随着区域平台的整合，公司多家子公司被无偿划出，资产规模和权益规模均有所下降，2022 年末公司总资产为 105.46 亿元，同比下滑 7%左右。

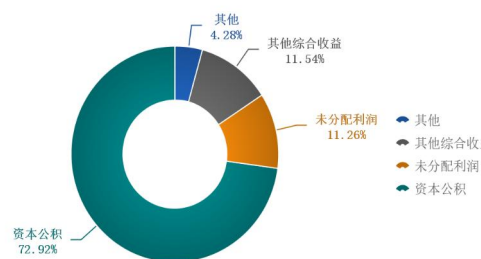
公司基础设施代建、安置房及物业租赁业务形成了大量存货、投资性房地产、固定资产和在建工程等构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重保持在 70%左右。公司具有一定规模的投资性房产及水务资产，能带来一定规模的租金收入和供水收入，资产具有一定的收益性；公司垫资建设的基础设施项目回购缓慢，同时安置房销售期限较长，对其资产变现能力造成一定影响，流动性不足。同时，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，且无受限情况。总的来看，公司资产具有一定的收益性，但流动性不足，整体资产质量一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，随着工投集团、农旅投集团的无偿划出，导致资本公积减少约 20.82 亿元，同期政府补助拨款转入、资产划入增加资本公积约 1.77 亿元，最终所有者权益规模减少 19.14 亿元。中诚信国际将持续关注区域平台整合的进展，及公司可能面临的资产划出风险。

资本公积的减少叠加负债的增长，2022 年公司财务杠杆水平增长较快，但仍保持在较低水平，总资本化比率增至近 20%。随着项目建设的逐步推进，在区域财政资金难以快速提升的状况下，未

来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司债务预计将有所增长，财务杠杆率预计将进一步抬升。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
总资产	102.37	113.19	105.46
非流动资产占比	67.86	69.37	68.69
经调整的所有者权益合计	72.20	78.98	59.84
资产负债率	29.47	30.22	43.25
总资本化比率	6.89	8.36	19.33

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金净流出规模加大，且持续大规模的对外投资加大投资活动资金缺口，经营发展对外部融资具有较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

公司水务、工程施工、保安服务、客运服务及物业租赁业务收现能力较强；安置房公司定向销售给拆迁户，收到房款后交房确认收入，不会产生赊销；委托代建业务结算收入规模较低，前期的项目财政拨款能够冲减结算成本及管理费，较少产生应收账款。受此影响，跟踪期公司收现比为 1.21，公司收入质量尚可。

经营活动方面，公司经营活动净现金流受代建项目投资力度及其他与经营活动有关的现金收支影响较大。由于公司在建及拟建的项目近年仍会保持较大的建设投入，近年公司经营活动净现金流呈现净流出状态，2022 年净流出规模为 13.32 亿元，同比增长 50%左右。各类经营性回款尚且不足以覆盖建设投入，预计短期内公司经营活动净现金流仍将呈净流出状态。

投资活动方面，伴随木玩童话小镇、供水设施管网建设工程等项目建设的不投入，以及机器设备等固定资产的购买、施工资质等无形资产的取得等活动，2022 年度公司投资活动净现金流持续为净流出，且规模增长较多。根据公司自身发展计划及投资业务的定位，预计公司短期内投资活动现金流仍将保持这一态势。

如前所述，公司经营活动和投资活动均呈现一定的资金缺口，加之债务偿还金额整体呈增长，进一步加剧了公司对外部融资的需求。目前公司外部融资渠道相对单一，基本依赖于银行借款来弥补资金缺口，跟踪期内公司发行了企业债券，一定程度上拓展了融资渠道。总的来看，公司经营发展对外部融资具有较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

表 11：近年来公司现金流情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	-4.51	-8.91	-13.32
投资活动产生的现金流量净额	-0.50	-2.01	-7.26
筹资活动产生的现金流量净额	5.75	15.25	18.40
现金及现金等价物净增加额	0.74	4.33	-2.18
收现比	0.93	0.99	1.21

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内，公司债务规模大幅增长，但债务期限结构合理，与其业务特征相匹配；EBITDA 对利息的保障能力有所下降，但整体覆盖水平仍较好；经营活动净现金流呈现净流出，无法对利息形成保障。

随着各类项目建设的投入，公司外部债务融资需求不断增加，2022 年末公司债务规模同比大幅增长，但整体债务规模仍较小。公司债务融资渠道包括银行借款、融资租赁和债券融资，其中银行借款多有担保及抵质押措施；公司短期债务占比降低，债务集中于长期债务，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 12：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	类型	成本	金额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	信用借款/抵押借款/保证借款等	4.43%	10.74	1.59	0.46	1.20	7.49
债券融资	公募债	3.70%	1.60	--	--	--	1.60
非标融资	融资租赁	--	2.00	--	2.00	--	--
合计	--	--	14.34	1.59	2.46	1.20	9.09

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成，跟踪期内，剔除非经营损益的影响后，公司 EBITDA 规模上升，但随着债务规模的大幅上升利息支出规模大幅增长，EBITDA 对利息的保障能力有所下降，但整体覆盖水平仍较好。此外，公司经营活动净现金流为负数，无法形成对利息的保障能力。

表 13：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2020	2021	2022
总债务	5.34	7.21	14.34
短期债务占比	51.71	13.13	11.13
EBITDA	1.39	1.44	1.83
EBITDA 利息覆盖倍数	5.88	7.77	5.35
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-19.11	-48.00	-38.82

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

截至 2022 年末，公司不存在对外担保事项。受限情况方面，公司受限资产规模不大，截至 2022 年末，公司受限资产为 1,961.10 万元，占当期末总资产的 0.19%，存在一定的抵质押融资空间。同时将“老云和”（采真里）4A 级景区收益权（至 2031 年 12 月）用于银行质押借款。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月 8 日，公司近三年未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测¹

假设

——2023 年，公司仍作为云和县重要的基础设施建设及政府重点项目建设经营主体，没有显著规

¹中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

模的资产划入和划出。

——2023 年，除安置房业务因云和新农村划出而有所收缩外，公司其他业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 10~12 亿元。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类融资 6.8~8.3 亿元。

预测

表 14：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	8.36	19.33	20.54~25.11
EBITDA 利息保障倍数（X）	7.77	5.35	3.68~4.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

截至 2022 年末，公司可动用账面资金为 9.72 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总额为 34.99 亿元，尚未使用授信额度为 20.94 亿元，备用流动性较为充足。此外，作为云和县最重要的国有资产管理 and 基础设施投资运营主体，可持续获得政府的资金支持。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规模，未来一年投资支出主要集中于代建项目和安置房建设，资金需求约 10~12 亿元。同时，公司债务到期较为分散，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务 1.59 亿元。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析²

中诚信国际认为，公司战略规划清晰，内控管理相对健全，但存在股东变动及下属子公司股权划出，治理结构有待优化，ESG 综合表现有待提升。

环境方面，公司的水务、公交服务等业务可能会面临一定环境风险，目前尚未受到监管处罚。

社会方面，公司通过健全员工管理，加强安全生产，近年未发生安全生产事故和员工劳动纠纷。

治理方面，云和国资战略规划清晰，但并入子公司较多，目前仍在根据各子公司业务类型进行相应整合，同时 2022 年末公司股东变更，且有多家子公司划出，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

²中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

外部支持

中诚信国际认为，云和县政府支持能力较强，主要体现在以下方面：

资源投入能力很强：云和县为国内规模最大、品种最多的木制玩具创制、出口基地，同时旅游资源丰富，为全县经济、财政实力增长提供了一定支撑，近三年云和县 GDP、地方一般预算收入均保持增长；同时，随着招商引资力度的加强及固定资产投资力度的加大，预计云和县经济和财政实力仍将保持增长。另外，近年来云和县固定资产投资增速较快，导致政府融资规模快速增长，2022 年政府直接债务余额（55.14 亿元），同比增长 16.62%，政府债务率（181.08%）超过国际 100% 警戒线，位列全市第三高（低于松阳县的 239.76% 和青田县的 207.35%），当前紧张的财政流动性预计会影响区域内平台企业的再融资环境。

同时，云和县政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性较强：公司系云和县最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，承担区域内基础设施和安置房建设，同时在供水领域具有垄断地位，区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联度较高：公司由富云国资直接控股，实际控制人仍为云和县人民政府。根据县政府意图承担全县基础设施、安置房等项目投融资任务，股权结构和业务开展均与县政府具有较高的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得项目建设专项资金拨付、财政补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出具有重要支撑。除直接的资金支持外，云和县政府还以股权划入、资产注入等形式对公司提供支持。

表 15：云和县内主要国有企业情况比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	区域定位	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
云和国资	云和国资办 100%	云和县最重要的基础设施建设及国有资产运营主体	105.46	59.84	43.25	3.22	1.17	1.60
云和粮储	云和县粮食局 100%	承担政策性粮食的收储	--	--	--	--	--	--
云和金控	云和县财政局 100%	从事股权投资管理	--	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，云和县政府支持能力较强，且支持意愿强，可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，云和国资与泾县国投、潜山投资等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力相近，并对上述公司具有相近的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，云和县与泾县、潜山市的行政地位相当，债务压力和市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力基本处于同一档次。同时，可比公司均为所在区域重要的基础设施建设开发主体，具有较高的职能重要性，当地政府对他们均有较强的支持意愿。

其次，云和国资的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府

对其的主要定位，公司与可比对象的主营业务均围绕其职能定位展开，具有一定业务竞争优势。同时公司业务相对多元化，在承担云和县基础设施建设、保障房、供水和客运服务职能的同时，亦开展了工程施工、物业租赁和安保服务等市场化业务，为公司收入提供较好补充，但也存在项目资本支出压力较大、回购滞后等问题。

然后，云和国资的财务风险在同业中处于较低水平。公司资产和权益规模处于中下水平，但债务规模较低，总资本化比率远低于平均水平，且 EBITDA 利息保障倍数高于平均水平，债务压力小；同时公司可用银行授信余额相对较高，备用流动性充足，但公司外部融资渠道相对单一，融资渠道需进一步多元化。

表 16：2022 年同行业对比表

	云和国资	泾县国投	潜山投资
最新主体信用等级	AA ⁻	AA ⁻	AA ⁻
地区	云和县	宣城市泾县	安庆市潜山市
GDP（亿元）	95.14	155.20	237.19
GDP 增速（%）	-4.10	4.00	3.00
人均 GDP（万元）	7.43	5.71	5.38
一般公共预算收入（亿元）	8.80	16.58	11.08
公共财政平衡率（%）	23.17	50.31	20.77
政府债务余额（亿元）	55.14	49.05	66.83
控股股东及持股比例	云和县富云国有资产投资集团有限公司 100%	泾县建投 100%	潜山市人民政府国有资产监督管理委员会 100%
职能及地位	云和县最重要的基础设施建设及国有资产运营主体	泾县重要的基础设施、保障房建设和重大项目投资运营主体	潜山市基础设施建设领域最主要的实施主体
核心业务及收入占比	工程代建 10.28%、安置房销售 19.6%、工程施工 32.13%、水务 6.08%、租赁 3.83%、保安服务 5.21%	代建项目收入 79.82%、房租收入 8.78%	项目建设 88.58%
总资产（亿元）	105.46	81.02	205.14
经调整的所有者权益合计（亿元）	59.84	45.89	99.16
总债务（亿元）	14.34	35.12	105.99
总资本化比率（%）	19.33	43.35	51.67
营业总收入（亿元）	3.22	5.07	10.45
净利润（亿元）	1.17	0.44	2.22
EBITDA（亿元）	1.83	0.78	2.37
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	5.35	0.60	1.03
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-13.32	-0.68	-29.05
可用银行授信余额（亿元）	20.94	5.12	13.54
债券融资余额（亿元）	1.60	3.80	10.00

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

偿债保障措施

本期债券的到期兑付由浙江省融资担保有限公司（以下简称“浙江省融担”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

浙江省融担成立于 2018 年 12 月，初始注册资本为 50.00 亿元。截至 2022 年末，注册资本仍为 50.00 亿元，浙江省担保集团有限公司（以下简称“浙江省担保集团”）持有浙江省融担 100.00% 的股份。浙江省担保集团有限公司由浙江省财政厅间接全资持股，故浙江省财政厅为浙江省融担的实际控制人。

浙江省融担主营融资性担保业务，兼营非融资性担保业务。浙江省融担自成立以来，坚持为国有企业服务，帮助地方政府防范化解债务风险，积极探索试点银担批量担保业务，并开展为高层次人才和科技创新创业提供担保增信服务。截至 2022 年末，浙江省融担总资产为 59.26 亿元，净资产为 51.35 亿元；2022 年浙江省融担实现担保费收入 1.49 亿元和利息净收入 2.02 亿元，实现净利润 0.36 亿元。

主营业务方面，浙江省融担目前主要专注于四大业务。一是服务于浙江省全省的地方国有企业，主动对接各市县市政府，完善和地方政府业务合作运作模式。按照浙江省政府有关地方政策性融资担保机构建设的有关要求，主动对接相关机构，积极给予帮助和指导，努力推动各市县市政府与融资担保公司的业务合作，建立顺畅的融资渠道。二是积极助推为民营企业提供增信服务的政策性融资担保机构建设，进一步推动全省融资担保体系建设，帮助龙头骨干民营企业融资；完善民营企业市场化增信担保业务开展前置条件，结合各地实际，积极探索中小民营企业发债创新担保新模式。三是着力满足小微企业和“三农”发展的融资需求，改善小微企业和“三农”的金融服务，缓解其融资难融资贵问题，实现银担批量合作“总对总”业务扩面增量。四是为高层次人才和科创企业提供担保的增信服务，与银行建立新型银担合作关系、与市县市政府建立风险池基金、与市县担保机构进行共同担保合作等方式推行批量担保模式，扩大人才科创融资覆盖面，推动市县市政府建立风险补偿政策，探索适合浙江的人才科创担保发展模式。

浙江省融担成立时间较短，2022 年以来积极展业，业务规模实现大幅增长，年内新增担保 167.03 亿元，同比大幅增加 105.42%，主要系间接融资担保增长所致。截至 2022 年末，在保余额 223.51 亿元，同比增长 93.68%，直接融资担保余额 96.30 亿元，间接融资担保余额 127.21 亿元；其中银担合作批量担保业务在保余额 115.93 亿元，人才科创担保业务在保余额 8.54 亿元。

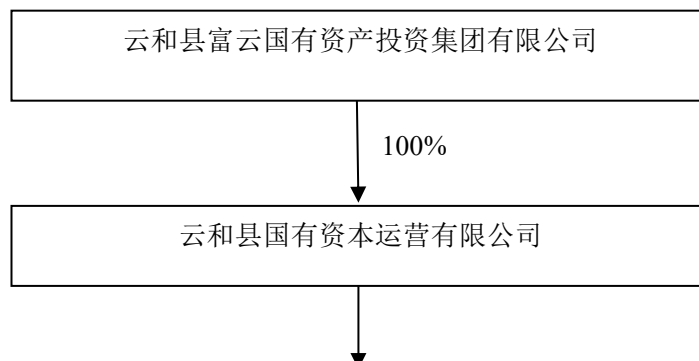
浙江省融担是浙江省担保集团控股、浙江省财政厅实际控制的重要子公司，在省内具有重要的战略地位和明确的市场定位，浙江省担保集团在组织架构、制度建设、人才队伍搭建、业务开展等各方面均给予浙江省融担较大支持。中诚信国际认为，基于浙江省融担在浙江省经济金融体系中的重要战略地位，浙江省政府对其具有较强的支持意愿和支持能力。中诚信国际将此支持因素纳入此次评级考量。

综上，中诚信国际维持浙江省融资担保有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的本息偿还提供了强有力的保障。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持云和县国有资本运营有限公司主体信用等级为**AA-**，评级展望为稳定；维持“22 云和国资债/22 云和债”债项信用等级为**AAA**。

附一：云和县国有资本运营有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）

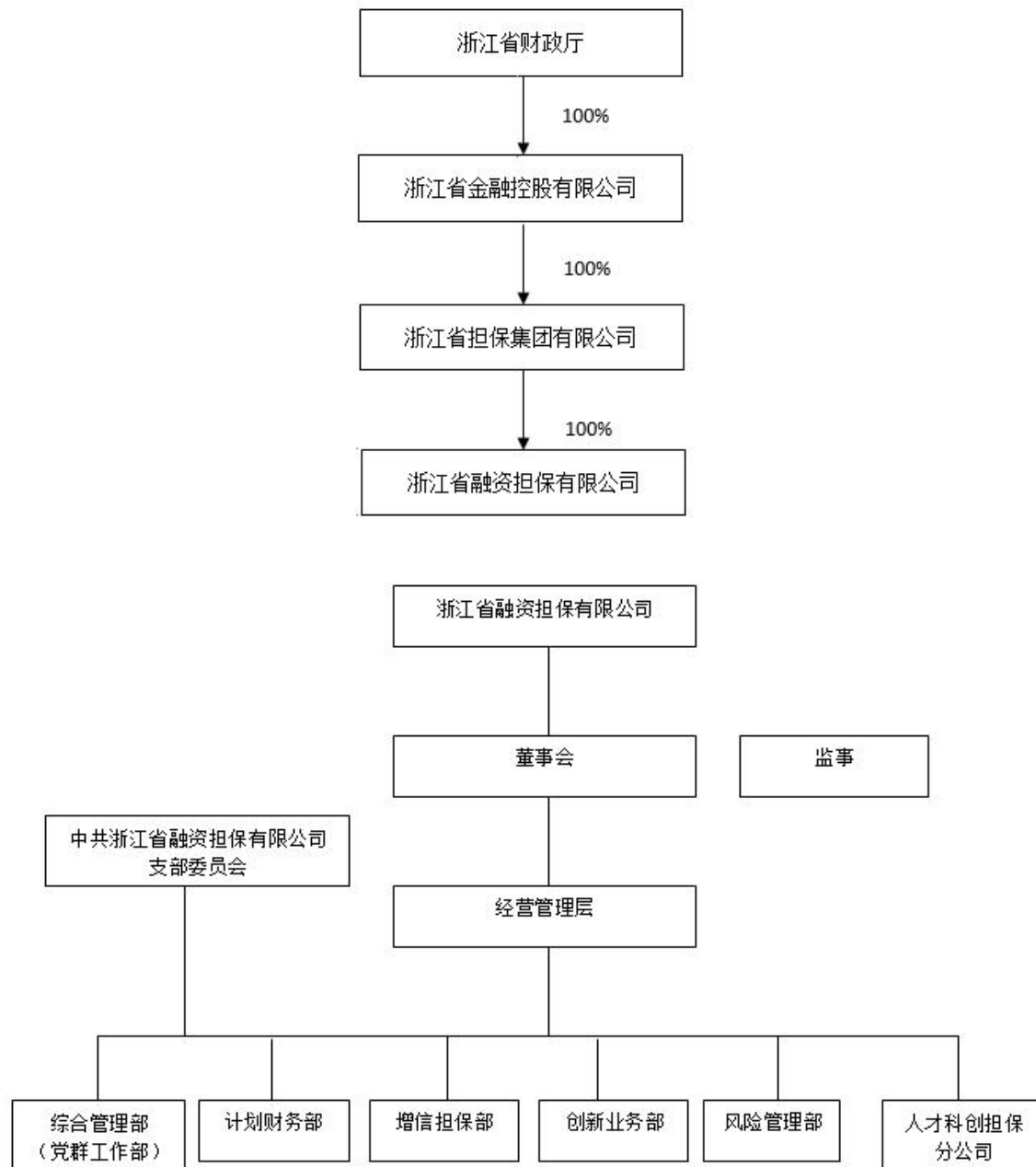


序号	一级子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	云和县信远实业有限公司	100.00	100.00
2	云和县城市建设投资集团有限公司	10,000.00	100.00
3	云和县交通投资有限公司	8,800.00	100.00
4	云和县太阳山公墓建设有限公司	500.00	100.00
5	云和县国达经营管理有限公司	300.00	100.00
6	云和县博远人力资源服务有限公司	200.00	60.71
7	云和县卓耀旅游发展有限公司	100.00	50.00
8	云和县机关后勤服务有限责任公司	3.00	100.00
9	云和亿尚产融科技有限公司	1,000.00	100.00
10	宁波经济技术开发区天云运营管理有限公司	100.00	100.00
11	云和县惠民农贸市场经营有限责任公司	5.00	100.00



资料来源：公司提供

附二：浙江省融资担保有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附三：云和县国有资本运营有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022
货币资金	75,603.96	118,937.67	97,162.73
非受限货币资金	75,603.96	118,937.67	97,162.73
应收账款	1,729.40	3,399.28	2,444.28
其他应收款	31,211.02	34,835.68	58,012.35
存货	579,754.67	624,220.35	563,960.24
长期投资	11,783.99	14,402.11	16,293.24
在建工程	19,376.97	34,125.94	37,128.97
无形资产	4,589.93	7,150.44	6,198.66
总资产	1,023,713.97	1,131,855.90	1,054,601.69
其他应付款	19,103.31	58,334.07	101,915.47
短期债务	27,627.71	9,459.72	15,959.52
长期债务	25,800.00	62,600.00	127,394.60
总债务	53,427.71	72,059.72	143,354.12
总负债	301,691.25	342,029.23	456,158.57
利息支出	2,361.10	1,856.88	3,430.83
经调整的所有者权益合计	722,022.73	789,826.67	598,443.12
营业总收入	33,199.81	30,101.83	32,184.16
经营性业务利润	11,051.48	11,750.79	14,450.22
其他收益	11,809.74	12,274.94	26,292.09
投资收益	364.16	-331.88	505.82
营业外收入	286.48	1,360.77	713.68
净利润	32,789.41	11,804.97	11,747.70
EBIT	11,845.98	11,701.29	15,064.04
EBITDA	13,876.50	14,434.46	18,338.04
销售商品、提供劳务收到的现金	30,879.19	29,885.16	38,835.97
收到其他与经营活动有关的现金	61,912.08	35,879.34	53,524.58
购买商品、接受劳务支付的现金	109,558.25	131,060.40	169,567.22
支付其他与经营活动有关的现金	23,566.56	17,746.43	47,829.02
吸收投资收到的现金	--	--	2,417.03
资本支出	6,960.63	17,004.85	67,080.11
经营活动产生的现金流量净额	-45,110.64	-89,130.33	-133,171.14
投资活动产生的现金流量净额	-4,984.79	-20,062.48	-72,625.41
筹资活动产生的现金流量净额	57,467.97	152,526.52	184,021.61
现金及现金等价物净增加额	7,372.53	43,333.72	-21,774.94
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	16.11	19.19	-1.95
期间费用率(%)	17.54	19.30	32.28
应收类款项/总资产(%)	3.22	3.38	5.73
收现比(X)	0.93	0.99	1.21
资产负债率(%)	29.47	30.22	43.25
总资本化比率(%)	6.89	8.36	19.33
短期债务/总债务(%)	51.71	13.13	11.13
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-19.11	-48.00	-38.82
总债务/EBITDA(X)	3.85	4.99	7.82
EBITDA/短期债务(X)	0.50	1.53	1.15
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	5.88	7.77	5.35

注：中诚信国际根据 2020 年、2021 年及 2022 年审计报告整理；其他应付款、其他流动负债中的带息债务调入短期债务，交易性金融负债不带息部分调出短期债务，租赁负债、长期应付款中的带息债务调入长期债务。

附四：浙江省融资担保有限公司主要财务数据

(金额单位：百万元)	2020	2021	2022
资产			
货币资金（含存出担保保证金）	3,630.62	4,047.07	5,168.14
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
债权投资	0.00	0.00	0.00
委托贷款	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00
资产合计	5,380.38	5,646.78	5,925.65
负债及所有者权益			
短期借款	0.00	0.00	0.00
未到期责任准备金	11.68	41.47	74.42
担保赔偿准备金	209.56	393.73	589.66
担保损失准备金合计	221.24	435.21	664.08
存入担保保证金	0.00	0.00	0.00
负债合计	293.40	547.53	790.80
实收资本	5,000.00	5,000.00	5,000.00
一般风险准备	8.70	9.93	13.49
所有者权益合计	5,086.98	5,099.25	5,134.85
利润表摘要			
担保业务收入	23.37	82.95	148.83
担保赔偿准备金支出	(140.56)	(184.17)	(195.93)
提取未到期责任准备	(9.33)	(29.79)	(32.94)
担保业务净收入	(126.52)	(137.60)	(100.26)
利息净收入	167.61	170.79	202.16
投资收益	0.00	0.00	0.00
其他业务净收入	0.00	0.00	0.00
营业费用	(11.46)	(16.10)	(56.33)
税金及附加	(0.33)	(0.46)	(0.37)
营业利润	29.30	16.64	47.82
营业外收支净额	(0.40)	(0.17)	(0.20)
税前利润	28.90	16.47	47.62
所得税费用	(7.44)	(4.20)	(12.02)
净利润	21.46	12.27	35.60
担保组合			
在保责任余额	4,015.99	10,231.78	19,593.01
当年新增担保额	3,891.48	8,130.88	16,702.81

注：1、数据来源为浙江省融担提供的经审计的 2020~2022 年审计报告；2、本报告所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。本报告中不可得或不适用的数据或指标，均使用“--”表示。

附五：浙江省融资担保有限公司主要财务指标

	2020	2021	2022
年增长率(%)			
总资产	3.97	4.95	4.94
担保损失准备金	210.08	96.71	52.59
所有者权益	0.42	0.24	0.70
担保业务收入	396.86	254.99	79.43
担保业务成本	110.00	47.14	12.94
担保业务净收入	--	--	--
利息净收入	1.33	1.90	18.36
投资收益	--	--	--
营业费用	1.42	40.47	249.86
营业利润	(65.86)	(43.21)	187.39
税前利润	(66.33)	(42.99)	189.07
净利润	(66.66)	(42.81)	190.08
年新增担保额	425.88	108.94	105.42
在保责任余额	482.03	154.78	91.49
盈利能力(%)			
营业费用率	27.90	48.50	53.89
投资回报率	4.68	4.45	4.39
平均资产回报率	0.41	0.22	0.62
平均资本回报率	0.42	0.24	0.70
担保项目质量(%)			
年内代偿额（百万元）	0.00	3.19	68.80
年内回收额（百万元）	0.00	0.00	0.00
年内代偿率	0.00	0.46	1.17
累计代偿率	0.00	0.26	1.01
累计回收率	--	0.00	0.00
担保损失准备金/在保责任余额	5.51	4.25	3.39
最大单一客户在保余额/核心资本	15.07	14.45	13.80
最大十家客户在保余额/核心资本	69.76	99.38	119.33
资本充足性			
净资产（百万元）	5,086.98	5,099.25	5,134.85
核心资本（百万元）	5,308.22	5,534.46	5,798.93
净资产放大倍数(X)	0.79	2.01	3.82
核心资本放大倍数(X)	0.76	1.85	3.38
融资担保放大倍数(X)	0.79	2.01	3.82
流动性(%)			
高流动性资产/总资产	5,086.98	5,099.25	5,134.85
高流动性资产/在保责任余额	5,308.22	5,534.46	5,798.93

注：1、数据来源为浙江省融担提供的经审计的 2020~2022 年审计报告；2、本报告所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。本报告中不可得或不适用的数据或指标，均使用“--”表示。

附六：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/总资产
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项/总资产	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业总收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益（不含计入非经常性损益的其他收益）
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附七：浙江省融资担保有限公司基本财务指标计算公式

指标		计算公式
盈利能力	业务及管理费	销售费用+管理费用
	营业费用率	业务及管理费/(担保业务净收入+其他业务收入-其他业务支出+投资收益+利息净收入)
	平均资本回报率	净利润/[(期末所有者权益总额+期初所有者权益总额)/2]
	平均资产回报率	净利润/[(期末资产总额+期初资产总额)/2]
风险抵御能力	高流动性资产	货币资金+交易性金融资产中的高流动性部分+以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分-受限部分资产
	经调整的所有者权益	所有者权益-其他权益工具-有偿还义务的明股实债-其他调整项
	核心资本	所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-其他权益工具-按成本计量的可供出售权益工具-有偿还义务的明股实债
	核心资本担保放大倍数	在保责任余额/核心资本
	净资产放大倍数	在保责任余额/净资产
	融资性担保放大倍数	融资性担保责任余额/(母公司口径净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)

附八：信用等级的符号及定义

个体信用评估(BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

担保公司等级符号	含义
AAA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大。
B	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大。
CCC	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大。
CC	受评公司基本不能履行代偿义务或偿还其他债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能履行代偿义务或偿还其他债务。

注：1、除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn