





内部编号: 2025060401

桐庐新城发展投资有限公司

及其发行的 21 桐庐 01 与 22 桐庐 01

跟踪评级报告



项目负责人: 王昕昀  wangxinyun@shxsj.com
徐靓  xuliang@shxsj.com
项目组成员:
评级总监: 鞠海龙 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



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.

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

评级概要

编号:【新世纪跟踪(2025)100314】

评级对象: 桐庐新城发展投资有限公司及其发行的21桐庐01与22桐庐01

	21桐庐01	22桐庐01
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪:	AA/稳定/AA/2025年06月26日	AA/稳定/AA/2025年06月26日
前次跟踪:	AA/稳定/AA/2024年06月28日	AA/稳定/AA/2024年06月28日
首次评级:	AA/稳定/AA/2021年06月21日	AA/稳定/AA/2022年01月10日

评级观点

主要优势:

- 较好的外部环境。桐庐县是杭州市下辖县，位于杭州都市经济圈内和义乌商圈的重合部，经济实力较强，跟踪期内经济保持增长，为桐庐新城发展提供较好发展环境。
- 区域地位重要。桐庐新城是桐庐县重要的基础设施建设主体之一，其核心业务区域桐庐经开区在全县经济发展中占有重要地位，可得到桐庐县政府和桐庐经开区管委会的较有力支持。

主要风险:

- 债务偿付压力较大。跟踪期内，桐庐新城刚性债务规模快速扩张，已累积的债务负担重，且近年集中到期债务规模较大，而可动用货币资金相对有限，集中债务偿付压力较大。
- 资产流动性欠佳。跟踪期内，桐庐新城资产仍以划拨土地、道路以及应收款为主，公司项目建设回款滞后，应收往来款规模较大，回收时点存在不确定性，资产流动性欠佳。
- 或有负债风险。跟踪期内，桐庐新城对外担保规模较大，担保对象主要为桐庐县主城区基础设施建设主体，但仍有一定或有负债风险。

评级结论

通过对桐庐新城及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AA主体信用等级；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券AA信用等级。

未来展望

本评级机构预计桐庐新城信用质量在未来12个月持稳，维持其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标

项 目	2022年	2023年	2024年
<i>母公司口径数据:</i>			
货币资金[亿元]	0.76	2.93	3.87
刚性债务[亿元]	81.02	126.67	171.04
所有者权益[亿元]	55.08	55.04	88.63
经营性现金净流入量[亿元]	-13.53	-7.80	-16.02
总资产[亿元]	233.93	299.21	361.31
总负债[亿元]	147.86	215.54	257.14
刚性债务[亿元]	133.47	188.73	222.88
所有者权益[亿元]	86.07	83.67	104.18
营业收入[亿元]	1.72	1.66	2.75
净利润[亿元]	1.03	0.57	0.57
经营性现金净流入量[亿元]	-22.95	-22.80	-17.25

主要财务数据及指标			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
EBITDA[亿元]	1.49	0.77	0.80
资产负债率[%]	63.21	72.04	71.17
权益资本/刚性债务[%]	64.49	44.33	46.74
长短期债务比[%]	164.70	193.39	205.10
短期刚性债务现金覆盖率[%]	6.95	8.50	9.27
EBITDA/利息支出[倍]	0.25	0.10	0.09
EBITDA/刚性债务[倍]	0.01	0.00	0.00

注：发行人数据根据桐庐新城经审计的 2022-2024 年财务数据整理、计算

发行人本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型：城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）			
评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	3	
	财务风险	5	
	初始信用级别		a
	调整因素	合计调整	0
		其中：①ESG 因素	0
		②表外因素	0
		③业务持续性	0
		④其他因素	0
个体信用级别		a	
外部支持	支持因素	+3	
主体信用级别		AA	

调整因素：(0)

无。

支持因素：(+3)

- ①桐庐新城是桐庐县重要的基础设施建设主体之一，其核心业务区域桐庐经开区在全县经济发展中占有重要地位，公司业务开展对于完善区域基础设施配套、保障公共服务、促进经济发展等具有非常重要的作用。
- ②桐庐新城由桐庐科创投全资持股，实际控制人为桐庐县国资委，可获得桐庐县政府和桐庐经开区管委会在资产、资金等方面的有力支持。

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2021 年桐庐新城发展投资有限公司县城新型城镇化建设专项企业债券（简称“21 桐庐 01”）与 2022 年桐庐新城发展投资有限公司县城新型城镇化建设专项企业债券（简称“22 桐庐 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据桐庐新城发展投资有限公司（简称“桐庐新城”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2024 年财务报表及相关经营数据，对桐庐新城的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分折，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2021 年 11 月 29 日公开发发行 21 桐庐 01，金额为 5.00 亿元，票面利率为 4.88%，债券期限为 7 年，附第五年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权。募集资金中 1.87 亿元用于补充营运资金，0.44 亿元用于新材料小微园建设工程，1.15 亿元用于桐庐经济开发区 55 号工业用地桐庐医疗器械产业基地建设项目，1.21 亿元用于桐庐富春江科技城电子器械基地项目二期，0.33 亿元用于桐庐富春科技电子器械基地改造一期工程。截至 2024 年末，募集资金已全部使用完毕，募投项目均已完工并投入运营。

该公司于 2022 年 1 月 26 日公开发发行 22 桐庐 01，金额为 4.10 亿元，票面利率为 4.69%，债券期限为 7 年，附第五年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权。募集资金中 1.53 亿元用于补充营运资金，0.36 亿元用于新材料小微园建设工程，0.95 亿元用于桐庐经济开发区 55 号工业用地桐庐医疗器械产业基地建设项目，0.99 亿元用于桐庐富春江科技城电子器械基地项目二期，0.27 亿元用于桐庐富春科技电子器械基地改造一期工程。截至 2024 年末，募集资金已全部使用完毕，募投项目均已完工并投入运营。

数据基础

北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2022-2024 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行最新企业会计准则。

跟踪期内，该公司合并范围未发生变化。截至 2024 年末，公司合并范围内子公司共 3 家，分别是桐庐经济开发区建设投资发展有限公司（简称“桐庐经开建投”）、桐庐县富春科技建设投资有限公司（简称“富春科技建投”）和浙江富春山健康城投资开发有限公司（简称“健康城公司”），主要负责桐庐经开区范围内的基础设施建设、产业园建设和运营等业务。

业务

桐庐县位于杭州都市经济区和义乌商圆的重合部，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，具有一定发展潜力。跟踪期内，桐庐县经济和税收收入增速放缓，受房地产市场下行影响，政府性基金预算收入同步下降。该公司仍是桐庐县重要的建设主体之一，主要负责桐庐经开区内的市政工程建设及与园区招商引资相关的产业配套投资等。得益于安置房项目实现销售，2024 年公司营业收入较上年小幅增长，当期收入及毛利润主要来源于工程代建和房产销售业务。公司已建成园区物业的出租收入仍有待培育，同时未来仍有一定的代建及自营项目投资需求，存在一定的投融资压力。

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易

格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动因“滞”和“涨”的不确定而趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，而价格水平依然低位徘徊，微观主体对经济的“体感”有待提升。工业和服务业生产活动在内需改善和“抢出口”带动下有所走强，信息传输、软件和信息技术服务，租赁和商务服务，以及通用设备，电气机械和器材，计算机、通信和其他电子设备，汽车，化工产业链下游等制造业表现相对突出。有以旧换新补贴的消费品增长较快，其余无政策支持的可选消费仍普遍偏弱，消费离全面回升尚有差距；大规模设备更新和“两重”建设发力，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩。出口保持韧性，关税政策的影响或逐步显现，对美国市场依赖度较高的行业存在市场转移压力。

在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化我国对外贸易区域结构；对内加大政策支持力度，建设全国统一大市场，全方位扩内需，培育壮大新质生产力，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期内，加紧实施更加积极有为的宏观政策对冲外部不利影响。央行采取适度宽松的货币政策，择机降准降息，创设新的结构性货币政策工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等；财政政策更加积极，地方政府债和超长期特别国债加快发行和资金使用，充分发挥财政资金的带动作用。

转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，而国际贸易形势变化会加深需求相对供给不足的矛盾，但在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定；加力扩围实施“两新”政策以及大力提振消费，有利于消费增速回升和制造业投资维持相对较快水平；房地产投资降幅收窄，城市更新改造、新型城镇基础设施建设及“两重”建设力度提升将带动基建投资增速逐渐企稳；因关税问题，出口面临的不确定性增加，也会给部分产业带来压力。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

（2）行业因素

在我国基础设施建设快速推进的过程中，城投企业作为其中的主要参与者，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。而后，政府隐性债务的管理及化解也被提上日程。坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量成为地方债务风险管控的主基调，也是城投债务管控的主导方向。2023 年 7 月，中央提出制定实施一揽子化债方案，地方政府特殊再融资债券和金融资源债成为相对主要的化债方式。2024 年 11 月，近年来最大力度化债举措出台，主要体现为较大规模增加地方政府专项债务限额以置换存量隐性债务，并强调化债与发展并举，将有益于缓解地方财政及城投企业的化债压力。总体来看，地方政府通过城投新增融资的行为受限，城投企业融资环境总体趋严；但另一方面，基础设施建设在稳增长中的作用仍受到肯定，存量融资的接续工作始终受到重视，政策端为债务周转仍留有空间。

2024 年，受益于一揽子化债政策，城投企业债券发行成本显著下降，期限结构优化，但在房地两市走弱，地方财政承压的背景下，城投企业非标债务负面舆情仍有发生，区域分化仍存。2025 年，在稳增长、防风险和促发展的政策基调下，随着更加积极有为的宏观政策实施，城投企业外部环境有望改善，且在化债求稳的政策意图下，短期内城投企业债务周转的安全性预期得到加强。同时，地方政府隐性债务严监管仍将延续，城投债发行审核或依旧严格，城投企业新增融资难度仍较大，且随着全口径债务监测机制建立，所受债务和融资管控将进一步加强。

政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业，近年来城投企业退平台和市场化转型步伐加快，退平台企业数量持续增加。长期来看，无实业支撑的投融资平台的发展空间受限，城投企业需提高自身收入、造血能力及资产质量以保障可持续经营能力，可通过参与城市运营、提供公共服务、进行产业投资与运营等获取市场化现金流，并逐步化解存量债务。城市服务收入的规模化与经济化，产业对基建的反哺对区域的经济水平、资源禀赋、人口集聚等具有较高要求，各地城投转型资源条件存在较大差异。从全国范围来看，由于各地资源禀赋和经济发展水平不同，城投转型也将呈现差异化特征。

(3) 区域因素

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，以丘陵山区为主，平原稀少，属浙西中低山丘陵区。桐庐县下辖 4 个街道、6 个镇、4 个乡；截至 2024 年末，桐庐县常住人口为 46.10 万人。从区位及交通条件看，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。

2024 年，桐庐县实现地区生产总值 502.06 亿元，按可比价格计算，同比增长 5.2%。分产业看，2024 年桐庐县第一产业增加值为 30.68 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值为 201.76 亿元，同比增长 4.2%；第三产业增加值为 269.63 亿元，同比增长 6.1%。跟踪期内，全县投资承压，消费增速减缓，对外贸易实现大幅增长。2024 年固定资产投资同比下降 15.7%；实现社会消费品零售总额 176.71 亿元，同比增长 1.6%；全县货物进出口 154.32 亿元，同比增长 9.8%。2025 年第一季度，桐庐县实现地区生产总值 116.01 亿元，同比增长 5.7%，其中规模以上工业增加值同比增长 8.9%。同期固定资产投资增速为 3.5%；实现全社会消费品零售总额 37.44 亿元，同比增长 3.9%；实现货物进出口 33.71 亿元，同比增长 14.1%。

图表 1. 2022 年以来桐庐县主要经济指标及增速（单位：亿元、%）

指标	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年第一季度	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	431.41	3.5	485.82 ¹	6.5	502.06	5.2	116.01	5.7
第一产业增加值	27.61	2.2	28.56	4.3	30.68	3.5	4.39	2.5
第二产业增加值	202.17	4.9	214.69	3.6	201.76	4.2	43.21	5.9
第三产业增加值	201.63	2.4	225.98	9.6	269.63	6.1	68.41	5.7
人均地区生产总值（万元）	10.29	3.5	11.20	6.8	12.00	5.3	—	—
人均地区生产总值倍数（倍） ²	1.18	—	1.22	—	1.25	—	—	—
城镇居民人均可支配收入（万元）	6.43	3.7	6.72	4.6	6.94	3.2	2.37	4.3
全社会固定资产投资	—	18.1	—	11.8	—	-15.7	—	3.5
房地产开发投资	—	5.1	47.87	-23.0	24.01	-49.9	—	-74.6
社会消费品零售总额	166.99	5.3	173.85	4.1	176.71	1.6	37.44	3.9
进出口总额	142.30	48.6	140.41	-1.4	154.32	9.8	33.71	14.1
三次产业结构	6.4:46.9:46.7		6.0:41.4:52.6		6.1:40.2:53.7		3.8:37.2:59.0	

注：根据桐庐县政府公开信息整理

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。2024 年，桐庐县完成规模以上工业增加值 164.01 亿元，同比增长 4.5%；分产业看，高新技术、装备制造业、战略性新兴产业增加值分别增长 5.0%、8.0%、5.2%。

¹ 根据我国国民经济核算制度和第五次全国经济普查结果，2023 年全县生产总值修订为 485.82 亿元，三次产业增加值结构 6.0:41.4:52.6。

² 人均地区生产总值倍数=人均地区生产总值/人均国内生产总值。

房地产方面，2024年桐庐县房地产投资增速为-49.9%，受房地产市场下行影响较大。2024年房屋施工面积同比下降13.3%，同期销售端也出现明显下滑，当年商品房销售面积同比下降19.7%，商品房销售额同比下降27.1%，其中住宅销售面积同比下降30.8%，住宅销售额同比下降37.8%。

图表 2. 2022 年以来桐庐县房屋建设、销售情况（单位：万平方米、亿元、%）

指标	2022 年		2023 年		2024 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
房屋施工面积	284.58	4.2	212.67	-19.7	181.62	-13.3
其中：住宅	213.86	1.7	—	—	129.58	-20.5
商品房销售面积	30.66	-34.7	22.94	-25.2	18.43	-19.7
其中：住宅	29.67	-29.5	20.87	-29.7	14.44	-30.8
商品房销售额	—	—	36.32	-29.0	26.50	-27.1
其中：住宅	—	—	34.85	-30.6	21.69	-37.8

注：根据桐庐县政府公开信息整理

土地市场方面，受房地产市场景气度下行影响，2024年桐庐县土地成交面积和成交总价均出现下降，当年成交均价大幅下降61.20%至1116.38元/平方米，整体处于低位。2025年第一季度，桐庐县土地市场持续低迷，当期全区实现土地成交总面积20.77万平方米，同比下降41.80%，主要为工业用地，实现土地成交总价2.08亿元，同比下降40.23%。

图表 3. 2022 年以来桐庐县土地市场交易情况

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
土地成交总面积（万平方米）	121.09	117.30	112.80	20.77
其中：综合用地（含住宅）	12.29	34.29	5.34	0.90
商办用地	7.00	19.94	16.51	0.46
工业用地	99.47	60.31	73.56	19.41
其它用地	2.34	2.77	17.40	--
土地成交总价（亿元）	15.50	33.75	12.59	2.08
其中：综合用地（含住宅）	9.36	22.15	4.04	1.14
商办用地	1.71	7.57	2.60	0.10
工业用地	4.21	3.79	4.52	0.84
其它用地	0.22	0.24	1.43	--
土地成交均价（元/平方米）	1280.04	2877.39	1116.38	1003.06
其中：综合用地（含住宅）	7620.81	6459.11	7559.11	12625.35
商办用地	2449.95	3799.44	1576.88	2174.43
工业用地	422.87	628.73	614.84	434.13
其它用地	926.75	860.15	821.73	--

注：根据中指数据整理

2024年，桐庐县一般公共预算收入为45.66亿元，同比增长1.4%；其中税收占比为85.17%，较上年略增0.12个百分点，一般公共预算收入质量较好。同年，桐庐县一般公共预算支出为77.74亿元，同比增长6.8%。2024年，桐庐县一般公共预算自给率³为58.73%，自给程度一般，对上级补助依赖较大。2024年，桐庐县政府性基金预算收入为18.59亿元，同比下降49.2%，主要系国有土地使用权出让收入较上年大幅下降46.5%至14.20亿元所致，占政府性基金预算收入的比重为76.43%；当期政府性基金预算支出为47.53亿元，政府性基金预算自给率为39.10%，自给程度较低，对上级补助及地方政府专项债务转贷收入等依赖较大。

跟踪期内，桐庐县政府债务大幅增长，2024年末全县地方政府债务余额为152.38亿元，较上年末增加44.21亿元，其中一般债务余额为40.38亿元，专项债务余额为112.45亿元。桐庐县城投企业带息债务规模较大，地区

³ 一般公共预算自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%，政府性基金预算自给率=政府性基金预算收入/政府性基金预算支出*100%。

债务负担偏重，但桐庐县地方政府债券及城投债发行利差持续保持在相对较低水平，融资渠道相对较为畅通，区域融资环境较好。

图表 4. 桐庐县主要财政数据（单位：亿元）

指标	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
一般公共预算收入	41.49	45.03	45.66
其中：税收收入	35.49	38.30	38.89
一般公共预算支出	75.17	72.80	77.74
一般公共预算补助收入	27.88	--	--
政府性基金预算收入	40.28	36.60	18.59
其中：国有土地使用权出让收入	17.90	23.54	14.20
政府性基金预算支出	58.22	44.16	47.53
地方政府债务余额	99.25	108.17	152.38

注：根据桐庐县财政预决算整理

桐庐经济开发区（简称“桐庐经开区”或“经开区”）为浙江省级经济开发区，成立于 1994 年 8 月，下辖分水区块、富春江区块、横村区块、瑶琳区块和桐君区块等，以机械电子、医疗器械、皮革箱包、纺织服装、新型建材等为主导和特色产业。经过多年发展，区内医疗器械产业形成了以内窥镜和微创手术器械为主的特色产业集群，2024 年全区医疗器械产业规模突破 70 亿元，集聚生产和经营企业超 2700 家；分水区块以制笔业闻名，已形成涉及原料供应、元件配套、模具设计、加工生产、产品包装、销售等较完整的产业链条；横村区块以绢丝针织系列产品 and 针织小三件产品闻名，形成了包括毛纺、染整、织造等在内的门类齐全的针织块状特色经济。分水、横村、瑶琳等区块因所属乡镇而得名，发展时间较早，已较为成熟，近年来桐庐经开区重点建设的区域是以富春江科技城为核心的江南区块以及凤川街道（凤川区块）、城南街道区域，该部分也是桐庐经济开发区管理委员会（简称“桐庐经开区管委会”或“管委会”）负责统筹规划建设的主要区域。城南街道、凤川区块和江南区块的开发建设分别由该公司本级、下属子公司桐庐经开建投和富春科技建投负责。

富春江科技城（简称“科技城”）成立于 2012 年，位于桐庐经开区核心区域，规划面积 30.8 平方公里，以“智慧·风情·生态城”为发展定位，以“产城结合”为发展理念，以智慧安防、医疗器械、总部经济等为重点产业。经过多年发展，科技城招商取得显著进展，已成为桐庐经开区产业的核心载体，也是桐庐县产业发展的四大平台之一。科技城内智慧安防产业以海康威视落户及配套产业引进为基础，不断推进产业集聚；医疗器械产业以康基医疗、杭州桐庐医疗光学仪器有限公司等为核心企业，同时吸引了省级医疗器械高新技术产业化基地落户；总部经济的发展则以花园总部和桐商总部为载体，集聚了包括中房、科拓等项目。

2024 年，桐庐经开区实现规模以上工业增加值 116.03 亿元，同比增长 4.6%，占全县规模以上工业增加值的 87.30%，对桐庐县贡献度较高。

2. 业务运营

（1）业务地位

该公司是桐庐县的主要建设主体之一，负责桐庐经开区内的市政工程建设及与园区招商引资相关的产业配套投资等，以及因工程建设需要产生的土地整理及拆迁安置等，收入及毛利润主要来源于相关工程的代建及房产销售。

（2）经营规模

跟踪期内，该公司总资产保持稳步增长，2024 年末为 361.31 亿元，较上年末增长 20.75%。2024 年，公司实现营业收入 2.75 亿元，受益于新增安置房销售收入同比大幅增长 65.45%。当期房产销售、代建工程管理业务为公司营业收入主要来源，分别实现 1.40 亿元和 1.00 亿元，占营业收入比重分别为 51.08%和 36.53%。此外，2024 年公司实现物业出租收入 0.19 亿元，主要来源于公司建设的科技孵化园一期、新材料小微园等；其他业务收入为 0.15 亿元，主要系停车位收入以及零星的安保和物业收入，对总收入形成一定补充。

图表 5. 公司资产、营业收入、营业毛利及毛利率情况⁴（单位：亿元、%）

业务类型	2022 年（末）		2023 年（末）		2024 年（末）	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产	233.93	--	299.21	--	361.31	--
营业收入	1.72	100.00	1.66	100.00	2.75	100.00
代建工程管理	1.43	83.60	1.35	81.45	1.00	36.53
物业出租	0.22	12.62	0.21	12.70	0.19	6.80
房产销售	--	--	--	--	1.40	51.08
其他	0.06	3.68	0.10	5.84	0.15	5.58
毛利润	1.36	100.00	1.38	100.00	1.33	100.00
代建工程管理	1.42	104.88	1.34	96.71	1.00	75.07
物业出租	0.15	11.08	0.08	5.91	0.12	8.69
房产销售	--	--	--	--	0.14	10.57
其他	-0.22	-15.96	-0.04	-2.61	0.08	5.66
毛利率		79.05		83.24		48.32
代建工程管理		99.17		98.83		99.28
物业出租		69.39		38.71		61.73
房产销售		--		--		10.00
其他		-333.52		-37.23		48.98

注：根据桐庐新城所提供的数据整理

A. 基础设施建设

a. 工程代建

该公司主要从事桐庐经开区的市政工程建设，包括因工程建设需要产生的土地整理及拆迁安置等，2020 年以前的工程项目，由公司与健康城公司签署工程项目建设合同，公司根据项目进度确认的实际发生的代建项目成本为基础，按成本加成 12%-18% 确认工程建设收入，项目完工后由健康城公司组织验收，项目工程款在项目进度确认后三年内支付。2020 年后的工程项目，由公司与桐庐县富春未来城开发有限公司（简称“未来城开发公司”）⁵ 签署工程项目建设合同，公司按项目管理净额确认收入。

该公司所涉大部分项目如道路施工维护、绿化整治等单个投资额较小，均于开工当年度确认收入；对于较大额投资项目，则采用分标段建设，按照工程进度确认收入。2019 年以来公司确认收入项目主要包括道路改造、绿化、安装等以及拆迁安置项目，除拆迁安置外其余项目投资规模较小。目前公司在建的拆迁安置项目主要为凤川拆迁安置工程项目（简称“凤川项目”）和东兴区块征迁项目，公司负责工程建设，根据每年投入金额确认收入，由桐庐县拆迁办负责具体安置工作。2024 年，公司确认代建收入 1.00 亿元，当年确认收入的项目尚未回款，预计于 2025-2026 年回款完毕。

图表 6. 2022 年以来确认收入代建项目情况

项目名称	确认收入（亿元）
凤川区块征迁工程	0.40
装配园、固废园征迁项目	0.42
零星工程	0.28
零星工程	0.01
健康城园区提升改造工程等	0.32
2022 年小计	1.43
凤川及其他区块征迁工程	0.46
智慧安防特色小镇改造提升工程	0.18
大奇山路扩建项目	0.14

⁴ 图表中合计数与各项加总不一致系尾数四舍五入所致，下同。

⁵ 截至 2024 年末，未来城开发公司由桐庐县事业单位桐庐县富春未来城市发展中心 100.00% 持股，实际控制人为桐庐县人民政府，主要负责富春未来城内的基础设施建设。

项目名称	确认收入（亿元）
新能源汽车及 3C 领域高端磁材生产项目	0.04
健康城三号路延伸段工程	0.04
培南路（金圣路-中通云谷二期段）工程	0.03
学军中学项目	0.03
河儒线加压泵站给水工程	0.02
金圣路工程	0.02
城南街道 TSS2022-5 号地块等项目	0.01
高家路（金西路-金中路）工程	0.01
健康小镇健康文创综合体项目	0.01
其他零星项目	0.35
2023 年小计	1.35
智慧安防小镇	0.23
凤川及其他区块征迁	0.46
原杭州慧丽思生物科技有限公司地块项目	0.17
其他项目	0.15
2024 年小计	1.00

注：根据桐庐新城所提供的数据整理

截至 2024 年末，该公司主要在建代建工程项目包括未来城一期工程、东兴区块征迁、大奇山幸福体验区二期民宿工程、迎春南路（二期）和健康城建设项目，委托方均为未来城开发公司，项目计划总投资 72.47 亿元，已投入 66.45 亿元，后续尚需投入 7.10 亿元。

图表 7. 截至 2024 年末公司在建代建项目⁶（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资	计划完工时间	尚需投入
未来城一期工程	29.70	26.38	2024 年	3.32
东兴区块征迁	20.00	16.26	2023 年	3.74
大奇山幸福体验区二期民宿工程	12.30	13.38	2023 年	--
迎春南路（二期）	5.00	4.96	2023 年	0.04
健康城建设项目	5.47	5.47	2023 年	--
合计	72.47	66.45	--	7.10

注：根据桐庐新城所提供的数据整理

截至 2024 年末，该公司拟建项目包括富春江科技城二期项目、文成建设工程和中国（桐庐）国际会展中心，计划总投资 20.59 亿元。其中，中国（桐庐）国际会展中心建设内容主要是快递博物馆、集采中心、培训中心、研究院，规划总投资 13.53 亿元，资金来源为公司自筹。总体看，公司在建项目大多已完工，后续投资规模较小；拟建基础设施项目后续有较大规模投资，存在一定的投融资压力。

图表 8. 截至 2024 年末公司主要拟建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资
富春江科技城二期项目	3.50
文成建设工程	3.56
中国（桐庐）国际会展中心	13.53
合计	20.59

注：根据桐庐新城所提供的数据整理

b. 自建自营项目

为促进园区招商引资、产业培育及人才引进等，该公司进行了产业园及配套物业、人才公寓等的投资建设。该类项目建设资金以公司自筹为主，后期拟以租赁方式运营，目前出租物业主要为科技孵化园一期项目、电子器械

⁶ 部分项目已完工尚未结算，仍列入在建项目，下同。

产业园等产业园载体。其中科技孵化园总体结构分为“一心、两轴、三组团”，即中央人行广场景观核心、园区纵向景观主轴及中央人行广场景观次轴和研发管理组团、企业孵化组团、配套服务组团。科技孵化园一期项目用地面积 7.01 万平方米，建筑面积 16.70 万平方米，其中地上建筑面积 13.06 万平方米。截至 2024 年末，科技孵化园一期项目已投入运营，可供出租面积 2.54 万平方米，由于项目尚处于运营初期，公司对入驻企业初期减免租金，目前实现租金规模较小。2024 年，公司合计确认租金收入 0.19 亿元，较 2023 年基本保持稳定。

截至 2024 年末，该公司在建自营项目包括镍产业园建设及配套基础设施工程、岩桥未来社区人才公寓项目和开发区物流产业园项目（A、B 区），建设资金主要依靠自有资金、银行借款等方式自筹，计划总投资 15.45 亿元，已投入 7.75 亿元，后续尚需投入 7.70 亿元，未来建成后拟通过租售相关物业平衡资金。

图表 9. 截至 2024 年末公司主要在建产业园及配套项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资	尚需投入
镍产业园建设及配套基础设施工程	2.87	2.60	0.27
岩桥未来社区人才公寓项目	7.38	2.79	4.59
开发区物流产业园项目（A、B 区）	5.20	2.36	2.84
合计	15.45	7.75	7.70

注：根据桐庐新城所提供的数据整理

B. 限价房业务

该公司根据桐庐县政府部署，从事人才安居房或保障性住房等限价房项目建设及直接外购，在政府限定的价格范围内针对特定安置户或县内引进人才进行非公开定向销售，剩余房源（如有）通过公开拍卖实现销售。截至 2024 年末，公司限价房业务主要包含三联家和苑安置房项目、城南路棚里区块棚户区改造项目、城南街道金东区块安置房项目等。2024 年公司实现房产销售收入 1.40 亿元，主要来自三联家和苑安置房项目。

截至 2024 年末，该公司在建安置房项目主要有城南路棚里区块棚户区改造项目和城南街道金东区块安置房项目，计划总投资 18.27 亿元，已投入 12.23 亿元，后续尚需投入 6.04 亿元。

图表 10. 截至 2024 年末公司在建安置房情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资	计划完工时间	尚需投入
城南路棚里区块棚户区改造项目	15.00	10.09	2025 年	4.91
城南街道金东区块安置房项目	3.27	2.14	2026 年	1.13
合计	18.27	12.23	--	6.04

注：根据桐庐新城所提供的数据整理

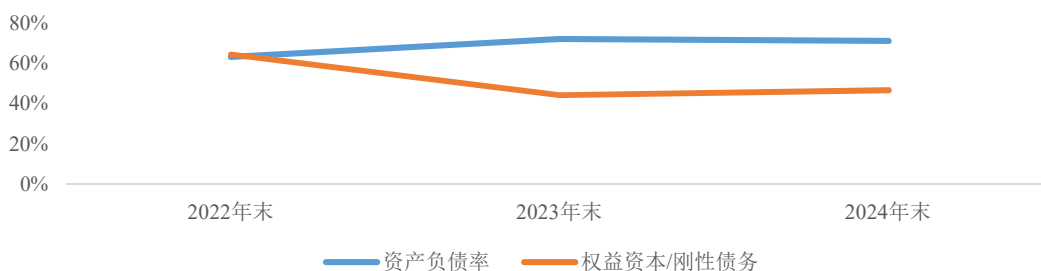
财务

跟踪期内，该公司主业有一定盈利空间，盈利对政府补助依赖较小，资产获利能力仍较弱。公司资产以划拨土地、道路以及应收款为主，资本实力及资产质量一般。随着项目持续投入，公司刚性债务规模快速扩张，负债经营程度高，加之短期刚性债务持续增加，货币资金余额有限，即期偿债压力较大。此外，公司对担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

1. 财务杠杆

跟踪期内，该公司负债总额随项目推进持续扩张，但受益于桐庐县国资委和股东的资本性投入及股权划拨，公司资产负债率和权益资本与刚性债务比率均维持相对稳定。2024 年末，公司资产负债率为 71.17%，较上年末略降 0.87 个百分点，负债经营程度仍高；权益资本与刚性债务的比率 46.74%，较上年末略增 2.41 个百分点。

图表 11. 公司财务杠杆水平变动趋势



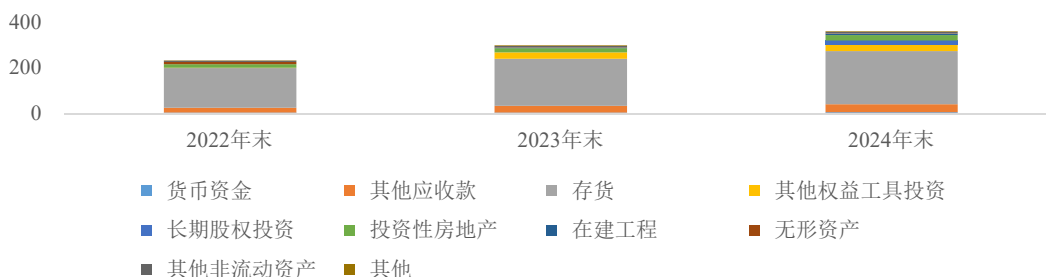
注：根据桐庐新城所提供的数据整理、绘制

(1) 资产

2024 年末，该公司资产总额为 361.31 亿元，较上年末增长 20.75%，资产增量主要来源于其他应收款、存货、长期股权投资、在建工程和投资性房地产。公司资产以流动资产为主，2024 年末流动资产占资产总额比重为 76.56%，主要由存货、其他应收款、应收账款和货币资金构成。其中，存货余额为 234.14 亿元，主要包括土地资产及项目开发成本，余额较上年末增长 12.40%，主要系代建项目投入增加所致；其他应收款余额为 35.27 亿元，主要为应收未来城开发公司往来款与代建工程移交款 20.84 亿元，对桐庐云栖综合开发有限公司（简称“桐庐云栖”）、桐庐江南镇新农村镇村建设有限公司（简称“江南镇新农村”）、桐庐科技创新产业发展投资有限公司（简称“桐庐科创投”）和桐庐县城南街道综合服务中心往来款分别为 8.50 亿元、1.73 亿元、2.31 亿元和 1.30 亿元，科目余额较上年末增长 21.86%，主要系应收未来城开发公司、桐庐云栖等往来款及工程移交款增加所致；同期末，应收账款余额为 2.00 亿元，主要为应收未来城开发公司、杭州桐庐富春山健康城管理委员会的工程代建款，余额分别为 0.90 亿元和 0.90 亿元，较上年末增长 8.56%，主要系随项目推进应收代建款增加所致；货币资金余额为 4.70 亿元，包括银行存款 4.69 亿元和其他货币资金 0.01 亿元，其中受限资金为 0.01 亿元，较上年末增长 16.73%。

2024 年末，该公司非流动资产为 84.68 亿元，较上年末增长 51.33%，主要由其他权益工具投资、长期股权投资、投资性房地产、在建工程和其他非流动资产构成。其中，其他权益工具投资余额为 28.54 亿元，较上年末增长 1.82%，主要系对杭州淮瓷科技有限公司、杭州中钼新材料科技有限公司等追加投资所致；长期股权投资余额为 17.72 亿元，主要系当年桐庐县人民政府国有资产监督管理办公室（简称“桐庐县国资办”）划入桐庐县铁路建设投资开发有限公司（简称“桐庐铁投”）的 45.83% 股权；投资性房地产余额为 24.81 亿元，系公司用于出租的房屋建筑物，较上年末增长 35.00%，主要系部分自建产业园完工转入该科目所致；在建工程余额为 5.15 亿元，较上年末增长 368.15%，主要系对岩桥未来社区人才公寓项目、开发区物流产业园项目（A、B 区）等项目投入大幅增加所致；其他非流动资产余额为 6.76 亿元，主要系桐庐经开区管委会划拨的道路资产、采矿权，较上年末增长 0.95%，主要系新增预付工程款 0.06 亿元。

图表 12. 公司资产构成情况（单位：亿元）



注：根据桐庐新城所提供的数据整理、绘制

截至 2024 年末，该公司受限资产账面价值 12.90 亿元，占总资产的 3.57%，其中用于银行借款抵押的投资性房地产和无形资产余额分别为 12.69 亿元和 0.20 亿元，用于融资租赁保证金的货币资金余额为 0.01 亿元，资产受限程度尚可。

图表 13. 截至 2024 年末公司受限资产情况 (单位: 亿元、%)

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例	受限原因
货币资金	0.01	0.25	融资租赁保证金等
无形资产	0.20	11.77	借款抵押
投资性房地产	12.69	51.15	借款抵押

注: 根据桐庐新城所提供的数据整理

(2) 所有者权益

2024 年末, 该公司所有者权益为 104.18 亿元, 主要由资本公积、未分配利润和实收资本构成。同期末, 公司实收资本为 1.10 亿元, 较上年末无变化; 资本公积主要由划拨土地、道路资产和特许经营权构成, 同年末公司资本公积为 92.13 亿元, 较上年末增加 25.58 亿元, 主要系收到财政资金及股东资本性投入增加资本公积 7.864 亿元, 以及收到桐庐县国资办划入桐庐铁投 45.83% 的股权增加资本公积 17.72 亿元所致。2024 年末, 公司实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重为 89.49%, 资本稳定性较好。

(3) 负债

该公司负债主要由刚性债务构成, 2024 年末刚性债务占总负债的比重为 86.68%, 其余主要为应付账款、应交税费和其他应付款。2024 年末, 公司应付账款余额为 2.32 亿元, 较上年末下降 11.84%, 主要系应付工程款减少所致; 应交税费余额为 3.24 亿元, 较上年末增长 1.88%, 主要系应交企业所得税等增加所致; 其他应付款⁷余额为 27.68 亿元, 主要系应付桐庐县平台往来款, 其中应付桐庐滨江建设有限公司凤川分公司、桐庐新城举业资产管理有限公司 (简称“举业资管”)、桐庐投资建设发展集团有限公司、桐庐县国有资本投资运营控股集团有限公司 (简称“桐庐国控”) 和桐庐县文化旅游投资集团有限公司 (简称“桐庐文旅”) 往来款分别为 4.98 亿元、4.97 亿元、5.60 亿元、4.36 亿元和 1.50 亿元, 较上年末增长 36.58%, 主要系应付桐庐国控等往来款增加所致。

2024 年末, 该公司刚性债务为 222.88 亿元, 较上年末增长 18.09%, 包括银行借款 142.84 亿元, 应付债券⁸47.09 亿元, 债权融资计划 2.00 亿元, 融资租赁款 16.42 亿元, 信托借款 13.53 亿元, 其他应付款中应付利息 0.87 亿元。银行借款主体主要集中于公司本部、子公司桐庐经开建投及健康城公司。从借款方式看, 保证借款为主要的借款方式, 保证人主要为桐庐县其他国有公司, 保证借款余额占银行借款余额的比重为 95.39%。从借款主体看, 公司本部刚性债务余额为 171.04 亿元, 占合并口径刚性债务余额的比重为 76.74%。从期限结构看, 2024 年末, 公司刚性债务以长期为主, 公司长短期刚性债务分别为 172.14 亿元和 50.75 亿元, 分别占刚性债务的 77.23% 和 22.77%。从借款成本看, 公司银行借款成本区间为 3.20%-6.80%、信托借款成本区间为 4.95%-5.50%、融资租赁借款成本区间为 4.50%-5.50%、债权投资计划成本为 5.32%。

截至 2025 年 6 月 20 日, 该公司存续债券余额为 43.98 亿元 (包含自贸区债 12.88 亿元), 付息正常, 均未到还本期。

图表 14. 截至 2025 年 6 月 20 日公司存续债券概况

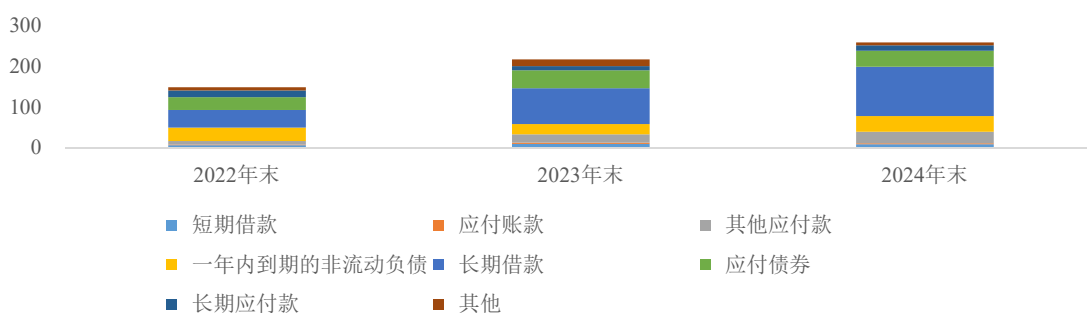
债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	起息时间	债券余额 (亿元)
20 桐庐 02	5.00	5 (3+2)	4.75	2020-07-27	5.00
21 桐庐新城 PPN001	6.00	5 (3+2)	3.30	2021-03-18	6.00
21 桐庐新城 PPN002	6.00	5 (3+2)	4.39	2021-06-28	6.00
21 新城债	5.00	7 (5+2)	4.88	2021-11-29	5.00
22 新城债	4.10	7 (5+2)	4.69	2022-01-26	4.10
23 桐庐 01	5.00	3	4.67	2023-04-03	5.00
G23 桐庐新城 02	4.84	3	3.69	2023-06-16	4.84
G23 桐庐新城 01	8.04	3	3.69	2023-06-16	8.04
合计	43.98	--	--	--	43.98

注: 根据 Wind 数据整理

⁷ 不含应付利息。

⁸ 含长期应付款中地方政府债券。

图表 15. 公司负债构成情况（单位：亿元）



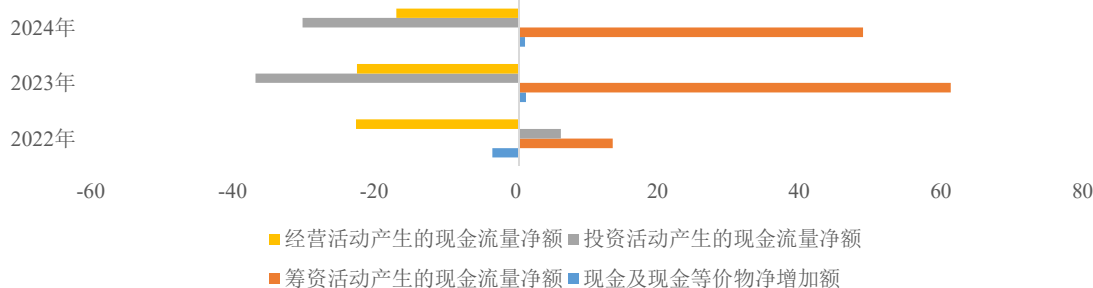
注：根据桐庐新城所提供的数据整理、绘制

2. 偿债能力

(1) 现金流量

该公司经营性现金流平衡主要依靠工程建设业务的回款，获现能力主要取决于该业务回款的支付进度。2024 年，公司营业收入现金率为 61.07%，较上年下降 25.63 个百分点，主要系当期确认的房产销售收入及代建收入大多暂未回款所致；当期经营活动产生的现金流量净额为-17.25 亿元，因代建项目投入较大，呈持续净流出状态。公司投资性现金流主要衡量对桐庐县其他基础设施建设主体暂借款的收支以及科技孵化园等自营项目的投入，2024 年，公司投资性净现金流为-30.46 亿元，呈净流出状态主要系当期其他权益工具投资、自营项目投资增加所致。筹资活动现金流入主要系取得借款和发行债券收到的现金、借入往来款和定期存单解付，流出主要系偿还债务支付的现金以及借入往来款的偿还。同期，公司通过银行借款及发行债券等筹措资金，筹资活动产生的现金流净额为 48.62 亿元，净流入规模较上年下降 20.32%。

图表 16. 公司现金流情况（单位：亿元）



注：根据桐庐新城所提供的数据整理、绘制

(2) 盈利

2024 年，该公司营业毛利为 1.33 亿元，主要来源于代建工程管理业务，综合毛利率为 48.32%，较上年下降 34.92 个百分点，主要系当期安置房销售业务定价较低，毛利率水平较低所致。期间费用全部为管理费用和财务费用，2024 年，公司期间费用为 0.42 亿元，期间费用率为 15.24%，对公司毛利形成一定侵蚀。公司可持续收到园区建设财政补贴，2024 年公司收到财政补贴为 85.72 万元。同年，公司公允价值变动净收益为-0.09 亿元，主要系投资性房地产公允价值波动所致；受以上综合影响，公司净利润为 0.57 亿元，较上年基本持平。

(3) 偿债能力

2024 年，该公司 EBITDA 为 0.80 亿元，较上年略增 0.03 亿元，主要来自利润总额和费用化利息支出；由于刚性债务规模大，EBITDA 对利息支出和刚性债务的保障程度偏弱。公司非筹资性现金流呈持续净流出状态，难以对债务偿付形成有效保障。

2024 年末，该公司流动比率为 328.23%，账面流动资产能对流动负债形成覆盖，但公司流动资产以土地及项目开发成本为主，变现受房地产市场及政府资金拨付影响大，具有较大不确定性，流动性欠佳。此外，近年公司集中到期债务规模大，而可动用货币资金相对有限，面临较大的即期债务偿付压力。

该公司与多家金融机构建立了良好的合作关系，截至 2024 年末，公司获得金融机构授信总额为 211.25 亿元，未使用额度为 55.04 亿元。

图表 17. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
EBITDA/利息支出(倍)	0.25	0.10	0.09
EBITDA/刚性债务(倍)	0.012	0.005	0.004
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-47.47	-35.26	-21.87
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-18.87	-14.15	-8.38
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-35.11	-92.70	-60.49
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-13.96	-37.21	-23.18
流动比率（%）	359.75	331.11	328.23
现金比率（%）	5.27	5.48	5.58
短期刚性债务现金覆盖率（%）	0.25	0.10	0.09

注：根据桐庐新城所提供的数据整理

调整因素

1. ESG 因素

跟踪期内，该公司股权结构、组织架构、管理制度、以及董事、监事和高管人员均未发生变化。截至 2025 年 5 月末，公司董事会、监事会成员及高级管理人员已全部到位。

2. 表外因素

截至 2024 年末，该公司对外担保余额为 43.53 亿元，担保比率为 41.80%。公司担保规模较大，担保对象主要为桐庐县主城区基础设施建设主体。总体看，公司存在一定的或有负债风险。

图表 18. 截至 2024 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额
桐庐县铁路建设投资开发有限公司	11.74
桐庐县富春未来城开发建设有限公司	10.65
桐庐科技创新产业发展投资有限公司	10.51
桐庐县交通发展集团有限公司	3.74
桐庐交通资产经营有限公司	2.21
桐庐县土地整治开发利用有限公司	1.46
桐庐富春旅游开发有限公司	1.00
桐庐县文化旅游投资集团有限公司	1.00
桐庐绿水建设开发有限公司	0.63
桐庐肩吾开发建设有限公司	0.50
桐庐新城举业自有资产管理有限公司	0.10
合计	43.54

注：根据桐庐新城所提供的数据整理

3. 业务持续性

该公司是桐庐县的主要建设主体之一，负责桐庐经开区内的市政工程建设及与园区招商引资相关的产业配套投资等，包括因工程建设需要产生的土地整理及拆迁安置等，跟踪期内公司收入及毛利润主要来源于相关工程的代建及房产销售。截至目前未发现公司存在主业持续性明显减弱的迹象。

4. 其他因素

该公司关联交易主要涉及与桐庐县平台较大规模的业务及资金往来。截至 2024 年末，公司其他应收款中分别应收江南镇新农村、桐庐科创投、举业资管往来款 1.73 亿元、2.31 亿元和 0.13 亿元；其他应付款中分别应付桐庐铁投、桐庐文旅、举业资管和杭州三诺电子科技有限公司往来款 0.51 亿元、1.50 亿元、4.97 亿元和 0.61 亿元。

根据该公司提供的本部 2025 年 6 月 6 日的《企业信用报告》，存在三笔已结清关注类贷款，根据公司提供的本部已结清关注类贷款相关说明，主要系 2014 年前银行将企业属于政府类的贷款划分为关注类贷款所致。根据公司提供的股东桐庐科创投 2025 年 5 月 15 日、子公司健康城公司、富春科技建投和桐庐经开建投 2025 年 6 月 23 日的《企业信用报告》，股东及上述子公司均不存在关注、不良等异常信贷记录。公司本部、股东及子公司还本付息正常。

根据国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、中国执行信息公开网、证券期货市场失信记录查询平台、“信用中国”网站等信用信息公示平台信息查询结果，截至 2025 年 6 月 22 日，该公司本部、桐庐科创投、健康城公司和桐庐经开建投无不良行为记录；子公司富春科技建投于 2024 年 9 月存在一项行政处罚，系富春科技建投为推进园林安置房项目，在未经相关部门批准的情况下移植古树，受到行政处罚金额为 49.468 万元。

外部支持

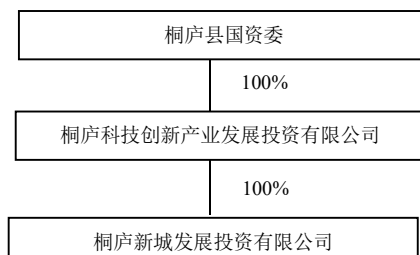
桐庐经开区对桐庐县经济和财政贡献作用较为突出，该公司作为桐庐经开区的建设主体，也是桐庐县主要的建设主体之一，可得到桐庐县政府及开发区管委会在资产注入、政府补助等方面的较有力支持。2024 年公司收到财政资金及股东资本性投入，以及划入的桐庐铁投 45.83%股权合计增加资本公积 25.58 亿元，当期收到财政补贴 85.72 万元。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持桐庐新城主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，所跟踪的 21 桐庐 01 与 22 桐庐 01 债券信用等级均为 AA。

附录一：

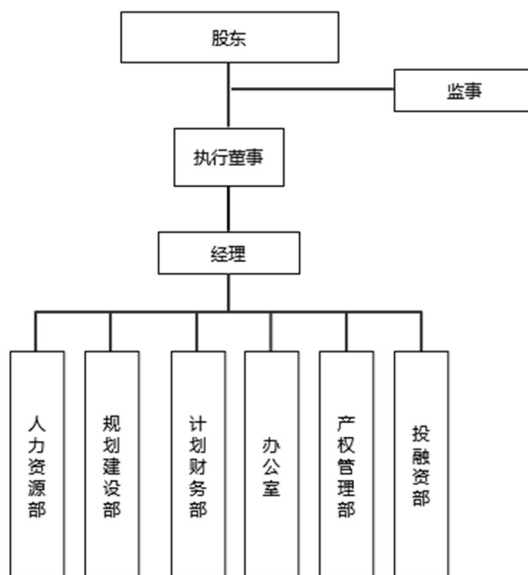
公司与实际控制人关系图



注：根据桐庐新城提供的资料整理绘制（截至 2025 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据桐庐新城提供的资料整理绘制（截至 2025 年 3 月末）

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2024年(末)主要财务数据(亿元)					备注
				总资产	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
桐庐新城发展投资有限公司	桐庐新城	--	基础设施建设、限价房销售、物业租赁等	270.98	88.63	0.64	5.31	-16.02	母公司口径
桐庐经济开发区建设投资发展有限公司	桐庐经开建投	100.00	新农村社区建设、城镇(乡)建设等	46.41	15.76	--	24.55万元	0.72	
桐庐县富春科技建设投资有限公司	富春科技建投	80.00	市政公用工程建设、城镇(乡)建设等	60.48	13.13	0.42	0.11	0.16	
浙江富春山健康城投资开发有限公司	健康城公司	100.00	基础设施建设等	91.91	25.00	1.69	0.15	-2.11	

注：根据桐庐新城提供的资料整理

附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2024 年/末主要数据					
	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营性现金净流入（亿元）
苏州相城高新技术产业发展有限公司	333.14	88.58	73.41	3.65	0.52	-14.75
嘉兴国际商务区投资建设集团有限公司	211.30	102.91	51.30	6.43	-0.75	-6.60
桐庐新城发展投资有限公司	361.31	104.18	71.17	2.75	0.57	-17.25

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022年	2023年	2024年
资产总额[亿元]	233.93	299.21	361.31
货币资金[亿元]	2.94	4.03	4.70
刚性债务[亿元]	133.47	188.73	222.88
所有者权益[亿元]	86.07	83.67	104.18
营业收入[亿元]	1.72	1.66	2.75
净利润[亿元]	1.03	0.57	0.57
EBITDA[亿元]	1.49	0.77	0.80
经营性现金净流入量[亿元]	-22.95	-22.80	-17.25
投资性现金净流入量[亿元]	5.98	-37.14	-30.46
资产负债率[%]	63.21	72.04	71.17
长短期债务比[%]	164.70	193.39	205.10
权益资本与刚性债务比率[%]	64.49	44.33	46.74
流动比率[%]	359.75	331.11	328.23
速动比率[%]	48.48	47.57	49.93
现金比率[%]	5.27	5.48	5.58
短期刚性债务现金覆盖率[%]	6.95	8.50	9.27
利息保障倍数[倍]	0.20	0.10	0.08
有形净值债务率[%]	194.87	263.03	250.85
担保比率[%]	25.99	39.62	41.80
毛利率[%]	79.05	83.24	48.32
营业利润率[%]	70.63	43.28	23.20
总资产报酬率[%]	0.55	0.28	0.24
净资产收益率[%]	1.19	0.67	0.60
净资产收益率*[%]	1.26	0.67	0.60
营业收入现金率[%]	84.90	86.70	61.07
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-47.47	-35.26	-21.87
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-18.87	-14.15	-8.38
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-35.11	-92.70	-60.49
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-13.96	-37.21	-23.18
EBITDA/利息支出[倍]	0.25	0.10	0.09
EBITDA/刚性债务[倍]	0.01	0.00	0.00

注：表中数据依据桐庐新城经审计的2022-2024年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

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%

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

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+使用权资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

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、CCC 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。

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、CCC 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。

附录七：

发行人历史评级

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	2019年8月30日	AA/稳定	张雪宜、张玉琪	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	2024年6月28日	AA/稳定	刘明球、翟玲	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	报告链接
	本次评级	2025年6月26日	AA/稳定	王昕昀、徐佩	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
债项评级 (21桐庐 01)	历史首次评级	2021年6月21日	AA	刘明球、龚春云	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	2024年6月28日	AA	刘明球、翟玲	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	报告链接
	本次评级	2025年6月26日	AA	王昕昀、徐佩	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
债项评级 (22桐庐 01)	历史首次评级	2022年1月10日	AA	刘明球、龚春云	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	2024年6月28日	AA	刘明球、翟玲	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	报告链接
	本次评级	2025年6月26日	AA	王昕昀、徐佩	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-

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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。