



内部编号:2025060618

桐庐投资建设发展集团有限公司

及其发行的 22 桐投 01 与 23 桐投债

# 跟踪评级报告

项目负责人： 李叶  liye@shxsj.com

项目组成员： 吴梦琦  wmq@shxsj.com

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、出售或以任何方式外传。

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)100504】

评级对象: 桐庐投资建设发展集团有限公司及其发行的22桐投01与23桐投债

	22 桐投 01	23 桐投债
主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA/稳定/AAA/2025年06月27日	AA/稳定/AAA/2025年06月27日
前次跟踪:	AA/稳定/AAA/2024年06月28日	AA/稳定/AAA/2024年06月28日
首次评级:	AA/稳定/AAA/2022年08月05日	AA/稳定/AAA/2023年06月20日

### 评级观点

#### 主要优势:

- 外部环境较好。桐庐县位于杭州都市经济圈和义乌商圈的重合部,以及三江两湖及杭州-黄山黄金旅游线的中段,区位及生态环境良好,可为桐庐投资业务开展提供较好的外部环境。
- 业务地位重要。桐庐投资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。22 桐投 01 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;23 桐投债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,有助于提升上述债券的偿付安全性。

#### 主要风险:

- 债务偿付压力。桐庐投资刚性债务已积累至较大规模且跟踪期内继续扩张,杠杆水平进一步上升,债务偿付压力有所加大。
- 占款回收压力。跟踪期内,桐庐投资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,加大了公司资金压力。
- 投融资压力。桐庐投资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。
- 对外担保风险。桐庐投资对外担保对象众多,担保规模较大,不利于财务风险的控制。

### 评级结论

通过对桐庐投资及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析,本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为上述债券还本付息安全性极强,并维持上述债券 AAA 信用等级。

### 未来展望

本评级机构预计桐庐投资信用质量在未来 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	2025 年 第一季度
<strong>发行人母公司口径数据:</strong>				
货币资金(亿元)	7.57	21.56	0.31	0.28
刚性债务(亿元)	119.85	165.28	140.69	140.59
所有者权益(亿元)	67.97	70.64	67.82	60.96
经营性现金净流入量(亿元)	2.01	10.00	13.65	1.08
<strong>发行人合并口径数据及指标:</strong>				
总资产(亿元)	522.37	572.67	596.17	615.57
总负债(亿元)	351.50	388.07	408.17	427.55
刚性债务(亿元)	291.42	338.57	359.44	383.27
所有者权益(亿元)	170.87	184.60	188.00	188.02

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
营业收入(亿元)	8.44	9.91	10.58	1.51
净利润(亿元)	1.57	1.82	1.49	-0.82
经营性现金净流入量(亿元)	-31.43	-32.62	-18.96	-3.25
EBITDA(亿元)	6.79	5.78	5.52	—
资产负债率[%]	67.29	67.76	68.47	69.46
权益资本/刚性债务[%]	58.63	54.52	52.30	49.06
长短期债务比[%]	179.01	171.04	231.97	285.22
短期刚性债务现金覆盖率为[%]	32.67	29.82	16.81	34.28
EBITDA/利息支出[倍]	0.69	0.60	0.45	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02	—
<b>中投保合并口径数据及指标:</b>				
总资产[亿元]	279.76	275.47	278.60	—
所有者权益[亿元]	109.42	110.93	116.92	—
融资性担保责任余额[亿元]	506.67	519.53	493.76	—
融资性担保责任放大倍数[倍]	5.37	5.23	4.63	—
累计担保代偿率[%]	0.18	0.41	0.61	—
<b>中合担保合并口径数据及指标:</b>				
总资产[亿元]	82.18	86.09	91.34	—
所有者权益[亿元]	73.97	73.12	75.41	—
融资性担保责任余额[亿元]	271.66	213.35	149.44	—
融资性担保责任放大倍数[倍]	3.68	2.92	1.99	—
累计担保代偿率[%]	1.92	0.87	0.00	—

注：发行人数据根据桐庐投资审计的 2022-2024 年及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算；担保人数据根据中投保、中合担保经审计的 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
业务风险		3
财务风险		4
初始信用级别		a <sup>+</sup>
个体信用	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 <sup>+</sup>
外部支持	支持因素	+2
主体信用级别		AA

调整因素：(0)

无。

支持因素：(+2)

① 公司是桐庐县重要的城市建设国有资产运营主体之一，在桐庐县开发建设中发挥较突出作用。

② 公司实际控制人为桐庐县国资委，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支持。

中投保本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型: 金融机构评级方法与模型(融资担保) FM-JR004 (2022.12)			
	评级要素	风险程度	
个体信用	业务风险	1	
	财务风险	1	
	初始信用级别	aaa	
	调整因素	合计调整	0
		其中: ①风险分担机制	0
		②ESG 因素	0
		③表外因素	0
		④其他因素	0
	个体信用级别	aaa	
	外部支持	支持因素	0
	主体信用级别		AAA pi

调整因素: 无

支持因素: (0)

中投保作为国家开发投资集团有限公司在担保板块唯一的控股子公司, 可获得国投集团的支持。

注: 经本评级机构 2025 年 5 月 20 日信用评审委员会评定, 中投保主体信用等级为 AAA pi 级, 评级展望稳定。

中合担保本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型: 金融机构评级方法与模型(融资担保) FM-JR004 (2022.12)			
	评级要素	风险程度	
个体信用	业务风险	3	
	财务风险	1	
	初始信用级别	aa+	
	调整因素	合计调整	0
		其中: ①风险分担机制	0
		②ESG 因素	0
		③表外因素	0
		④其他因素	0
	个体信用级别	aa+	
	外部支持	支持因素	+1
	主体信用级别		AAA

调整因素: 无

支持因素: (+1)

中合担保已获得宝武集团财务有限责任公司授信, 为其未来业务拓展奠定了良好基础。

注: 经本评级机构 2024 年 7 月 12 日信用评审委员会评定, 中合担保主体信用等级为 AAA 级, 评级展望稳定。

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照 2022 年桐庐县国有资产投资经营有限公司公司债券（品种一）和 2023 年桐庐投资建设发展集团有限公司公司债券（简称“22 桐投 01”和“23 桐投债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据桐庐投资建设发展集团有限公司（简称“桐庐投资”、“发行人”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2024 年财务报表及未经审计的 2025 年第一季度财务报表及相关经营数据，对桐庐投资的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2022 年 12 月公开发行了 7 年期 7.00 亿元“22 桐投 01”，票面利率为 4.48%，由中国投融资担保股份有限公司（简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，募集资金用于大联区块（石马边）安置房工程和补充营运资金。公司于 2023 年 8 月公开发行了 7（5+2）年期 6.35 亿元“23 桐投债”，票面利率为 3.94%，附第 5 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权，由中合中小企业融资担保股份有限公司（简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，募集资金用于大联区块（石马边）安置房工程、横村时尚智造产业园及配套设施工程和补充营运资金。根据公司债券年度报告，截至目前，22 桐投 01 和 23 桐投债募集资金均已按约定使用完毕。

## 数据基础

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2024 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。公司以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照企业会计准则及其应用指南和准则解释的规定进行确认和计量，在此基础上编制财务报表。公司自 2024 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则解释 17 号》（财会[2023]21 号），自 2024 年 12 月 6 日起执行《企业会计准则解释 18 号》（财会[2024]24 号），执行上述会计政策对公司财务状况和经营成果无重大影响。

2024 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 31 家子公司，较 2023 年末减少的子公司共计 6 家，其中将桐庐县机关事业单位后勤服务有限公司（简称“机关后勤公司”）和杭州富春马业投资发展有限公司（简称“富春马业”）全部股权无偿划出，桐庐桐君综合市场有限公司、桐庐城市害虫消杀有限公司、桐庐求实测绘有限公司和桐庐建业档案咨询服务有限公司注销；较 2023 年末增加的子公司共计 1 家，为新设立的浙江浙勤富春城市服务有限公司。此外，2024 年 7 月 9 日，公司取得桐庐县中小企业担保有限公司控制权纳入合并范围，同年 10 月 12 日注销；2024 年 8 月 15 日，孙公司富春马业设立桐庐通达骏逸商业运营管理有限公司，同年 5 月全部股权无偿划出。2025 年第一季度，公司合并范围较 2024 年未发生变动。

## 业务

桐庐县具有一定区位优势，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。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，业务范围较广，收入来源较为分散。公司代建项目及安置房项目沉淀资金规模较大，资金回笼较缓，回收周期长；自营项目投入和投资计划规模较大，后续运营收益实现受市场需求等因素影响而存在不确定性。自来水、安保、电站发电等业务经营相对稳定。

## 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行业表现相对突出。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化债成为相对主要的化债方式。2024年11月，历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，且境内有桐庐站和桐庐东站两个高铁站；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 75%，是较为理想的休闲度假目的地之一。

2024 年，桐庐县地区生产总值为 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 30.68 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 201.76 亿元，同比增长 4.2%；第三产业增加值 269.63 亿元，同比增长 6.1%；三次产业结构为 6.1:40.2:53.7。跟踪期内全县投资结构有所调整，2024 年固定资产投资同比下降 15.7%，其中工业投资同比增长 1.6%，占总投资的比重较上年提高 5.3 个百分点；消费增速有所减缓，2024 年社会消费品零售总额增速为 1.6%。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%；服务业增加值为 68.41 亿元，同比增长 5.7%。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%。总体来看，当期主要经济指标处于回升态势，经济增长总体向好。

图表 1. 2022 年以来桐庐县主要经济数据（单位：亿元、%）

指标	2022 年		2023 年		2024 年		2025 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	431.41	3.5	485.82	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）	9.45	—	10.22	—	10.91	—	—	—
全社会固定资产投资	—	18.1	—	11.8	—	-15.70	—	3.5
房地产开发投资	—	5.1	—	-23.0	—	-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
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
三次产业结构	6.4:46.9:46.7		6.1:45.8:48.1		6.1:40.2:53.7		—	

注：根据桐庐县人民政府网站整理；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 年桐庐县地区生产总值修订为 485.82 亿元。

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。根据《桐庐县产业高质量发展行动计划（2021-2025年）》，桐庐县进一步优化未来发展战略，将视觉智能、磁性材料、新能源和快递物流定位为桐庐的“四大优势产业”，发展方向清晰。桐庐县提出要加快壮大特色产业集群，做大做强视觉智能、新能源、磁性材料、快递物流等产业集群，打造国家级视觉智能制造业创新中心、国内领先的磁性材料、省级新能源产业集群制造业高地。2024年，桐庐县完成规模以上工业增加值132.90亿元，同比增长3.8%；分产业看，高新技术、装备制造业、战略性新兴产业增加值同比分别增长5.0%、8.0%、5.2%，高于整体增速。

房地产方面，2024年桐庐县房地产投资同比大幅下降49.9%。2024年及2025年第一季度，房屋新开工面积分别为0和6.98万平方米；同期商品房销售面积同比增速分别为-19.7%和47.9%，其中住宅销售面积同比增速分别为-30.8%和3.5%。

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		2025年第一季度	
	数值	增速	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	112.04	-38.4
其中：住宅	213.86	1.7	163.01	-16.5	129.58	-20.5	73.04	-43.6
房屋新开工面积	26.83	-62.3	21.21	-17.8	0.00	-100.0	6.98	—
其中：住宅	18.93	-66.1	17.2	-3.9	0.00	-100.0	6.64	—
商品房销售面积	30.66	-34.7	22.94	-25.2	18.43	-19.7	5.84	47.9
其中：住宅	29.67	-29.5	20.87	-29.7	14.44	-30.8	3.53	3.5
商品房销售额	—	—	36.32	-29.0	—	—	—	—
其中：住宅	—	—	34.85	-30.6	—	—	—	—

注：根据桐庐县人民政府网站整理

土地出让方面，2024年，桐庐县土地出让面积为112.80万平方米，保持相对稳定，但近年成交土地的用地性质构成差异大，其中住宅用地、综合用地及工业用地出让合计面积均呈波动态势，2024年未实现住宅用地出让，工业用地出让面积占比从2023年的51.41%上升至65.21%。跟踪期内，土地出让总价主要随非工业用地出让规模的下降而下降，2024年土地出让总价为12.59亿元，同比下降62.69%。从土地价格看，2024年综合用地出让均价有所上升，但受工业用地出让面积占比上升影响，带动全年土地出让均价大幅下降。2025年第一季度，桐庐县实现土地出让总价2.08亿元，主要为工业用地出让。

图表3. 2022年以来桐庐县土地市场交易情况<sup>1</sup>

指标	2022年	2023年	2024年	2025年第一季度
土地出让总面积（万平方米）	<b>121.09</b>	<b>117.30</b>	<b>112.80</b>	<b>20.77</b>
其中：住宅用地出让面积（万平方米）	8.94	31.53	—	—
综合用地（含住宅）出让面积（万平方米）	3.34	2.76	5.34	0.90
商办用地出让面积（万平方米）	7.00	19.94	16.51	0.46
工业用地出让面积（万平方米）	99.47	60.31	73.56	19.41
土地出让总价（亿元）	<b>15.50</b>	<b>33.75</b>	<b>12.59</b>	<b>2.08</b>
其中：住宅用地出让总价（亿元）	6.36	20.46	—	—
综合用地（含住宅）出让总价（亿元）	3.00	1.69	4.04	1.14
商办用地出让总价（亿元）	1.71	7.57	2.60	0.10
工业用地出让总价（亿元）	4.21	3.79	4.52	0.84
土地出让均价（元/平方米）	<b>1280.00</b>	<b>2877.39</b>	<b>1116.38</b>	<b>1003.06</b>
其中：住宅用地出让均价（元/平方米）	7111.00	6487.86	—	—
综合用地（含住宅）出让均价（元/平方米）	8984.00	6130.30	7559.11	12625.35

<sup>1</sup> 未列示其它用地具体情况。

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
商办用地出让均价（元/平方米）	2450.00	3799.44	1576.88	2174.43
工业用地出让均价（元/平方米）	423.00	628.73	614.84	434.13

注：根据 CREIS 中指指数整理

2024 年，桐庐县一般公共预算收入为 45.66 亿元，同比增长 1.4%；同期一般公共预算支出为 77.74 亿元，同比增长 6.8%。同期，桐庐县一般公共预算自给率分别为 58.74%，较上年有所下降，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 49.21%，主要受国有土地使用权出让收入大幅下降影响。

债务方面，2024 年末，桐庐县地方政府债务余额为 152.83 亿元，较上年末增长 41.28%，其中一般债务和专项债务余额分别为 40.38 亿元和 112.45 亿元，债务余额控制在债务限额之内；同年末，桐庐县政府债务余额是其当年一般公共预算收入的 3.35 倍。融资环境方面，桐庐县区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较低，发债主体未出现公开债券违约事件，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	27.33	—
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	26.54	14.20
地方政府债务余额	99.25	108.17	152.83

注：根据桐庐县人民政府网站整理

## 2. 业务运营

### （1）业务地位

该公司是桐庐县重要的城市建设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，业务地位重要，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。

### （2）经营规模

跟踪期内，随着项目建设推进、往来增长及资产注入等，该公司资产规模逐步扩张，2024 年末及 2025 年第一季度末，公司总资产分别为 596.17 亿元和 615.57 亿元。2024 年，该公司实现营业收入 10.58 亿元，同比增长 6.74%。其中基础设施建设对应的工程代建收入小幅提升，2024 年工程代建收入为 2.46 亿元，同比增长 3.95%。土地开发整理和安置房销售受结算进度影响较大，其中土地开发整理业务 2024 年仍未实现收入；安置房销售业务 2024 年收入同比下降 7.17% 至 1.79 亿元，收入占比较上年下降 2.53 个百分点至 16.91%。此外，公司其他经营性业务范围较广，收入来源分散，是公司收入的重要构成，其中水务业务具备区域专营优势，安保、电站发电等业务经营相对稳定，商品销售业务 2024 年实现收入 1.10 亿元。

2025 年第一季度，该公司实现营业收入 1.51 亿元，主要来源于安置房销售、水务业务和安保业务，对应收入分别为 0.11 亿元、0.15 亿元和 0.46 亿元，占比分别为 7.16%、9.85% 和 30.80%。

图表 5. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元，%）<sup>2</sup>

业务类型	2022 年/末		2023 年/末		2024 年/末		2025 年第一季度/末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产	522.37	—	572.67	—	596.17	—	615.57	—

<sup>2</sup> 表格中明细加计数与合计数差异系四舍五入尾数差。

业务类型	2022 年/末		2023 年/末		2024 年/末		2025 年第一季度/末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	8.44	100.00	9.91	100.00	10.58	100.00	1.51	100.00
工程代建	3.24	38.41	2.37	23.93	2.46	23.30	0.00	0.00
房产销售	0.15	1.75	1.93	19.44	1.79	16.91	0.11	7.16
水务业务	0.67	7.99	0.81	8.13	0.85	8.08	0.15	9.85
安保	1.01	11.95	1.12	11.32	1.29	12.17	0.46	30.80
电站发电	0.25	3.00	0.28	2.87	0.34	3.25	0.02	1.08
工程结算	0.40	4.74	0.88	8.85	0.24	2.26	0.02	1.02
砂石销售	0.50	5.96	—	—	—	—	—	—
商品销售	1.22	14.51	0.00	0.00	1.10	10.42	0.03	1.82
其他	0.99	11.70	2.52	25.46	2.50	23.61	0.73	48.26

注：根据桐庐投资所提供的数据整理

#### A. 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。自 2019 年起，桐庐卫星城建设开发有限公司（简称“卫星城公司”）<sup>3</sup>和桐庐绿水建设开发有限公司（简称“绿水公司”）<sup>4</sup>等作为业主方委托公司本部及其下属子公司桐庐县城市建设投资集团有限公司（简称“桐庐城投”）、桐庐城市基础建设有限公司（简称“桐庐城建”）、桐庐惠民建设有限公司（简称“惠民建设”）等开展基础设施代建业务，由业主方按照项目成本加代建管理费支付代建工程款，代建管理费比例一般为 15-20%。公司需定期将施工进度、已发生的工程成本及核定的利润率报业主方审定，待与业主方确认无误后，公司将审定的建设成本加核定的利润确认为收入，应收的代建工程款随项目进度逐步支付，全部款项在项目竣工后予以全部结清。

2024 年，该公司确认工程代建收入 2.46 亿元，同比增长 3.95%。结算项目主要包括 2021 年桐庐县老旧小区综合改造提升工程、中心广场改造提升工程、2020 年桐庐县老旧小区综合改造提升工程、320 国道（大源溪至江南镇政府以东段）改建工程及 320 国道综合整治工程、杭州亚运会马术项目工程等。截至 2025 年 3 月末，公司在建基础设施项目主要包含桐庐县第一人民医院（县 120 急救中心）迁建项目、舞象山路道路建设工程及城西区块（白云源路以北，金中路以东）城中村改造征迁项目等，计划总投资 96.04 亿元，已完成投资 82.97 亿元。

图表 6. 截至 2025 年 3 月末公司主要在建代建基础设施项目情况（单位：亿元）<sup>5</sup>

项目名称	计划总投资	已投资
桐庐县妇幼保健院迁建项目	4.24	4.95
桐庐县第一人民医院（县 120 急救中心）迁建项目	15.99	10.62
舞象山路道路建设工程	12.89	9.20
桐庐县城污水零直排（二期）工程	1.10	0.92
桐庐公卫应急临床中心项目	1.45	1.12
城西区块（白云源路以北，金中路以东）城中村改造征迁项目	12.69	10.88
城西城中村改造安置房建设项目（大庄里二期）	9.58	10.48
规划展示馆工程	1.89	1.78
水利工程*	17.87	17.87
徐七线*	1.71	1.71
20 省道桐庐段*	2.51	2.51
县城三线入地工程(2012)24 号*	1.85	1.85
春江西路整治工程(2012) *	1.67	1.67
县包山儿童公园（2010）132 号*	1.00	1.00
桐庐县城城南路提升改造工程（2015）78 号*	4.53	2.73

<sup>3</sup> 桐庐县国资委对卫星城公司持股比例为 100%。

<sup>4</sup> 桐庐县财政局（桐庐县人民政府国有资产监督管理办公室）和桐庐城投分别对绿水公司持股 50%。

<sup>5</sup> 表格数据根据公司提供的最新资料调整，下同；带\*号项目因持续未决算暂列在建；桐庐县妇幼保健院、桐庐县第一人民医院(县 120 急救中心)、桐庐公卫应急临床中心及规划展示馆项目拟改为出租方式经营，后续转为固定资产，具体模式暂未确认。

项目名称	计划总投资	已投资
富春江水利风景区滨水风光带（洋洲段）*	5.07	3.68
<b>合计</b>	<b>96.04</b>	<b>82.97</b>

注：根据桐庐投资所提供的数据整理

此外，桐庐农村生活污水提升改造项目工程、农饮水达标提标改建工程（分水）、桐庐第二自来水厂及配套管网建设工程等为该公司自营项目，资金来源均为自筹，未来拟通过项目运营实现资金平衡。截至 2025 年 3 月末，公司主要在建自营项目总投资 28.18 亿元，已投资 19.41 亿元。

图表 7. 截至 2025 年 3 月末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
桐庐农村生活污水提升改造项目工程	3.60	1.96
农饮水达标提标改建工程（分水）	2.60	2.66
桐庐第二自来水厂及配套管网建设工程	4.40	3.72
桐庐县农村饮用水达标提标改造工程（富春江区域）	2.20	2.65
桐庐农副产品批发市场项目	7.68	5.64
桐庐县垃圾焚烧发电厂重建工程	4.50	1.00
桐庐城乡供水一体化管网提升改造工程（二期）	3.20	1.78
<b>合计</b>	<b>28.18</b>	<b>19.41</b>

注：根据桐庐投资所提供的数据整理

截至 2025 年 3 月末，该公司拟建项目计划总投资为 6.96 亿元，其中桐庐智慧水务服务中心项目、桐庐城乡供水一体化管网提升改造工程、旧县街道小微园建设工程等项目为公司自营项目，总投资金额合计为 5.84 亿元，未来拟通过项目运营实现资金平衡。

图表 8. 截至 2025 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
桐庐智慧水务服务中心项目	自营	0.80	2 年
桐庐县凤川街道小源溪水库工程	自营	3.04	3 年
旧县街道小微园建设工程（一期）	自营	2.00	2 年
城西区块征迁配套道路工程——峙山路（G320 国道-云栖路段）	委托代建	1.12	2 年
<b>合计</b>	—	<b>6.96</b>	—

注：根据桐庐投资所提供的数据整理

## B. 土地开发整理

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职能。2019 年起，公司土地开发业务模式为成本加成模式，成本加成比例一般为 10-25%。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，于当年确认收入并收到回款 0.73 亿元。2024 年及 2025 年第一季度，公司未实现土地开发整理收入，收入实现易受项目结算进度影响。

图表 9. 2019 年以来公司土地开发整理项目结算情况（单位：万平方米、亿元）

地块名称/区位	类别	开发成本	确认收入	确认时点	回款情况
桐庐县原方家自然村拆迁区块	商住	0.99	1.10	2019 年	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	0.60	0.73	2021 年	全部回款
<b>合计</b>	—	<b>1.59</b>	<b>1.83</b>	—	—

注：根据桐庐投资所提供的数据整理

截至 2025 年 3 月末，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，已完成投资 3.39 亿元，已完工达到净地要求，处于待出让状态。

### C. 安置房

该公司按照桐庐县政府的规划和部署进行安置房建设及处置。公司原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销售。2018年起，公司按照桐庐县政府部署就安置房项目进行建设，建设套数与计划安置户数一致，除配套商业外，不再采用市场化销售，安置房定向销售价格为当地同类型商品房价格的60-80%。此外，针对桐庐县部分总投资规模较大、户数较多的安置房项目，采用定向安置与政府回购相结合的方式，项目竣工后未及时安置的部分，由政府予以分期回购，以减少公司资金压力。

2024年及2025年第一季度，该公司房产销售收入分别为1.79亿元和0.11亿元，收入主要来自玉兰花园、春江景苑、龙潭安置小区、芝溪垅安置小区、桐庐滩头安置房等项目；同期毛利率分别为17.60%和19.17%，较2023年水平分别上升6.5个百分点和8.07个百分点。由于定向销售的盈利空间远小于市场化销售部分、各年间不同销售模式的房源占比不同，房产销售业务毛利率变动较大。截至2025年3月末，公司主要已完工在售安置房项目包括春江景苑安置小区、龙潭安置小区等，总投资为31.91亿元，累计销售金额为11.57亿元。

图表10. 截至2025年3月末公司主要已完工在售安置房项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	总投资	竣工面积	销售面积	已销售金额
春江景苑安置小区	10.65	35.30	10.45	3.10
龙潭安置小区	2.20	21.70	20.80	2.40
芝溪垅安置小区	1.35	5.44	4.60	1.48
桐庐滩头安置房	3.91	11.95	2.70	1.69
玉兰花园	13.80	11.95	5.09	2.90
<b>合计</b>	<b>31.91</b>	<b>86.34</b>	<b>43.64</b>	<b>11.57</b>

注：根据桐庐投资所提供的数据整理

截至2025年3月末，该公司主要在建安置房项目计划总投资为171.50亿元，已完成投资100.62亿元，尚有较大规模的投资需求。

图表11. 截至2025年3月末公司主要在建安置房情况<sup>6</sup>（单位：亿元、万平方米）

项目名称	建筑面积	总投资	已投资
拆迁安置项目（浮桥埠）	6.34	7.09	7.09
开元街区块	12.98	7.05	8.48
江南镇窄溪安置房项目	18.33	4.60	4.60
柴埠区块安置房项目	52.61	16.11	18.58
分水镇农民集聚安置项目（桥东村C区） <sup>7</sup>	5.64	1.50	2.45
桐庐县城南街道城西区块拆迁改造一期安置房工程	11.94	13.80	10.88
桐君街道牛山坞、西武山区块棚改项目	3.58	6.32	3.87
大联区块（石马边）安置房工程	12.78	12.46	7.57
大联区块（块背）安置房工程	12.85	12.51	7.38
桐庐县城南街道乔林新建区块城中村改造项目（拆迁）	22.52	49.68	16.30
桐庐县城南街道乔林城中村改造项目	33.55	21.93	13.30
桐庐县城南街道新建城中村改造项目	24.95	18.45	0.12
<b>合计</b>	<b>218.07</b>	<b>171.50</b>	<b>100.62</b>

注：根据桐庐投资所提供的数据整理

### D. 水务

该公司水务板块业务主要包括自来水供应及水管管网铺设等，经营主体主要为桐庐水务有限公司（简称“桐庐水务”）和桐庐分水水务有限公司（简称“分水水务”），公司供水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等，但具体规模较不稳定。2024年及2025年第一季度，公司实现自来水业务收入0.85

<sup>6</sup> 部分项目尚未竣工决算，故暂列示于在建项目情况表中。

<sup>7</sup> 该项目投资超概算系已投资部分涵盖前期征拆迁部分投入所致。

亿元和 0.15 亿元。

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 2025 年 3 月末，日供水能力为 36.50 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。截至 2025 年 3 月末，公司供水管网总长度和用户数分别为 1136.12 公里、17.99 万户。2024 年及 2025 年第一季度公司售水量分别为 4765.68 万吨和 1201.22 万吨，2024 年末用户数大幅增长，售水量同步大幅增加。

图表 12. 公司水务业务情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
供水能力（万吨/日）	25.00	28.00	36.50	36.50
用户数（万户）	9.68	12.25	17.84	17.99
管网总长度（千米）	690.00	1044.22	1106.12	1136.12
供水量（万吨）	4509.04	4054.29	6461.09	1503.96
售水量（万吨）	3743.28	3412.57	4765.68	1201.22
管网漏损率（%）	9.50	9.17	9.00	9.00
水质合格率（%）	100.00	100.00	100.00	100.00

注：根据桐庐投资所提供的数据整理

此外，桐庐水务下属管道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，2024 年实现收入 0.24 亿元，收入规模主要与项目建设及结算进度相关，同比减少 0.64 亿元；当年业务毛利率为 -30.09%，主要因当年部分项目暂未确认收入但已结转成本所致。2025 年第一季度确认业务收入 0.02 亿元。

#### E. 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，由公司及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，2024 年及 2025 年第一季度公司发电量分别为 0.69 亿千瓦时和 0.05 亿千瓦时，发电收入分别为 0.34 亿元和 0.02 亿元；同期毛利率分别为 32.79% 和 -218.92%，其中 2025 年第一季度毛利率为负，主要系当期降水量较少，发电量降低所致。

图表 13. 电站发电业务数据

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 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）	0.50	0.54	0.69	0.05
上网电量（亿千瓦时）	0.50	0.53	0.68	0.05
上网电价（元/千瓦时）	0.53	0.55	0.52	0.57

注：根据桐庐投资所提供的数据整理

#### F. 安保、商品销售及其他

除上述业务外，该公司还涉及安保、商品销售、粮食销售、物业、园林绿化、云技术等其他业务板块。其中，安保业务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，2024 年及 2025 年第一季度，安保业务收入分别为 1.29 亿元和 0.46 亿元。

该公司商品销售业务主体为桐庐县浮玉两江贸易有限公司，业务开展范围主要为杭州市境内，销售产品主要为钢材，上游供应商及下游客户主要分别为杭州拱联供应链服务有限公司和杭州瑶溪实业有限公司。2024 年及 2025 年第一季度，商品销售业务收入分别为 1.10 亿元和 0.03 亿元。

物业板块包括租赁业务和摊位管理业务，租赁业务主要由桐庐县市场发展有限公司（简称“市场发展公司”）和桐庐县户外公益设施管理有限公司（简称“户外公益管理公司”）负责运营。其中，市场发展公司负责出租公司持有的商铺和农贸市场摊位，户外公益管理公司负责出租户外广告牌摊位。2024 年及 2025 年第一季度，物业收入分别为 0.44 亿元和 0.31 亿元。

粮食销售业务主要由桐庐县粮食收储有限公司负责运营，具体负责地方储备粮收储、应急物资储备和军粮供应等工作，是桐庐县唯一一家承担政策性粮油收储业务的国有企业。2024年及2025年第一季度，粮食销售收入分别为0.83亿元和0.15亿元。

园林绿化业务主要由桐庐县市政园林绿化工程有限公司负责运营，具体负责桐庐县内市政养护、园林养护、园林工程、白蚁消杀等工作。2024年及2025年第一季度，园林绿化业务收入分别为0.48亿元和0.06亿元。

云技术业务主要由浙江云庐数字科技有限公司负责运营，公司核心业务聚焦于大数据服务、云计算装备技术服务、网络设备销售、安全咨询及安全技术防范系统等方面，目前主营业务有桐庐县内道路及文保点位视频监控整合提升，桐庐县重要部门、金融机构、民营实体110报警预处置安防设备销售、安装、运维，县级公物仓市场化经营工作及全县各部委办局应用系统国产化改造、低空无人机全域覆盖总平台建设、IDC数据机房机柜租赁等。2024年及2025年第一季度，云技术业务收入分别为0.33亿元和0.12亿元。

## 财务

跟踪期内，为满足项目建设及对外资金拆借等需求，该公司刚性债务规模继续扩张，财务杠杆水平进一步抬升，负债经营程度偏高，债务偿付压力加大。公司以项目代建为主的存货及往来款维持较大规模，资金回笼时点存在不确定性，资金占用压力较大。此外，公司对外担保规模大，担保对象众多，面临一定的担保代偿风险。

### 1. 财务杠杆

跟踪期内，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。2024年末及2025年3月末，公司负债总额分别为408.17亿元和427.55亿元，分别较2023年末增长5.18%和10.17%；同期末资产负债率分别为68.47%和69.46%，分别较2023年末上升0.71和1.70个百分点，负债经营程度偏高。

#### （1）资产

2024年末，该公司资产总额为596.17亿元，较上年末增长4.10%。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、其他权益工具投资、投资性房地产、固定资产及在建工程等。2024年末，公司货币资金余额较上年末减少53.66%至14.64亿元，占资产总额的2.45%，无受限货币资金；其他应收款余额较上年末增长16.65%至119.66亿元，以往来款为主，应收对象主要包括绿水公司、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”）、桐庐县医疗投资发展有限公司、桐庐县金融控股有限公司、桐庐县美丽桐君开发有限公司（简称“桐君开发公司”）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1.70%至306.33亿元，主要包括以安置房开发成本投入为主的开发成本123.80亿元、开发产品10.77亿元和代建项目投入形成的合同履约成本170.42亿元等；其他权益工具投资余额为45.19亿元，较上年末基本保持稳定；投资性房地产主要为公司的可租赁资产，余额较上年末小幅减少0.57%至39.70亿元；固定资产余额较上年末大幅增加10.95亿元至20.14亿元，主要系当年子公司桐庐两江供应链产业集团有限公司（简称“两江供应链公司”）水库资产由存货转入固定资产所致；在建工程余额为22.77亿元，较上年末增长6.37%，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。此外，2024年末公司应收账款较上年末增长31.68%至10.21亿元，欠款方主要为卫星城公司、桐庐县第二人民医院（杭州市第一人民医院桐庐分院）、桐庐县小城镇环境整治有限公司、桐庐县交通局、桐庐县公安局等；其他非流动资产余额较上年末增加3.28亿元至7.47亿元，主要系对富春马业的马术馆投资款增加所致。

截至2025年3月末，该公司总资产较上年末增长3.25%至615.57亿元，其中，货币资金余额较2024年末增长86.51%至27.30亿元；存货和在建工程随建设项目持续投入而分别较2024年末增长1.68%和12.69%至311.49亿元和25.66亿元。其他资产构成较2024年末未发生重大变化。

截至2025年3月末，该公司因借款抵押而使得部分投资性房地产受限，受限额合计为1.68亿元，占资产总额的比重为0.27%。

图表 14. 截至 2025 年 3 月末公司受限资产情况

名称	受限金额（亿元）	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
投资性房地产	1.68	4.15	借款抵押

注：根据桐庐投资所提供的数据整理

### （2）所有者权益

跟踪期内，随着政府注资及经营积累，该公司资本实力有所增强。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司所有者权益分别为 188.00 亿元和 188.02 亿元，分别较 2023 年末增长 1.84% 和 1.85%。同期末，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和少数股东权益，其中 2025 年 3 月末，公司少数股东权益余额较 2024 年末增加 11.54 亿元至 12.19 亿元，主要系当期公司将持有的两江供应链公司 51% 股权划转至桐庐县国资委<sup>8</sup>所致。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司资本公积分别为 152.54 亿元和 141.81 亿元，其中 2024 年公司因无偿取得桐庐县担保公司股权 0.13 亿元、无偿划转机关后勤公司股权 0.12 亿元、获得财政资金 8.59 亿元等而增加资本公积 11.27 亿元；因无偿划转子公司富春马业股权 0.37 亿元、无偿移交桐庐县城南街道白云源路 508 号房产（桐庐县委党校）0.32 亿元、支付拆迁安置工程资金 0.50 亿元、子公司回收资产 1.93 亿元、桐庐县国资委收回 4 块土地合计 5.21 亿元等而减少资本公积 8.38 亿元；2025 年 3 月末，公司因划转两江供应链公司 51% 股权，资本公积较 2024 年末减少 10.73 亿元。2024 年末及 2025 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 82.10% 和 76.38%，权益资本稳定性较高。

### （3）负债

该公司负债以非流动负债为主，近年来的债务增量以长期融资为主，与安置房和基础设施项目的长建设周期相匹配，2024 年末及 2025 年 3 月末长短期债务比分别为 231.97% 和 285.22%。从具体构成来看，2024 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，以银行借款和应付债券为主的刚性债务余额为 359.44 亿元，占负债总额的 88.06%；其他应付款余额为 24.93 亿元，占负债总额的 6.11%，主要为应付桐庐缤彩农业开发有限公司（3.73 亿元）、桐庐县财政局（2.57 亿元）、土整开发公司（1.05 亿元）、杭州横村针织小镇建设开发有限公司（1.85 亿元）和桐庐县富春江镇新农村建设有限公司（1.80 亿元）等桐庐县国有企业及政府单位款项，余额较上年末增长 9.72%，主要系应付往来款项增加所致；专项应付款余额为 7.54 亿元，主要为农批市场工程项目、农村生活污水处理设施提升改造项目等收到的专项资金，余额较上年末增长 19.36%。此外，2024 年末公司合同负债余额较上年末减少 61.89% 至 1.72 亿元，主要系预收商品款减少所致。

截至 2025 年 3 月末，该公司负债总额为 427.55 亿元，较 2024 年末增长 4.75%。其中刚性债务余额为 383.27 亿元，较 2024 年末增长 6.63%，占负债总额的 89.64%；其他应付款余额为 24.10 亿元，较 2024 年末减少 3.33%，主要系应付往来款减少所致；专项应付款余额为 7.61 亿元，较 2024 年末变化不大；应付账款余额为 4.08 亿元，较 2024 年末减少 46.39%。除此外，当期末其他负债科目构成较 2024 年末未发生重大变化。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 359.44 亿元和 383.27 亿元，占负债总额的比重分别为 88.06 和 89.64%，股东权益与刚性债务比率分别为 52.30% 和 49.06%，2024 年末该比率较 2023 年末下降 1.22 个百分点，股东权益对刚性债务的保障程度持续下降。同期末公司短期刚性债务余额分别为 87.07 亿元和 79.63 亿元，短期刚性债务占比分别为 24.22% 和 20.78%，刚性债务期限结构以中长期为主。银行借款和发行债券为公司最主要的融资形式，此外有部分地方政府专项债券资金融入以及融资租赁等其他融资。截至 2025 年 3 月末，公司银行借款、应付债券、政府债券资金、融资租赁等非银借款余额<sup>9</sup>占刚性债务的比重分别为 60.54%、30.23%、3.41% 和 5.37%。

截至 2025 年 3 月末，该公司银行借款余额为 232.02 亿元，以保证借款为主，担保方主要为股东桐庐国控及公司本部。从期限结构看，同期末公司银行借款中短期借款及一年内到期的长期借款合计金额为 43.83 亿元，占银行借款的比重为 18.89%；从资金成本来看，公司银行借款利率主要集中于 4.00%-6.50% 之间。2025 年 3 月末，公司信托贷款、融资租赁等非银借款余额合计为 20.58 亿元，其中一年内到期部分余额为 0.59 亿元，对应资金成

<sup>8</sup> 桐庐县国资委与桐庐投资已签订一致行动人协议，明确桐庐县国资委与桐庐投资在两江供应链公司股东会中采取“一致行动”，由桐庐投资并表并实际管理。

<sup>9</sup> 含对应的一年内到期部分，下同。

本介于 4.80%-5.75%之间。此外，截至 2025 年 3 月末，公司获得的政府专项债券资金余额为 13.05 亿元。

债券发行方面，该公司较早拓展直融渠道，除公司本部以外，子公司桐庐城投参与债券市场融资。跟踪期内，公司合并范围内仍保持较大规模发行债券，外部融资对于债券的依赖程度较大。截至 2025 年 6 月 13 日，公司合并范围内待偿还债券本金余额为 116.05 亿元，公司及其发债子公司对已发行债券均能够按时付息，没有延迟支付本息的情况。

图表 15. 截至 2025 年 6 月 13 日公司合并范围内存续债券情况（单位：亿元）

债项简称	发行主体	发行金额	发行日期	期限	发行利率	期末余额
22 桐庐国资 MTN001B	桐庐投资	5.00	2022.04.21	5 年	4.16%	5.00
22 桐庐国资 MTN002	桐庐投资	7.70	2022.07.11	5 年	4.05%	7.70
22 桐资 01	桐庐投资	5.00	2022.09.26	3 年	3.27%	5.00
22 桐投债 01	桐庐投资	7.00	2022.12.23	7 年	4.48%	7.00
23 桐庐投资 PPN001	桐庐投资	10.00	2023.07.20	3+2 年	4.09%	10.00
23 桐投债	桐庐投资	6.35	2023.08.10	5+2 年	3.94%	6.35
23 桐资 01	桐庐投资	10.00	2023.09.27	3 年	3.80%	10.00
23 桐资 02	桐庐投资	10.00	2023.11.09	3 年	3.74%	10.00
23 桐庐投资 PPN002	桐庐投资	10.00	2023.11.17	3+2 年	3.66%	10.00
24 桐资 01	桐庐投资	15.00	2024.06.07	3 年	2.38%	15.00
25 桐庐投资 MTN001	桐庐投资	10.00	2025.02.24	5 年	2.75%	10.00
25 桐庐投资 MTN002	桐庐投资	5.00	2025.04.22	5 年	2.63%	5.00
23 桐庐城投 MTN001	桐庐城投	5.00	2023.01.10	3+2 年	4.85%	5.00
23 桐投 01	桐庐城投	6.00	2023.09.06	3 年	3.65%	6.00
24 桐投 02	桐庐城投	4.00	2024.11.06	5 年	2.87%	4.00
<b>合计</b>	—	<b>116.05</b>	—	—	—	<b>116.05</b>

注：根据 Wind 数据整理、绘制

## 2. 偿债能力

### （1）现金流量

2024 年，该公司营业收入现金率较上年提升 8.51 个百分点至 94.28%，主业收现能力有所回升。同期，由于工程代建结算及回款进度显著缓于建设投入进度，且公司持续保持较大规模的项目投入，公司经营环节现金流仍保持大额净流出状态，2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为-18.96 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自营项目投入等多项活动。2024 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-22.66 亿元。为弥补经营及投资环节资金缺口，近年来公司保持较大的外部筹资力度，2024 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 24.67 亿元。

2025 年第一季度，该公司营业收入现金率为 112.12%，由于仍保持较大规模的项目投入，当期经营活动产生的现金流量净额为-3.25 亿元；投资活动现金净流出 3.00 亿元，主要为公司自营在建项目资金投入等；经营及投资活动产生的资金缺口仍依靠筹资弥补，当期公司筹资活动产生的现金流量净额为 18.92 亿元。

### （2）盈利

基础设施建设、房产销售和物业业务是该公司 2024 年营业毛利相对主要的来源。2024 年，公司实现毛利 1.12 亿元，较上年增加 0.09 亿元；综合毛利率为 10.57%，较上年提升 0.19 个百分点。受益于安保、物业等经营性业务相对稳定增长，2024 年公司毛利和毛利率均小幅提升。

该公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2024 年期间费用率为 25.20%，仍高于当年毛利率水平。公司净利润实现依赖政府补助，2024 年，公司获得与收益相关的政府补助 3.51 亿元，净利润为 1.49 亿元。

2025 年第一季度，该公司毛利为 0.14 亿元，期间费用率为 69.81%，仍以管理费用和财务费用为主，同期公司实现其他收益 0.18 亿元，净利润为-0.82 亿元。

### (3) 偿债能力

跟踪期内，该公司 EBITDA 仍主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成。2024 年，主要受利润总额减少影响，公司 EBITDA 较上年减少 4.40% 至 5.52 亿元。此外，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较低。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。

从资产流动性看，该公司资产相对集中于存货和其他应收款科目，而融资以长期借款和债券为主，因此账面反映的流动比率处于较优水平。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司流动比率分别为 370.21% 和 424.18%，但实际资产流动性较大程度上依赖于工程回款进度等，整体看公司资产流动性仍较弱。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司货币资金余额分别为 14.64 亿元和 27.30 亿元，现金比率分别为 11.90% 和 24.59%，短期刚性债务现金覆盖率为 16.81% 和 34.28%，现金类资产对短期刚性债务保障力度较弱。

图表 16. 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	2025 年第一季度/末
EBITDA/利息支出(倍)	0.69	0.60	0.45	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.02	0.02	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-27.99	-24.24	-14.25	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-11.51	-10.36	-5.43	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-46.26	-49.68	-31.28	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-19.02	-21.23	-11.93	—
流动比率 (%)	345.16	311.66	370.21	424.18
现金比率 (%)	20.60	22.06	11.90	24.59
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	32.67	29.82	16.81	34.28

注：根据桐庐投资所提供的数据计算、绘制

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 2025 年 3 月末，公司合并口径银行授信总额为 421.03 亿元，其中尚未使用金额为 120.08 亿元。

## 调整因素

### 1. ESG 因素

跟踪期内，该公司董事、总经理、法定代表人发生变动，但对公司的日常管理、生产经营无重大负面影响。截至 2025 年 3 月末，该公司唯一股东仍为桐庐国控，实际控制人仍为桐庐县国资委。除此之外，公司在注册资本、股权结构、管理制度及机构设置等方面未发生重大变化。

### 2. 表外因素

该公司对外担保规模大，担保对象众多，面临一定的担保代偿风险。截至 2025 年 3 月末，公司对外担保余额为 41.62 亿元，担保比率为 22.14%，被担保对象均为桐庐县内国有企业。

图表 17. 截至 2025 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
桐庐新城发展投资有限公司	10.64
桐庐县土地整治开发利用有限公司	9.44
桐庐县美丽桐君开发有限公司	8.87
桐庐县铁路建设投资开发有限公司	2.42
桐庐双龙村镇建设开发有限公司	2.13
桐庐飞腾公路工程有限公司	1.48

被担保对象	担保余额
浙江富春山健康城投资开发有限公司	1.03
桐庐绿水建设开发有限公司	1.00
桐庐县富春江镇新农村建设有限公司	1.00
其他（担保余额在 1 亿元以下的其他被担保对象）	3.61
合计	41.62

注：根据桐庐投资所提供的数据整理

### 3. 业务持续性

该公司是桐庐县重要的城市建设和国有资产运营主体之一，业务范围较广，收入来源较为分散。公司业务涉及基础设施建设、安置房建设、水务、发电、安保、租赁等，业务地位重要，未见公司存在业务持续性下降的迹象。

### 4. 其他因素

根据该公司提供的股东桐庐国控 2025 年 5 月 28 日的《企业信用报告》，桐庐国控不存在信贷违约记录。根据公司本部 2025 年 5 月 19 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，根据公司提供的情况说明，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，相关贷款未发生逾期及不良事项；根据子公司桐庐城投 2025 年 6 月 19 日的《企业信用报告》，已结清贷款中存在 18 笔关注类贷款，根据桐庐城投提供的情况说明，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，相关贷款未发生逾期及不良事项。除此外公司信贷记录无异常。根据 2025 年 6 月 14 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、信用中国信息查询结果，未发现公司存在重大异常情况。

## 外部支持

该公司唯一股东为桐庐国控，实际控制人仍为桐庐县国资委，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。2024 年，公司无偿取得桐庐县担保公司股权 0.13 亿元、无偿划转机关后勤公司股权 0.12 亿元、获得财政资金作为对子公司桐庐城市发展经营有限公司、桐庐城建和桐庐水务的资本金投入 8.59 亿元；获得与收益相关的政府补助 3.51 亿元。总体来看，公司作为桐庐县重要的城市建设和国有资产运营主体之一，可获政府支持。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 1.22 桐投 01：外部担保

22 桐投 01 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 5.00 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（后更名为国家开发投资集团有限公司，简称“国投集团”），同时增资至 30.00 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；同年 12 月，中投保股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2024 年末，中投保注册资本为 45.00 亿元，控股股东为国投集团，实际控制人为国务院国资委。中投保前五大股东持股情况见下表。

图表 18. 截至 2024 年末中投保前五大股东明细

序号	股东名称	持股数（亿股）	持股比例（%）
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93
2	青岛信保投资发展合伙企业（有限合伙）	7.93	17.62
3	信宸资本担保投资有限公司	3.01	6.68
4	金鼎投资（天津）有限公司	2.98	6.63
5	鼎晖嘉德（中国）有限公司	2.70	6.00
合计		38.64	85.86

注：根据中投保 2024 年年报整理

中投保的主要业务为担保业务，包括融资担保和非融资担保；同时通过投资业务，提高自有资金收益率。中投保亦积极拓展财务顾问、资产管理等业务品种，为客户提供综合信用解决方案。此外，中投保大力推进数字化转型，打造数字化风控、打造金融科技集成平台，持续提升数字金融服务效能。截至 2024 年末，中投保经审计的合并口径总资产为 278.60 亿元，所有者权益为 116.92 亿元；当年实现营业总收入 34.40 亿元，其中已赚保费 7.21 亿元，实现净利润 13.66 亿元。

中投保行业地位突出，近年来担保业务规模持续扩大。其中，债券担保占比较大，以公募城投债为主，近年来出于自身战略发展需要，中投保主动调整担保业务结构，降低城投债担保业务的比重，加强央国企担保业务拓展力度，2024 年末债券担保余额有所减少；借款担保以小微普惠类的批量合作产品为主，其他融资担保服务于资产证券化等产品，二者均发展迅速；非融资性担保业务呈现较快增长，主要来自投标保函。中投保担保业务的行业集中度较高；客户分散度较好，主要来自于江苏、山东、浙江等发达省份。近年来，中投保的担保代偿率维持在较低水平，其通过反担保措施来控制损失风险，代偿项目追偿效果较好，当期代偿基本实现当期全额回收，代偿回收率保持较好水平，各类风险准备金计提也较为充足。投资业务方面，中投保资产配置方向主要包括定存、理财、基金、债券、委托贷款等，公司加大高评级债券资产配置力度，各类资产比例满足监管规定，中投保已根据会计准则有关预期信用减值损失的要求计提相应比例的减值损失。2024 年，得益于中金公司股票减持收益，中投保营业收入同比实现倍增，盈利水平大幅提高。但当年已赚保费小幅下降，剔除长股投处置收益后的其他投资收益同比下降，且近年来汇兑损益变动较大，未来将面临收益波动压力。

经本评级机构 2025 年 5 月 20 日信用评审委员会评定，中投保主体信用等级为 AAApi 级，评级展望稳定。整体来看，中投保提供的担保进一步增强了 22 桐投 01 的安全性。

## 2.23 桐投债：外部担保

23 桐投债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”）<sup>10</sup>）、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”）<sup>11</sup>）分别认购 0.80 亿股、0.60 亿股和 19.10 亿股。2023 年，摩根大通以协议转让方式，将其持有中合担保的全部股份 12.76 亿股（持股比例 17.78%）转让给宏达控股集团有限公司（以下简称“宏达控股”）。截至 2023 年末，中合担保注册资本仍为 71.76 亿元，无实际控制人，股权结构如下图所示。

<sup>10</sup> 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。

<sup>11</sup> 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 19. 截至 2024 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	宏达控股集团有限公司	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
<b>合计</b>		<b>717640</b>	<b>100.00</b>

注：根据中合担保提供资料整理。

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%。2022 年 4 月，海航集团宣布其风险处置工作基本结束，包括海航集团、海航资本等在内的 321 家公司实质合并重整计划已经执行完毕。根据重整计划，重整范围内公司的资产将纳入专门设立的信托计划，并以信托计划份额抵偿债务。其中，海航资本为 321 家公司名单中企业，根据公开信息显示，海航资本股东已变更为海南海航二号信管服务有限公司，无实际控制人。同时，海航科技作为上市公司，不在重整范围内，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海航集团有限公司的破产重整对中合担保股权结构的变化及经营等方面的影响。

中合担保是一家中外合资跨区域经营的融资担保机构，是根据国务院“加快推进利用外资设立中小企业担保公司”要求（国发[2010]9 号），由国家发改委牵头设立的试点项目。近年来，中合担保积极推动业务转型，目前业务主要聚焦于城投企业债券担保业务和依托于宝武集团开展的供应链金融业务。受存量在保项目持续解保、城投债发行审批收紧影响，中合担保期末担保余额呈下降趋势，供应链金融业务项下的保理业务实现快速发展。中合担保历史风险项目于 2021 年底前出清，2022 年及 2023 年无新增代偿项目，2024 年共发生 1 笔代偿，金额 61.93 万元，为供应链金融担保业务，已于 2025 年 1 月全额追偿。资金运用方面，中合担保将闲置资金主要用于高流动性资产和固定收益类产品投资。2024 年，在债券担保业务收缩的情况下，得益于供应链业务收入大幅提升，中合担保营业收入有所上升，且随着成本费用管控及信用减值损失计提金额减少，盈利较上年有所提升。

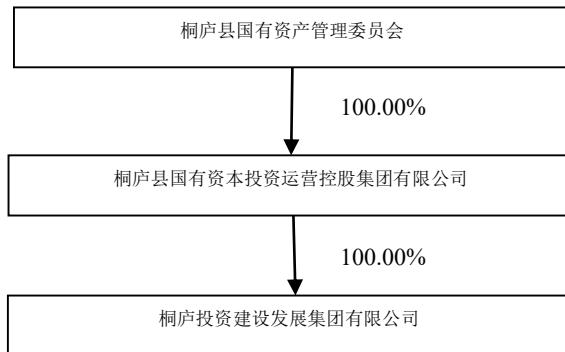
经本评级机构 2024 年 7 月 12 日信用评审委员会评定，中合担保主体信用等级为 AAA 级，评级展望稳定。整体来看，中合担保提供的担保有助于增强 23 桐投债的偿付安全性。

## 跟踪评级结论

综上，本评级机构维持桐庐投资主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，22 桐投 01 和 23 桐投债信用等级均为 AAA。

附录一：

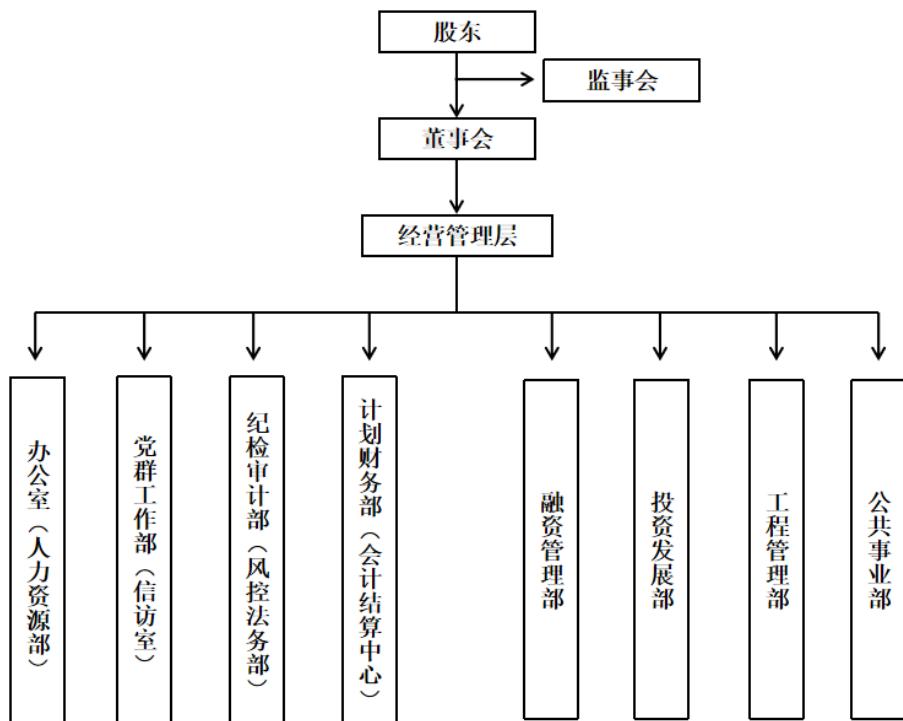
公司与实际控制人关系图



注：根据桐庐投资提供的资料绘制（截至 2025 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据桐庐投资提供的资料绘制（截至 2025 年 3 月末）

附录三：

### 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 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量(亿元)	
桐庐投资建设发展集团有限公司	桐庐投资	—	基础设施建设、土地开发等	245.63	67.82	0.34	0.74	13.65	母公司口径
桐庐县城市建设投资集团有限公司	桐庐城投	100.00	综合	271.93	120.53	6.06	0.82	2.27	合并口径
桐庐滨江建设有限公司	滨江建设	100.00	县域范围内政府保障类住房建设开发	74.76	23.57	0.06	-0.28	-32.64	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	58.63	8.61	0.01	0.94	-1.75	单体口径

注：根据桐庐投资提供的资料整理

## 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）
绍兴市柯桥区城建投资开发集团有限公司	576.95	200.24	65.29	18.72	2.38	8.85
新昌县城市建设投资集团有限公司	705.79	271.05	61.60	14.84	0.89	-19.13
桐庐投资建设发展集团有限公司	596.17	188.00	68.47	10.58	1.49	-18.96

注：根据公开资料整理

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	2025 年 第一季度
资产总额[亿元]	522.37	572.67	596.17	615.57
货币资金[亿元]	25.96	31.58	14.64	27.30
刚性债务[亿元]	291.42	338.57	359.44	383.27
所有者权益[亿元]	170.87	184.60	188.00	188.02
营业收入[亿元]	8.44	9.91	10.58	1.51
净利润[亿元]	1.57	1.82	1.49	-0.82
EBITDA[亿元]	6.79	5.78	5.52	—
经营性现金净流入量[亿元]	-31.43	-32.62	-18.96	-3.25
投资性现金净流入量[亿元]	-20.52	-34.24	-22.66	-3.00
资产负债率[%]	67.29	67.76	68.47	69.46
长短期债务比[%]	179.01	171.04	231.97	285.22
权益资本与刚性债务比率[%]	58.63	54.52	52.30	49.06
流动比率[%]	345.16	311.66	370.21	424.18
速动比率[%]	95.67	101.22	121.01	143.53
现金比率[%]	20.60	22.06	11.90	24.59
短期刚性债务现金覆盖率[%]	32.67	29.82	16.81	34.28
利息保障倍数[倍]	0.49	0.50	0.35	—
有形净值债务率[%]	269.41	216.59	222.96	234.05
担保比率[%]	38.42	15.28	21.70	22.14
毛利率[%]	0.33	10.38	10.57	9.54
营业利润率[%]	15.30	16.36	14.31	-56.81
总资产报酬率[%]	0.97	0.89	0.74	—
净资产收益率[%]	0.94	1.03	0.80	—
净资产收益率*[%]	0.94	1.01	0.78	—
营业收入现金率[%]	133.60	85.77	94.28	112.12
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-27.99	-24.24	-14.25	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-11.51	-10.36	-5.43	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-46.26	-49.68	-31.28	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-19.02	-21.23	-11.93	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.69	0.60	0.45	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02	—

注：表中数据依据桐庐投资经审计的 2022~2024 年度及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、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(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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：

### 中投保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]	279.76	275.47	278.60
货币资金[亿元]	31.87	17.81	14.42
所有者权益[亿元]	109.42	110.93	116.92
实收资本[亿元]	45.00	45.00	45.00
刚性债务[亿元]	167.19	161.62	122.68
营业总收入[亿元]	17.32	16.55	34.40
担保业务收入[亿元]	13.13	8.54	3.65
净利润[亿元]	5.43	5.71	13.66
担保发生额[亿元]	470.62	394.59	659.74
担保余额[亿元]	827.82	902.10	963.92
融资性担保责任余额[亿元]	506.67	519.53	493.76
当期担保代偿额[亿元]	1.06	2.51	3.70
风险准备金[亿元]	34.53	32.76	27.19
融资性担保放大倍数[倍]	5.37	5.23	4.63
净资产收益率[%]	4.92	5.18	11.99
累计担保代偿率[%]	0.18	0.41	0.61
当期担保代偿率[%]	0.38	0.78	0.62
累计代偿回收率[%]	97.39	101.64	96.63

注：表中数据依据中投保经审计的 2022~2024 年度财务数据整理、计算。融资性担保责任余额及融资性担保放大倍数系根据《融资担保责任余额计量办法》计算，取自中投保年报。

### 指标计算公式

指标名称	计算公式
担保放大倍数[倍]	期末担保余额/期末净资产
融资性担保责任放大倍数[倍]	融资性担保责任余额/调整后净资产
净资产收益率（%）	净利润/[(上期末净资产+本期末净资产)/2] × 100%
风险准备金充足率（%）	担保风险准备余额/期末担保责任余额×100%
代偿保障率（%）	(货币资金+短期投资+存出保证金-存入保证金)/单户最大担保余额×100%
I 级资产[亿元]	现金+银行存款+存出保证金+货币市场基金+国债、金融债券+可随时赎回或三个月内到期的商业银行理财产品+债券信用评级 AAA 级的债券+其他货币资金
I 级资产比例（%）	I 级资产/(总资产-应收代偿款) × 100%
III 级资产比例（%）	III 级资产/(总资产-应收代偿款) × 100%
当期担保代偿率（%）	当期担保代偿金额/当期累计解除担保金额×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：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

## 附录七：

### 中合担保主要财务数据及指标表

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]	82.18	86.09	91.34
货币资金[亿元]	4.83	0.74	0.20
所有者权益[亿元]	73.97	73.12	75.41
实收资本[亿元]	71.76	71.76	71.76
营业收入[亿元]	4.59	4.26	5.02
担保业务净收入[亿元]	2.86	2.52	2.07
净利润[亿元]	1.05	1.55	3.19
担保发生额[亿元]	111.39	100.95	38.55
担保余额[亿元]	335.46	267.02	185.02
融资性担保责任余额[亿元]	271.66	213.35	149.44
I 级资产[亿元]	57.09	58.84	59.45
当期担保代偿额[亿元]	0.00	0.00	0.01
风险准备金[亿元]	3.03	4.34	3.49
融资性担保责任放大倍数[倍]	3.68	2.92	1.99
净资产收益率[%]	1.43	2.11	4.29
风险准备金/应收代偿款[倍]	1.54	3.85	10.33
累计担保代偿率[%]	1.92	0.87	0.00
当期担保代偿率[%]	0.00	0.00	0.01
累计代偿回收率[%]	78.23	123.49	71634.17
I 级资产比例[%]	72.26	70.45	72.45
III 级资产比例[%]	14.54	16.71	16.11

注 1：表中数据依据中合担保经审计的 2022-2024 年度财务数据整理、计算。

注 2：融资性担保责任余额及融资性担保责任放大倍数系根据《融资担保责任余额计量办法》计算，I-III 级资产及比例根据《融资担保公司资产比例管理办法》统计取得，由中合担保提供。

### 指标计算公式

指标名称	计算公式
担保放大倍数[倍]	期末担保余额/期末净资产
融资性担保责任放大倍数[倍]	融资性担保责任余额/调整后净资产
净资产收益率（%）	净利润/[(上期末净资产+本期末净资产)/2] × 100%
风险准备金充足率（%）	担保风险准备余额/期末担保责任余额×100%
代偿保障率（%）	(货币资金+短期投资+存出保证金+存入保证金)/单户最大担保余额×100%
I 级资产[亿元]	现金+银行存款+存出保证金+货币市场基金+国债、金融债券+可随时赎回或三个月内到期的商业银行理财产品+债券信用评级 AAA 级的债券+其他货币资金
I 级资产比例（%）	I 级资产/（总资产-应收代偿款）×100%
III 级资产比例（%）	III 级资产/（总资产-应收代偿款）×100%
当期担保代偿率（%）	当期担保代偿金额/当期累计解除担保金额×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：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

## 附录八：

### 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。

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。

**附录九：**
**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	2018年11月20日	AA稳定	张雪宜、李叶	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2024年12月30日	AA稳定	李叶、吴梦琦	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2025年6月27日	AA/稳定	李叶、吴梦琦	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001</a>	<a href="#">报告链接</a>
	历史首次评级	2022年8月5日	AAA	张雪宜、张玉琪	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001</a>	<a href="#">报告链接</a>
22桐投01	前次评级	2024年6月28日	AAA	李叶、吴梦琦	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2025年6月27日	AAA	李叶、吴梦琦	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001</a>	<a href="#">报告链接</a>
	历史首次评级	2023年6月20日	AAA	李叶、吴梦琦	<a href="#">新世纪评级方法与模型(城市基础设施投资企业) FM-GG001</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2024年6月28日	AAA	李叶、吴梦琦	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001</a>	<a href="#">报告链接</a>
23桐投债	本次评级	2025年6月27日	AAA	李叶、吴梦琦	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001</a>	<a href="#">报告链接</a>
					<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001</a>	<a href="#">报告链接</a>

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。