

2021 年桐庐县国有资本投资运营控股集团有限公司

县城新型城镇化建设专项债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

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

概述

编号:【新世纪债评(2021)010102】

评级对象: 2021年桐庐县国有资本投资运营控股集团有限公司县城新型城镇化建设专项债券

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA

评级时间: 2021年7月5日

计划发行: 12亿元

本期发行: 12亿元

存续期限: 7年,附第5年末调整票面利率选择权和回售选择权

增级安排: 无

发行目的: 项目投资、补充营运资金

偿还方式: 每年付息一次,到期一次性还本付息

主要财务数据及指标

项目	2018年	2019年	2020年
金额单位:人民币亿元			
母公司数据:			
货币资金	0.02	0.71	3.55
刚性债务	0.00	0.00	34.90
所有者权益	146.39	148.17	147.01
经营性现金净流入量	-0.02	-1.63	0.02
合并数据及指标:			
总资产	388.55	495.13	558.89
总负债	241.72	309.20	362.12
刚性债务	193.41	242.67	314.43
所有者权益	146.83	185.94	196.77
营业收入	10.86	14.27	12.70
净利润	2.22	1.83	1.40
经营性现金净流入量	-6.75	-14.92	-16.62
EBITDA	7.60	7.50	9.24
资产负债率[%]	62.21	62.45	64.79
长短期债务比[%]	128.46	136.69	191.75
营业利润率[%]	15.19	14.70	13.22
短期刚性债务现金覆盖率[%]	40.30	53.88	52.68
营业收入现金率[%]	121.14	118.29	116.15
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-6.74	-16.62	-26.75
EBITDA/利息支出[倍]	0.66	0.53	0.57
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.03

注:根据桐庐国控经审计的2018-2020年财务数据整理、计算。

分析师

张玉琪 zhangyq@shxsj.com

龚春云 gcy@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **经济发展潜力。**桐庐县生态环境良好,自然及旅游资源较为丰富,在传统工业持续发展的基础上,第三产业亦具有良好的增长潜力,为桐庐国控的业务开展提供了良好的外部环境。
- **业务地位突出。**2018年桐庐县国资委将桐庐县内重要平台公司股权无偿划拨给桐庐国控,由桐庐国控进行统一管控,公司定位为桐庐县最核心的国有资产运营主体,业务地位突出。

主要风险:

- **债务偿付压力。**为满足市政建设及对外资金拆借需求,桐庐国控刚性债务已积累至较大规模,公司面临一定的债务偿付压力;且根据建设规划,后续仍有一定的新增投融资需求,整体资金压力较大。
- **占款回收风险。**近年来桐庐国控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,加大了公司资金周转压力。
- **或有损失风险。**桐庐国控本部及合并范围内子公司对外担保对象众多,担保额较大,存在一定或有风险。
- **管控压力。**桐庐国控整合时间较短,对下属子公司实际控制力度较弱,加之子公司众多,公司面临一定的管控压力。

➤ 未来展望

通过对桐庐国控及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2021 年桐庐县国有资本投资运营控股集团有限公司

县城新型城镇化建设专项债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

桐庐县国有资本投资运营控股集团有限公司（以下简称“桐庐国控”、“该公司”或“公司”）原名桐庐文化传播有限责任公司，系根据桐文广新[2014]32 号和桐文广新[2014]34 号文件，由桐庐县国有资产管理委员会（以下简称“桐庐县国资委”）出资组建的有限责任公司（国有独资），初始注册资本为 500 万元；2020 年，根据桐庐县国资委文件，以资本公积向公司转增资本 2.95 亿元；截至 2020 年末，公司注册资本和实收资本均为 3.00 亿元，桐庐县国资委为公司唯一股东及实际控制人。

该公司是桐庐县最核心的国有资产运营主体，经营范围包括国有产投资管理与运营及股权投资。截至 2020 年末，公司共包含三家一级子公司，分别为桐庐县交通发展集团有限公司（以下简称在“桐庐交发”）、桐庐县铁路建设投资开发有限公司（以下简称“桐庐铁投”）和桐庐县国有资产投资经营有限公司（以下简称“桐庐国投”）。其中，桐庐交发主要负责桐庐县范围内部分交通类基础设施项目投资建设；桐庐铁投主要负责杭黄高铁项目前期征拆建设投资；桐庐国投为桐庐县最主要的城市基础设施建设和国有资产运营主体，经营范围包括县政府授权范围内的国有资产经营及有关部门委托的资产经营，土地开发整理，政府性投资项目、市政工程等基础设施项目和经营性投资项目的建设开发。目前，公司业务涉及基础设施及安置房建设、水务、发电、安保、租赁等多个领域，业务集中在下属子公司，公司本部业务量较小，仅涉及部分租赁及商演。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经该公司董事会及桐庐县国资委批准，公司拟发行总额 12 亿元的企业债券，期限 7 年，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金拟用于募投项目建设、补充营运资金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2021 年桐庐县国有资本投资运营控股集团有限公司县城新型城镇化建设专项债券
总发行规模:	12 亿元人民币
本期发行规模:	12 亿元人民币
本期债券期限:	7 年，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期一次性还本付息
增级安排:	无

资料来源：桐庐国控

(2) 募集资金用途

A. 补充营运资金

近年来，随着该公司业务的持续开展，公司对流动资金的需求相应增长，公司拟将本期债券募集资金中的 4.25 亿元用于补充营运资金，以满足业务发展需要。

B. 项目投资

该公司拟将本期募集资金 7.75 亿元用于桐庐县污水零直排区建设（城区部分）工程、桐庐综合客运枢纽（公路客运）工程（扣除酒店建设部分）和桐庐县千岛湖配水配套饮水工程项目投资建设，上述三个项目总投资合计为 12.59 亿元，其中拟使用本期债券募集资金合计额占比为 61.55%。

图表 2. 本期债券募集资金拟投资项目概况（单位：亿元）

项目名称	批准机关（文号）	总投资	拟使用募集资金
桐庐县污水零直排区建设（城区部分）工程	桐发改投（2020）83 号	4.70	2.90
桐庐综合客运枢纽（公路客运）工程（除酒店建设部分）	桐发改投[2020]25 号、浙（2020）桐庐县不动产权第 0006694 号、地字第桐区镇(2020)012-003-105 号	4.43	3.10
桐庐县千岛湖配水配套饮水工程	桐发改投（2018）126 号、建字第桐政(2018)012012 号、地字第桐城镇市(2018)012007 号、桐环批[2018]综 14 号浙（2018）桐庐县不动产权第 0002703 号、浙（2018）桐庐县不动产权第 0002706 号	3.46	1.75
合计	--	12.59	7.75

资料来源：桐庐国控

i. 桐庐县污水零直排区建设（城区部分）工程

桐庐县污水零直排区建设（城区部分）工程的项目法人子公司桐庐城市基础建设有限公司（以下简称“桐庐城建”）。建设内容包括三方面：（1）桐君街道及城南街道主城区、城郊结合部及公建单位：新建道路下污水管 D200-D600，对雨污管网中的错接、漏接、未纳管等问题整改；改造区域总面积约 4709 公顷；（2）新建东门泵站至污水处理厂的输送干管：管道总长为 5.5km，全线管径为 DN600，同时更换东门泵站的 4 台潜污泵；工程建设规模为 960 m³/h；（3）新建 320 国道污水主管：污水提升泵房一座，中途提升泵站

设计总规模为 2.4 万 m³/d；D800~D1200 污水输送管道一根，长度约 7.3km；工程建设总规模为 6.5 万吨/天。

桐庐县污水零直排区建设（城区部分）工程项目计划建设期为 2020-2022 年。该项目投资估算为 4.70 亿元，其中建安工程费 3.72 亿元，其他工程费 0.55 元（含建设期财务成本），预备费 0.43 亿元；资本金比例为 30%，截至本报告出具日，已累计投资 0.28 亿元，主要为前期费用；该项目拟使用本期债券募集资金 2.90 亿元。未来该项目完工后将通过污水处理费收入来覆盖前期投资，根据《桐庐县污水零直排区建设（城区部分）可行性研究报告》测算，建设期内该项目年污水处理费收入为 4054.5 万元，运营期内年污水处理费收入为 8486.58 万元。由于桐庐县城区的污水均汇集至富春污水处理厂处理，根据 2014 年桐庐县政府与桐庐维尔利水务有限公司（简称“维尔利水务”）签订协议，污水处理业务采用 PPP 模式，运营期内需向维尔利水务按污水处理量支付污水处理费，根据本次债券募集说明书测算，建设期内每年需支付污水费约 2890.8 万元，运营期内需支付污水费约 4336.2 万元。截至 2028 年末，该项目扣除相关税费及各项运营成本后净收益为 2.80 亿元；按项目运营 20 年考虑，在项目运营期内，该项目可实现净收益 7.31 亿元。

ii. 桐庐综合客运枢纽（公路客运）工程（扣除酒店建设部分）

桐庐综合客运枢纽（公路客运）工程项目的项目法人为公司全资二级子公司桐庐肩吾开发建设有限公司。该项目建设地位于桐庐县杭黄高速铁路桐庐站站前广场东侧，西邻站东路，北靠硕高路，东临尹家路，南挨站前路。总用地面积 39.51 亩，其中公路客运站地块约 31.1 亩，加油站用地约 8.41 亩。该项目土地取得方式为招拍挂，权利性质为出让，用途为交通枢纽兼商业用地性质，已缴纳土地出让金 0.72 亿元，土地出让金金额纳入该项目总投资中。该项目于 2020 年 8 月开工，预计建设工期为 2020 年 8 月至 2022 年 8 月。

桐庐综合客运枢纽（公路客运）工程（除酒店建设部分）总投资估算约为 4.43 亿元，资本金比例为 30%，拟使用本期债券募集资金 3.10 亿元。根据《桐庐综合客运枢纽（公路客运）工程可行性研究报告》，桐庐综合客运枢纽（公路客运）的运营业务主要包括两大部分，汽车客运站和公共区域的管理服务；未来收入主要包括汽车客运站营运收入（客运代理、旅客站务费、行包收入、小件寄存收入）、车辆服务收入（大巴停车收入、车辆修理收入、车辆清洗等收入）及其他收入。根据本次债券募集说明书测算，截至 2028 年末，该项目扣除相关税费及各项运营成本后预计净收益为 1.68 亿元；按 30 年运营期考虑，在项目运营期内，该项目可实现净收益 7.52 亿元。

iii. 千岛湖配水配套饮水工程

千岛湖配水配套饮水工程项目的项目法人为公司三级子公司桐庐县原水经营有限公司。桐庐县千岛湖配水配套引水工程是千岛湖配水工程在桐庐县内的配套支线引水工程，其工程任务为供水，2017 年桐庐县对全县供水一体化专项规划进行修编，拟在富春江左岸新建 10 万吨/日的水厂。本工程建设内

容包括：（1）千岛湖配水工程桐庐预留供水接口至规划左岸水厂原水输水管；（2）规划左岸水厂至桐庐水厂清水输水管；（3）桐庐水厂取水泵站；（4）桐庐水厂取水泵站至桐庐水厂原水输水管；（5）桐庐水厂取水泵站至桐庐水厂应急临时原水输水管。

该项目建设期为 2018 年年底至 2021 年年底，施工期 3 年，正常运行期 30 年。项目总投资为 3.46 亿元，拟使用本次债券募集资金 2.40 亿元，截至本报告出具日该项目已完成投资为 1.35 亿元。根据《千岛湖配水配套饮水工程可行性研究报告》及本次债券募集说明书测算，本工程任务为市政配水，收入主要为售水收入，以设计水平年总供水量 7440.00 万立方米、配水水价为 0.840 元/立方米进行测算，确定配水水价为 0.840 元/立方米，设计水平年本工程到分水口的销售收入为 6249.60 万元。截至 2028 年末，扣除运营成本、销售税金附加及所得税费用后，债券存续期内项目净收益为 1.84 亿元，运营期 30 年内净收益为 6.53 亿元，投资回报周期偏长。

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金

融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环

境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，城投企业在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。2021年，在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，城投企业融资环境预计将有所收紧，期间平台资质分化仍将持续，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2020年，我国持续推进新型城镇化和乡村振兴，城乡区域发展格局不断优化，年末城镇化率已超过60%。根据2021年《政府工作报告》，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是“十四五”时期经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到65%，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，该领域的建设及融资模式也正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有一定保障。

从具体政策环境来看，2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，

国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017年至2018年上半年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018年7月，国务院常务会议确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施，指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），进一步明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。目前我国疫情防控已取得明显成效，经济增长处于稳步恢复中，同时化解政府隐性债务工作持续重点推进。2020年12月，中央经济工作会议指出2021年要“抓实化解政府隐性债务风险工作”；2021年3月，国务院常务会议明确要求“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，2021年城投企业融资环境预计将有所收紧，对城投新增债务的管控力度将较上年有所加强，期间平台资质分化仍将持续。近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

（3）区域经济环境

桐庐县位于杭州都市经济圈和义乌商圈的重合部，以及三江两湖杭州-黄山黄金旅游线的中段，传统优势产业为针织、制笔、箱包、医疗器械、水力发电设备制造等。近年来全县布局智慧化、生态化产业，与当地工业及自然资源较为契合，具有一定发展潜力，产业结构不断优化，区域经济保持增长，但2020年受新冠肺炎疫情影响，当年消费及进出口疲软，经济增速下滑明显。

桐庐县为杭州市下辖县，地处浙江省西北部、钱塘江中游，县域总面积

1825 平方公里，下辖 4 个街道、6 个镇、4 个乡，根据第七次全国人口普查数据显示结果，桐庐县常住人口为 45.31 万人。

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

2018-2020 年，桐庐县地区生产总值分别为 391.99 亿元、386.39 亿元和 376.27 亿元，增速分别为 5.5%、6.8% 和 2.1%。其中投资方面，2018 年桐庐县固定资产投资增长乏力，增速较上年大幅回落 10.7%；自 2019 年以来，桐庐县富春未来城建设全面启动，全县加大交通投资、生态环境和公共设施投资力度，2019-2020 年全社会固定资产投资增速分别高达 18.7% 和 23.4%，对当地经济发展提供较强支撑。消费方面，近年来桐庐县进出口及旅游业保持一定发展态势，但 2020 年受年初新冠疫情的影响，桐庐县消费疲软，当年社会消费品零售总额及进出口总额增速分别为-5.7% 和 0.4%。总体看，桐庐县经济发展水平在杭州下辖区县中排名中下游，但其智慧化、生态化的产业战略与当地工业及自然资源较为契合，仍具有一定发展潜力。

图表 3. 2018 年以来桐庐县主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

指标	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	391.99	5.5	386.39	6.8	376.27	2.1 ¹
第一产业增加值	23.53	1.9	25.03	2.5	25.36	0.4
第二产业增加值	195.56	5.4	177.60	8.6	160.78	2.4
第三产业增加值	172.90	6.1	183.76	5.1	190.13	2.0
人均地区生产总值（万元）	9.11	-	9.24	-	8.98	-
全社会固定资产投资	-	-10.7	-	18.7	-	23.4
房地产开发投资	37.56	33.9	-	26.8	36.98	-22.4
社会消费品零售总额	167.90	9.3	145.80	9.0	137.44	-5.7
电商销售额	39.10	-	43.02	-	103.12	19.3
进出口总额	78.21	4.3	68.95 ²	-	75.31	0.4
三次产业结构	6.0:49.9:44.1		6.5:46.0:47.5		6.7:42.8:50.5	
全社会旅游总收入	190.51	18.4	234.92	24.5	235.79	0.4

资料来源：桐庐县国民经济和社会发展统计公报、杭州市统计年鉴

¹ 按可比价格计算

² 为货物出口额。

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、磁性材料等特色产品，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，受疫情影响，2020年桐庐县全社会接待游客人次、旅游业总收入等指标增长承压，但随着疫情逐步防控，预计未来仍具备一定潜力。

房地产市场方面，近年来桐庐县投资总量总体有限，且投资增速逐年下行。受新冠疫情影响，2020年桐庐县房地产开发投资同比下降22.4%，其中住宅投资27.33亿元，同比下降34.3%，办公楼投资0.71亿元，同比下降17.7%，商业营业用房投资3.34亿元，同比下降25.0%。销售端受益于杭州市场溢出效应等，2019年以来销售情况较往年有一定好转。

图表 4. 2018 年以来桐庐县房屋建设、销售情况（单位：万平方米，亿元，%）

指标	2018 年		2019 年		2020 年	
	面积	增速	面积	增速	面积	增速
房屋施工面积	973.36	45.7	219.56	-20.2	-	-
其中：新开工	449.62	45.7	28.70	-34.6	-	-
房屋竣工面积	51.41	-18.7	27.38	-53.3	-	-
商品房销售面积	40.76	-50.2	36.30	-10.9	39.88	9.9
其中：住宅	24.77	-65.8	27.68	11.7	35.27	27.4
商品房销售额	49.04	-19.0	57.57	17.4	67.07	16.5
其中：住宅	32.69	-37.3	50.52	54.5	62.62	24.0

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

2018-2020年，桐庐县分别实现土地出让面积为53.51万平方米、92.00万平方米和171.91万平方米，近三年土地出让面积呈大幅增长态势。2018年桐庐县推地进度较上年有所放缓，但土地出让热度仍然较高，住宅用地出让均价继续大幅上升，带动当年土地出让总价同比增长25.85%至26.78亿元。2019年桐庐县内土地出让均价下降明显，土地出让总价依赖于推地进度较快得以继续上涨。2020年，桐庐县继续加快推地进度，土地出让总面积为171.91万平

平方米，住宅用地为土地出让收入的主要来源，同期实现土地出让总价为 61.70 亿元，其中住宅用地出让总价为 52.53 亿元。

图表 5. 2018 年以来桐庐县土地市场交易情况

指标	2018 年	2019 年	2020 年
土地出让总面积 (万平方米)	53.51	92.00	171.91
其中：住宅用地	18.06	28.49	64.42
商业/办公用地	3.76	11.77	22.70
工业用地	25.84	39.50	70.60
土地出让总价 (亿元)	26.78	29.70	61.70
其中：住宅用地	24.67	25.01	52.53
商业/办公用地	0.39	2.08	4.45
工业用地	1.36	1.65	3.65
土地出让均价 (元/平方米)	5005.05	3228.25	3588.90
其中：住宅用地	13657.42	8778.27	8153.94
商业/办公用地	979.52	1764.31	1960.34
工业用地	527.25	416.74	516.66

资料来源：中指指数

2. 业务运营

该公司是桐庐县最核心的国有资产运营主体，业务较为多样且主要由下属子公司负责。基础设施和安置房建设是占用资金量最大的业务，相应的工程回购和房产销售或拍卖收入也是公司相对主要的收入来源，但预计回收周期较长；同时公司项目建设后续仍存在一定资金需求，且部分自营项目资金平衡承压，易加大公司资金周转压力。土地开发业务较易受桐庐县政府土地出让计划及市场行情影响，近年来表现为较强的不稳定性；水务、发电、安保、租赁等业务收入相对稳定，但规模有限。

该公司是桐庐县最核心的国有资产运营主体，本部业务量很小，业务集中在下属子公司。目前合并范围内业务涉及基础设施建设、土地开发整理、安置房建设、水务、发电、安保、租赁等，2018-2020 年公司分别实现营业收入为 10.86 亿元、14.27 亿元和 12.70 亿元，收入规模有所波动。基础设施和安置房建设是占用资金量最大的业务，相应的工程回购和房产销售或拍卖收入也是公司相对稳定且主要的收入来源，同期，受托代建和房产销售收入规模均呈现一定程度的波动，两者合计规模分别为 3.32 亿元、10.31 亿元和 9.09 亿元，在公司营业收入中占比分别为 30.54%、72.27%和 71.58%，其中 2018 年占比较低原因系当年该类业务收入有所减少同时新增较大规模的土地开发整理业务收入。同期，公司分别实现土地开发整理业务收入为 5.11 亿元、1.10 亿元和 0.00 亿元，在营业收入中占比分别为 47.00%、7.71%和 0.00%，该类业务较易受桐庐县政府土地出让计划及市场行情影响，报告期内收入规模逐年下降。此外，自来水及污水处理、安保、电站发电及工程结算等业务收入稳定性较高但规模有限。

图表 6. 2018 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务类型	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	10.86	100.00	14.27	100.00	12.70	100.00
受托代建项目	2.69	24.73	8.95	62.72	8.38	65.99
土地开发整理	5.11	47.00	1.10	7.71	0.00	0.00
房产销售	0.63	5.81	1.36	9.55	0.71	5.59
自来水及污水处理	0.60	5.56	0.70	4.91	0.91	7.14
安保	0.73	6.69	0.81	5.66	0.88	6.89
电站发电	0.26	2.37	0.39	2.72	0.34	2.65
工程结算	0.14	1.26	0.18	1.26	0.24	1.85
资产租赁	0.43	4.00	0.50	3.52	0.46	3.60
其他	0.28	2.58	0.28	1.95	0.80	6.29
毛利率		38.02		10.87		7.58
受托代建项目		14.71		11.42		12.98
土地开发整理		73.01		9.91		--
房产销售		-15.16		3.65		-84.32
自来水及污水处理		-34.55		-7.64		28.72
安保		8.81		10.86		10.32
电站发电		43.63		61.71		52.17
工程结算		30.07		18.67		-41.53
资产租赁		8.42		-0.17		4.90
其他		-90.92		-97.54		2.77

资料来源：桐庐国控

（1）基础设施建设

该公司承担了桐庐县内的市政、交通基础设施建设及相关配套设施建设任务，业务实施主体为子公司桐庐国投、桐庐交发和桐庐铁投。2018-2020 年，公司分别确认代建业务收入为 2.69 亿元、8.95 亿元和 8.38 亿元，规模有所波动，主要受项目结算进度影响，同期毛利率分别为 14.71%、11.42% 和 12.98%。

桐庐国投主要负责桐庐县范围内市政工程及公共配套设施建设业务。通常情况下，对于市政类基础设施项目，桐庐国投会就单个或多个工程与桐庐县住房和城乡建设局（简称“桐庐县住建局”）、桐庐县财政局签订项目投资建设及转让收购协议。其中，桐庐县住建局为项目业主，桐庐县财政局为项目结算人，公司为项目代建人，桐庐县住建局和财政局应按照协议约定的代建工期、投资回报率、偿还期限和付款时点等向公司支付工程款。工程款起付时点通常在项目竣工财务决算完毕之后，付款之前项目所需的投资资金由桐庐国投自行筹集。此外，桐庐国投子公司桐庐县城市建设投资集团有限公司（以下简称“桐庐城投”）、桐庐城建受桐庐绿水建设开发有限公司（以下简称“绿水公司”）³、桐庐卫星城建设开发有限公司（以下简称“卫星城公司”）⁴等业主方委托就单个项目签订委托代建协议书，前期项目建设所需资金由桐庐城投和桐庐城建负责筹集，项目竣工后业主方按照项目总投资额的一定比例向其支付工程款。桐

³ 桐庐县国有资产经营服务中心对绿水公司持股 100%。

⁴ 桐庐县国资委对卫星城公司持股比例为 100%。

庐国投及下属子公司获得的代建管理费比例一般为 15-20%。近年来，桐庐国投已完工基础设施建设项目主要包括中心广场一期工程、春江路一期工程及云栖路工程及零星工程等。截至 2020 年末，由桐庐国投负责的代建项目较多，该类项目账面体现的已开发成本为 143.65 亿元，未来计划按照每年 3.5 亿元的金額进行回购，若按最低回购额进行估算，预计投资回收周期将较长。

桐庐交发负责桐庐县范围内部分交通基础设施建设项目，业务模式为委托代建。桐庐交发与项目业主方签订《基础设施工程项目委托代建协议书》，约定由桐庐交发全权负责项目的投资建设与管理。桐庐交发自身不从事项目的建设，工程项目的建设施工委托给符合一定资质要求的专业建筑施工企业，同时与其签订施工合同；桐庐交发主要负责项目建设资金的筹措、工程现场的施工管理以及项目档案资料的收集、整理和保管；待项目竣工后，由桐庐交发组织项目的竣工验收，验收合格并完成结算后，将项目移交给业主方。在收入确认和结算方式方面，桐庐交发承接项目的工程款先由施工方进行垫付，桐庐交发按照项目进度以及协议约定的付款进度分批向施工方支付工程款。项目竣工并验收合格后，桐庐交发与项目业主方对工程投入成本进行核算确认，签订结算单据并将项目移交给项目业主方。同时，项目业主方根据结算单据和代建协议约定的加成比例 10% 向桐庐交发支付包括工程款在内的工程代建费用。近年来，桐庐交发陆续完成桐庐县范围内部分交通基础设施项目的投资代建，代建项目具体负责主体为下属子公司桐庐县交通建设有限公司（以下简称“桐庐交建”）和桐庐县柴埠大桥建设有限公司（以下简称“柴埠大桥公司”）。截至 2020 年末已完工代建项目业主方大多为浙江富春山健康城投资开发有限公司（以下简称“健康城公司”）⁵。其中凤川大道（320 国道至春江东路景观提升工程）、23 省道桐庐浮桥埠至麻蓬段景观扩面提升工程、桐庐县新龙线坞善岭至龙头山段改建工程、23 省道桐庐浮桥埠至麻蓬段改建工程及桐庐县疏港公路综合码头至深澳段工程（320 国道复线）-1 标段项目已完工验收并确认收入，合计确认收入（不含税）为 4.47 亿元，实际回笼资金（含税）为 4.48 亿元，小部分资金尚未收回。此外，桐庐县 S305（23 省道）梅蓉至杭新景高速凤川互通公路工程、柴埠大桥北侧节点景观工程、23 省道桐庐浮桥埠至麻蓬段改建工程和梅蓉至杭新景高速凤川互通公路工程春江东路至 320 国道段复耕工程均已完工，但尚未验收和结算；已完工项目实际投资金额合计为 11.53 亿元，但资金回笼相对滞后。

图表 7. 截至 2020 年末桐庐交发已完工基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	代建主体	项目业主	实际投资额	确认收入（不含税）	已回笼资金（含税）	收入确认年度
凤川大道（320 国道至春江东路景观提升工程）	桐庐交建	健康城公司	0.03	0.03	0.03	2019 年
23 省道桐庐浮桥埠至麻蓬段景观扩面提升工程	桐庐交建	健康城公司	0.04	0.05	0.05	2019 年
桐庐县新龙线坞善岭至龙头山段改建工程	桐庐交建	健康城公司	1.75	1.92	1.92	2019 年
23 省道桐庐浮桥埠至麻蓬段改建工程	桐庐交建	健康城公司	1.05	1.17	1.18	2020 年
桐庐县疏港公路综合码头至深澳段工程（320	子久建设	卫星城公司	1.27	1.29	1.30	2020 年

⁵ 桐庐县国资委对健康城公司持股比例为 100%。

项目名称	代建主体	项目业主	实际投资额	确认收入(不含税)	已回笼资金(含税)	收入确认年度
国道复线)-1 标段						
桐庐县 S305 (23 省道) 梅蓉至杭新景高速凤川互通公路工程	柴埠大桥公司	健康城公司	7.25	0.00	0.00	--
柴埠大桥北侧节点景观工程	桐庐交建	健康城公司	0.01	0.00	0.00	--
23 省道桐庐浮桥埠至渡济段景观提升工程	桐庐交建	健康城公司	0.12	0.00	0.00	--
梅蓉至杭新景高速凤川互通公路工程春江东路至 320 国道段复耕工程	柴埠大桥公司	健康城公司	0.01	0.00	0.00	--
合计	--	--	11.53	4.47	4.48	--

资料来源：桐庐国控

截至 2020 年末，桐庐交发在建交通基础设施项目包括桐庐县瑶琳老大桥改造工程、桐庐县疏港公路综合码头至深澳段工程（320 国道复线）、富春绿道及滨水风光带工程（富春江三桥-横山埠）等，在建基础设施项目概算投资合计为 20.27 亿元，截至 2020 年末实际完成投资 6.72 亿元，未来尚需投资 13.55 亿元。此外，合村乡商贸综合体建设项目、桐庐综合客运枢纽（公路客运）工程为公司自营项目，概算总投资为 4.78 亿元，截至 2020 年末已完成投资 1.12 亿元，尚需投资 3.66 亿元；其中桐庐综合客运枢纽（公路客运）概算总投资为 4.62 亿元，未来建成后预计将通过车站售票款及租金等来实现前期投资平衡。

图表 8. 截至 2020 年末桐庐交发在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	概算投资额	实际投资额	未来三年尚需投资额			预计完工时间
			2021 年	2022 年	2023 年	
桐庐县瑶琳老大桥改造工程	0.60	0.21	0.38	0.00	0.00	2021 年 11 月
桐庐县疏港公路综合码头至深澳段工程（320 国道复线）	16.00	6.15	1.40	0.50	0.50	2023 年 12 月
富春绿道及滨水风光带工程（富春江三桥-横山埠）	0.33	0.06	0.20	0.07	0.00	2022 年 12 月
江南镇 Y758 横屏线（油库至 320 国道段）提升改造工程	0.04	0.02	0.02	0.00	0.00	2021 年 1 月
合青公路合村牛水坞至临安二联公路工程	0.40	0.00	0.15	0.25	0.00	2022 年 12 月
桐庐县横村初级中学改（扩）建项目	0.59	0.11	0.48	0.00	0.00	2021 年 9 月
S305(23 省道) 改建工程桐庐富阳交界处节点工程（上港隧道）	2.08	0.12	1.96	0.00	0.00	2021 年 12 月
桐庐县学府小学食堂综合楼	0.22	0.04	0.18	0.00	0.00	2021 年 9 月
合村乡商贸综合体建设项目（自营）	0.16	0.02	0.11	0.03	0.00	2022 年 6 月
桐庐综合客运枢纽（公路客运）工程（自营）	4.62	1.10	2.50	1.03	0.00	2022 年 3 月
合计	25.05	7.84	7.38	1.88	0.50	--

资料来源：桐庐交发

桐庐铁投主要负责桐庐高铁站周边的配套基础设施项目投资建设，目前主要建设项目包括杭黄铁路桐庐站场综合体区块拆迁工程及站前广场工程，截至 2020 年末实际完成投资额为 16.10 亿元，但尚未收到回款，未来前期投资平衡情况需持续关注。

该公司因受托代建业务形成一定规模的应收款项，截至 2020 年末，公司账面应收包含桐庐县财政局、卫星城公司等业主方在内的工程款项合计约 9.30

亿元；同期末，存货中所涉代建项目形成的沉淀资金规模达 166.87 亿元，该类业务已占用公司大量资金。

此外，该公司还有桐庐县循环产业园及配套设施工程、桐庐县城大联区块（垅背、石马边、武举塘）城市有机更新项目、舞象山路道路建设工程等拟建项目存在资金需求，截至 2020 年末，公司拟建项目概算总投资合计为 52.82 亿元。其中桐庐国投未来拟建的桐庐县循环产业园及配套设施工程、县城江北综合市场提升改造工程、桐庐农副产品批发市场及桐庐县城大联区块（垅背、石马边、武举塘）城市有机更新项目全部为自营项目，未来拟通过房源出售等方式实现前期资金平衡。桐庐交发拟建的桐庐县城快递物流集散示范中心项目未来拟通过管理费及租金等运营收入实现资金平衡。综合来看，公司负责的市政基础设施建设项目目前已沉淀大量资金，后期回购进度较慢，同时未来仍有较大规模的新增投融资需求；此外公司拟建项目中自营项目投资规模较大，且项目收益存在不确定性，未来资金平衡承压；公司整体面临较大的资金压力。

图表 9. 截至 2020 年末公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设主体	业务模式	计划总投资	建设周期/预计开工日期
桐庐县循环产业园及配套设施工程	桐庐国投	自营	2.49	3 年
县城江北综合市场提升改造工程	桐庐国投	自营	6.76	3 年
桐庐农副产品批发市场	桐庐国投	自营	5.09	3 年
桐庐县城大联区块（垅背、石马边、武举塘）城市有机更新项目	桐庐国投	自营	20.64	6 年
舞象山路道路建设工程	桐庐国投	委托代建	12.89	3 年
峙山路-云栖路	桐庐国投	委托代建	0.69	1 年
金中路（城南路-云栖路）道路工程	桐庐国投	委托代建	1.50	2 年
桐庐县城快递物流集散示范中心	桐庐交发	自营	2.48	2021 年 6 月
合青公路合村大溪口至牛水坞段改建工程	桐庐交发	委托代建	0.28	2021 年 10 月
合计	--	--	52.82	--

资料来源：桐庐国控

（2）土地开发整理

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

2018-2020 年，该公司分别确认土地开发整理收入为 5.11 亿元、1.10 亿元和 0.00 亿元，该部分业务易受桐庐县政府土地出让计划及市场行情影响，存在较大的不确定性。

2018 年，该公司开发整理土地分别为桐庐县城梅林路与阆苑路交叉口南侧地块和桐庐县城城南街道原中大鳄鱼厂地块，成交总价为 14.59 亿元。其中，

桐庐县城梅林路与阆苑路交叉口南侧地块做地主体为子公司桐庐县富春江全域建设开发有限公司（以下简称“全域公司”），具体业务模式为：地块开发前期整理资金由做地主体承担并依法依规使用，地块出让后，土地开发补偿费用拨付根据桐政发[2018]34号文件执行，做地主体与桐庐县政府在土地出让收入分配时采用总成交价款按 50%：50%比例分配；各项规费和中央、省、县规定政府专项提存在县本级收入分配中承担，征地成本在各做地主体收入分配中承担；公司相应确认土地开发收入，对应出让地块的开发成本确认为土地开发成本。桐庐县城城南街道原中大鳄鱼厂地块由桐庐县土地储备中心委托孙公司桐庐城建根据项目进度滚动分次开发整理，前期开发资金由桐庐城建筹集，土地完成一级开发后，交由桐庐县土地储备中心组织公开交易，土地交易所获得的净收益上交省市后，收益拨付根据总成交价款的 25%分成。2019 年，公司开发整理土地块为桐庐县原方家自然村拆迁区块，该地块面积为 6.89 万平方米，成交价格为 10.66 亿元，公司于当年获得收益并收到回款 1.10 亿元。2020 年公司未实现土地开发整理业务收入。

图表 10. 公司土地出让情况（单位：万平方米，亿元）

地块名称/区位	类别	土地面积	成交价格	开发成本	确认收入	回款情况
桐庐县城梅林路与阆苑路交叉口南侧地块	商住	3.49	9.37	0.51	3.80	全部回款
桐庐县城城南街道原中大鳄鱼厂地块	商住	1.54	5.22	0.86	1.31	全部回款
桐庐县原方家自然村拆迁区块	商住	6.89	10.66	0.99	1.10	全部回款
合计	-	11.92	25.25	2.36	6.21	-

资料来源：桐庐国控

该公司在开发地块为桐庐县桐江职业学校地块，为商住用地，土地面积为 13.51 万平方米，总投资 1.13 亿元，截至 2020 年末已完成投资 1.30 亿元⁶。

（3）安置房业务

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

2018-2020 年，该公司累计确认房产销售收入 2.70 亿元，累计确认成本 3.35 亿元，收入来源包括由桐庐国投负责建设的上杭滨江小区、中杭滨江小区、石马小区、龙潭小区、滨江小区、春江景苑、芝溪垅安置小区春江景苑安置小区等项目。公司存货-开发成本和开发产品主要为安置房项目投入，2020 年末两者账面余额分别为 61.48 亿元和 6.06 亿元⁷，公司在该业务方面沉淀了较多资金。

⁶ 由于在开发整理过程中，该公司收储了该地块周边的部分土地，导致已投资额超过总投资额。

⁷ 安置房项目账面沉淀资金与该公司实际已投资金额存在差距，原因系子公司桐庐国投将部分由其子公司建造但实际由乡镇等其他单位投资的项目统计在内导致。

截至 2020 年末，由桐庐国投负责的主要已完工在售安置房项目包括春江景苑一期及二期、龙潭安置小区、芝溪垅安置小区等，总投资 27.72 亿元，预计销售金额为 35.07 亿元，已售金额为 4.51 亿元，资金回笼较慢。

图表 11. 2020 年末桐庐国投主要已完工在售安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	工期（年、月）	预计销售金额	已销售金额 ⁸
春江景苑一期	2.71	2011.6-2015.5	3.61	0.60
春江景苑二期	6.83	2012.3-2016.8	9.37	1.11
龙潭安置小区	2.20	2011.3-2013.3	2.64	0.36
富春居及桐君苑安置房项目（一期）	7.05	2013.8-2016.8	8.46	0.00
保障性住房项目	0.97	2010.10-2013.12	1.16	0.14
桐庐县城下轮新村保障房项目	2.70	2009.12-2013.12	3.51	0.60
芝溪垅安置小区	1.35	2012.6-2016.2	1.62	1.14
桐庐滩头安置房	3.91	2016.4.-2019.4	4.70	0.56
合计	27.72	—	35.07	4.51

资料来源：桐庐国控

此外，杭黄铁路桐庐站周边涉及小部分安置房由桐庐铁投负责建设安置，多余房源通过市场化拍卖方式进行资金平衡。截至 2020 年末，桐庐铁投负责建设的已完工安置房项目为杭黄铁路桐庐站场综合体 A 区块安置房建设及金东村、东兴村城中村改造安置房 B 区块项目，总投资为 7.05 亿元，总建筑面积为 15.14 万平方米，累计预收到安置购房款约 2.20 亿元。

截至 2020 年末，该公司在建安置房项目由桐庐国投和桐庐铁投负责，主要在建安置房项目包括柴埠区块安置房项目、分水镇农民集聚安置项目（桥东村 C 区）、杭黄铁路桐庐站场综合体 A 区块安置房建设等，计划总投资为 63.04 亿元，截至 2020 年末已完成投资 47.30 亿元，尚需投资 16.88 亿元。

图表 12. 2020 年末主要在建安置房情况⁹（单位：亿元，万平方米）

项目名称	负责主体	总投资	建筑面积	建设周期	开工日期	已投资
拆迁安置项目（浮桥埠）	桐庐国投	7.09	6.34	2 年	2012 年	3.95
开元街区块	桐庐国投	7.05	12.98	3 年	2013 年	7.05
江南镇窄溪安置房项目	桐庐国投	4.60	18.33	3 年	2011 年	3.60
柴埠区块安置房项目	桐庐国投	16.11	52.61	5 年	2012 年	16.11
春江景苑安置小区增补工程	桐庐国投	1.10	4.15	1 年	2015 年	1.10
分水镇农民集聚安置项目（桥东村 C 区）	桐庐国投	1.50	5.64	2 年	2011 年	2.39
桐庐县城南街道城西区块拆迁改造一期安置房工程	桐庐城投	7.50	11.94	6 年	2020 年	2.53
桐君街道牛山坞、西武山区块棚改项目	桐庐城投	6.32	3.58	4 年	2020 年	2.10
杭黄铁路桐庐站场综合体 A 区块安置房建设	桐庐铁投	2.50	5.20	4 年	2017 年	2.06

⁸ 该指标统计口径中未包含分公司负责的用于安置的部分房源情况，仅为以市场化拍卖形式形成的销售收入。

⁹ 部分项目尚未竣工决算，故暂列示于在建项目情况表中；该公司在建安置房中用于市场化拍卖的房源部分，截至 2020 年末，除春江景苑安置小区增补工程已实现销售金额 0.28 亿元外，其余项目暂未实现预售。

项目名称	负责主体	总投资	建筑面积	建设周期	开工日期	已投资
城南街道金东村、东兴村城中村改造安置房 A1 区块	桐庐铁投	2.76	5.25	3 年	2019 年	1.96
城南街道金东村、东兴村城中村改造安置房 C 区块	桐庐铁投	6.51	12.16	3 年	2019 年	4.45
合计	--	63.04	138.18	--	--	47.30

资料来源：桐庐国控

(4) 水务

该公司水务板块业务主要包括自来水供应、污水处理及水管管网铺设等，经营主体主要为子公司桐庐水务有限公司（简称“桐庐水务”），公司供水及污水处理业务由于具有一定的公益性质，长期处于亏损状态，桐庐县政府会给予一定的水资源返还费及污水处理费补贴等，但具体规模较不稳定。2018-2020 年，公司分别实现自来水及污水处理业务收入为 0.60 亿元、0.70 亿元和 0.91 亿元，同期毛利率分别为-34.55%、-7.64%和 28.72%，其中 2020 年收入大幅提升及毛利率由负转正主要系以前年度由于系统原因导致无法确认的部分收入于当年进行确认。

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 2020 年末日供水能力为 10 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，该业务具有公益性质，经营处于亏损状态。2018 年以来，随着城乡供水一体化发展，周边中心乡镇（街道）供水业务纳入城区统一管辖，故用户数及管网总长度等指标较往年明显上升。2018-2020 年公司售水量分别为 2242 万吨、2415 万吨和 2442 万吨。

桐庐水务污水处理业务范围为桐庐县主要城区和各工业园区，截至 2020 年末，桐庐水务排污管线长度为 530 公里（部分管网尚未投入使用），日排水能力为 6 万吨，对城区生活污水的收集率已达 95% 以上，全县工业污水的收集率已达 100%。2015 年，按照上级主管单位相关要求，公司污水处理业务采用 PPP 模式。桐庐水务子公司桐庐富春污水处理有限公司（简称“富春污水”）与维尔利水务就富春污水一期、二期 TOT，一级 A 提标改造工程 BOT 签订特许经营协议，富春污水授予维尔利水务在特许经营期内深化设计、融资、建设、运营和维护项目设施并收取污水处理费的权利，特许经营期为 25 年，运营期内富春污水每月向维尔利水务按污水处理量支付污水处理费，保底水量为 4 万吨/日。实际操作中，富春污水先行收取污水处理费，再将款项支付给维尔利水务；2020 年 9 月，根据桐庐县人民政府专题会议纪要，将污水处理板块管理权移交至桐庐县住建局，污水处理费支付方式变更为由桐庐县财政局拨付给住建局，再由住建局支付给维尔利水务。

图表 13. 公司水务业务情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
供水能力（万吨/日）	10	10	10
用户数（万户）	8.62	8.71	9.10
管网总长度（千米）	555	576.5	598.21
供水量（万吨）	2822	3218	3081
售水量（万吨）	2242	2415	2442
管网漏损率（%）	10.00	10.34	15.00
水质合格率（%）	100	100	100
污水处理能力（万吨/日）	6	6	6
污水处理量（万吨）	2056	2048	1927
平均单位污水处理费（元/吨）	1.69	1.69	1.69
供水及污水处理收入（万元）	6039.98	7012.04	9071.72
供水及污水处理成本（万元）	8126.84	7547.94	6626.29

资料来源：桐庐国控

此外，桐庐水务下属桐庐管道承装有限公司主要从事供水管网铺设业务，反映为公司的工程结算收入，2018-2020 年分别为 0.14 亿元、0.18 亿元和 0.24 亿元，该项业务收入逐年增长，收入规模主要与项目建设及结算进度相关。此外，2020 年该业务毛利率有正转负至-41.53%，同比下降 60.20 个百分点，原因为本期主要系就零星安装工程进行结算，部分收入于以前年度结算叠加安装工程人员工资成本支出较高所致。

（5）电站发电

该公司电站发电业务主要由子公司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。该部分业务受当地降水量影响较大，2018-2020 年桐庐县发电量有所波动。2018-2020 年公司发电量分别为 0.70 亿千瓦时、0.74 亿千瓦时和 0.72 亿千瓦时，发电收入分别为 0.26 亿元、0.39 亿元和 0.34 亿元。

图表 14. 电站发电业务数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年
可控装机容量（万千瓦）	3	3	3
发电量（亿千瓦时）	0.70	0.74	0.72
上网电量（亿千瓦时）	0.69	0.74	0.71
上网电价（元/千瓦时）	0.52	0.52	0.52

资料来源：桐庐国控

（6）其他

除上述业务外，该公司经营还涉及安保、租赁、车辆服务、摊位管理、公交运营及商演等。其中，安保业务收入规模相对较大，由子公司桐庐县保安服务有限公司负责运营，主要客户为政府机关、企事业单位、银行等，服务内容

包括门卫、巡逻、守护、押运、安检等，2018-2020 年收入分别为 0.73 亿元、0.81 亿元和 0.88 亿元。同时，公司商铺、农贸市场摊位出租等租赁业务也能形成少量收入，2018-2020 年资产租赁收入分别为 0.43 亿元、0.50 亿元和 0.46 亿元。

管理

该公司为桐庐县国资委出资设立的国有独资企业，2018 年桐庐县国资委将桐庐国投、桐庐交发和桐庐铁投三家重要平台子公司股权无偿划转给桐庐国控。由于公司整合时间较短，对下属子公司实际控制力度较弱，加之子公司众多，公司面临一定的管控压力。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司为由桐庐县国资委出资组建的国有独资公司，截至 2020 年末，公司注册资本和实收资本均为 3.00 亿元，桐庐县国资委为公司唯一股东及实际控制人。公司股权状况详见附录一。

(2) 公司治理

根据《桐庐县国有资本投资运营控股集团有限公司章程》的规定，该公司不设股东会，由桐庐县国资委行使股东会职权；公司设董事会，成员为 5 人，其中非职工代表 3 人，由桐庐县国资委委派，职工代表 2 人，由公司职工代表大会选举产生，由职工代表出任的董事待公司营业后再补选，并报登记机关备案；董事会设董事长一人，由桐庐县国资委从董事会成员中指定，任期不得超过董事任期，可以连任，公司法定代表人由董事长担任；董事会对股东负责，董事每届任期三年，董事任期届满，连选（派）可以连任。公司设经理，由董事会聘任或者解聘，经理对董事会负责，经桐庐县国资委同意，董事会成员可以兼任经理。公司设监事会，成员为 5 人，其中非职工代表 3 人，由桐庐县国资委委派，职工代表 2 人，由公司职工代表大会民主选举产生，由职工代表出任的监事待公司营业后再补选，并报等级机关备案；监事会设主席 1 名，由桐庐县国资委从监事会成员中指定；监事任期每届三年，监事任期届满，连委（选）可以连任；董事、高级管理人员不得兼任监事。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要体现为对桐庐县富春科技建设投资有限公司等桐庐县内国资下属企业的关联担保，截至 2020 年末，公司对关联方的担保金额合计为 80.24 亿元。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据自身经营管理及业务发展需要，设置办公室（人力资源部）、计划财务部（内部审计部）、融资发展部、工程管理部（总工室）、资产经营部等部门，目前公司组织架构正在不断完善中。

2018 年桐庐县国资委将桐庐国投、桐庐交发和桐庐铁投三家重要平台公司股权无偿划转给该公司，公司定位为桐庐县最核心的国有资产运营主体，通过股权控制方式对下属子公司进行统筹管控，具体业务由下属子公司运营，但由于公司整合时间较短，相关股权划转及工商变更登记工作基本完成，但在国企人事管理机制方面有待继续理顺，公司本部对下属子公司实际控制力度较弱，加之子公司众多，公司面临一定的管控压力。

(2) 管理制度及水平

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

在财务管理方面，该公司的目标是搭建集中统一的财务管理架构、统一的会计核算制度以及建立财务预警系统，以加强对下属子公司的财务管理和会计监督。目前，公司已通过《子公司财务负责人管理制度》明确了子公司财务负责人的职责与权利、规定了重大事项的报告制度和定期报告制度，后续将进一步通过业绩考核、人员委派、信息系统建设等加强对子公司的财务管控。

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

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司本部（2021 年 5 月）及下属子公司桐庐国投（2021 年 5 月）和桐庐交发（2021 年 3 月）提供的《企业信用报告》，公司本部及下属子公司不存在信贷违约记录。根据 2021 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息查询结果，公司未存在重大异常情况。

3. 发展战略

该公司将定位于桐庐县国有资产运营职能，通过不断优化公司治理结构、内部管理机制和创新管理体制等方式，提高公司经营管理科学化水平，有效提高公司管理效能，增强公司发展活力，向具有核心竞争力的综合国有投资开发公司方向发展，实现国有资产的保值增值，同时为促进桐庐县持续稳定快速发展服务。

财务

近三年，为满足基础设施建设及对外资金拆借等需求，该公司已积累较大规模的刚性债务，负债经营程度偏高，债务压力较大。但得益于政府给予资产划拨、置换债资金等拨款支持，近年来公司权益规模同步提高，可对刚性债务形成一定覆盖。由于承担一定政策性职能，公司自身业务盈利及现金流表现不尽理想，往来借出款及对外担保规模大，面临一定或有损失风险。

1. 公司财务质量

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）（原名：华普天健会计师事务所（特殊普通合伙））对该公司的 2018 年至 2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其相关规定。

截至 2020 年末，该公司合并范围内共包含 46 家子公司，其中直接控股一级子公司共三家，分别为桐庐交发、桐庐铁投和桐庐国投。桐庐国投为主要的一级子公司，公司主要的基础设施建设、土地开发、安置房业务、水务、安保、电站发电、工程结算等主要业务都在桐庐国投合并范围内。桐庐交发主要职能为桐庐县内部分交通类基础设施项目投资建设等。桐庐铁投主要职能为杭黄铁路桐庐站场综合体配套基础设施项目开发及小部分安置房建设等。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

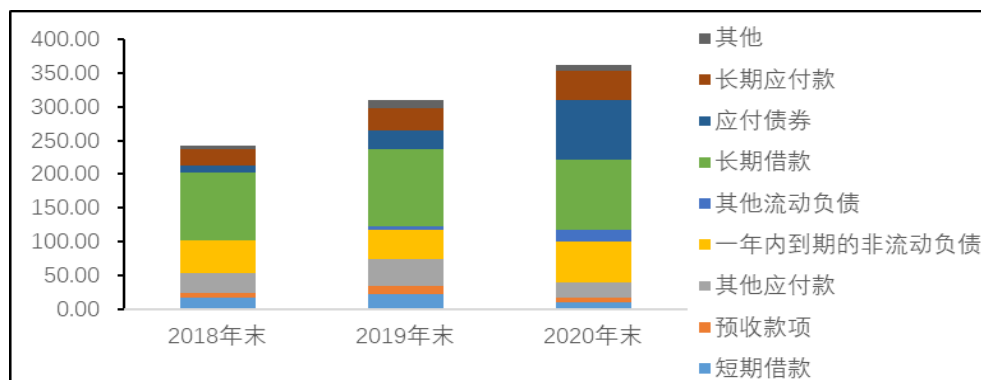
该公司负债以刚性债务为主，近年来随着资金需求的增加而持续扩张，2018-2020 年末公司负债总额分别为 241.72 亿元、309.20 亿元和 362.12 亿元，但得益于政府债券置换资金到位及政府拨付其他资产，权益资本规模不断增加，同期末资产负债率分别为 62.21%、62.45% 和 64.79%，负债经营程度偏高。

从债务结构来看，该公司负债以非流动负债为主，2018-2020 年末，非流动负债占比分别为 56.23%、57.75% 和 65.72%；同期末，公司长短期债务比分别为 128.46%、136.69% 和 191.75%，债务期限结构尚处于合理水平。

从债务具体构成来看，2020 年末该公司负债主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债、长期借款、应付债券、长期应付款及专项应付款构成。其中以包含银行借款、应付债券及非标融资等在内的刚性债务余额为 314.43 亿元，在总负债中占比为 86.83%。同期末，其他应付款余额为 22.59 亿元，在总负债中占比为 6.24%；账龄集中在 1 年以内款项规模占比达 43.77%；期末余额前五名规模为 8.63 亿元，占其他应付款期末余额合计数的比重为 38.25%，应付对象主要为桐庐县内国有企业及乡镇平台等；较上年末下降 43.15%，主要系公司偿还部分往来款所致。专项应付款余额为

12.64 亿元，全部为项目专项资金，较上年末大幅增长 85.55%，主要系当年收到旱地改水田工程项目款 3.86 亿元。

图表 15. 公司负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：桐庐国控

B. 刚性债务

2018-2020 年末，该公司刚性债务分别为 193.41 亿元、242.67 亿元和 324.43 亿元，债务规模逐年大幅增长，其中 2020 年末刚性债务增幅为 29.58%，主要来自公司本部及子公司发行大量债券。

该公司合并口径内融资以银行及信托借款为主，并保有一定量的债券、融资租赁等非标债务，地方金交所产品融资也在逐步拓展。近年来公司银行及信托借款保持较高规模，2020 年末余额为 154.26 亿元，在刚性债务中占比为 49.09%，其中短期借款、一年内到期的长期借款及长期借款余额分别为 10.08 亿元、40.33 亿元和 103.24 亿元；银行及信托借款余额较上年末下降 7.80%，主要系公司偿还部分短期借款。公司债券主要系公司本部及子公司桐庐国投、桐庐交发、桐庐城投等发行，2020 年末债券余额为 97.81 亿元，其中一年内到期应付债券和短期债券余额分别为 8.98 亿元和 16.00 亿元。同期末，以融资租赁款为主的长期应付款（含一年内到期）余额为 43.79 亿元，其中一年内到期部分和短期融资租赁款分别为 10.70 亿元和 1.62 亿元。

该公司银行借款及信托借款以保证方式为主。截至 2020 年末，公司银行及信托借款余额合计为 154.36 亿元，其中 2021-2023 年每年到期债务规模分别为 42.36 亿元、29.95 亿元和 14.99 亿元，即期债务偿付压力较大；资金成本大概介于 4.80%-7.3625%之间，银行借款及信托借款整体资金成本偏高。

债券发行方面，截至 2021 年 6 月 14 日，该公司本部及子公司桐庐国投、桐庐交发和桐庐城投待偿还债券余额分别为 65.00 亿元、73.7 亿元、6.00 亿元和 6.00 亿元。

图表 16. 截至 2021 年 6 月 14 日公司及下属子公司存续债券情况

债项名称	发债主体	发行金额 (亿元)	发行日期	期限	发行利率	待偿还本金 (亿元)
17 浙桐庐国资 ZR002	桐庐国投	2.20	2017.12.14	5 年	6.50%	2.20
19 桐庐国资 MTN001	桐庐国投	10.00	2019.8.5	3+2 年	5.00%	10.00

债项名称	发债主体	发行金额 (亿元)	发行日期	期限	发行利率	待偿还本金 (亿元)
19 桐庐国资 MTN002	桐庐国投	6.00	2019.9.25	3+2 年	4.67%	6.00
19 浙桐庐国资 ZR001	桐庐国投	2.60	2020.03.25	1.5 年	6.30%	2.60
20 桐庐国资 CP002	桐庐国投	6.00	2020.9.29	1 年	3.79%	6.00
20 桐资 01	桐庐国投	10.00	2020.11.5	3 年	4.78%	10.00
20 桐庐国资 PPN001	桐庐国投	10.00	2020.8.12	3+2 年	4.25%	10.00
20 浙桐庐国资 ZR001	桐庐国投	4.90	2020.1.3	3 年	6.70%	4.90
20 浙桐庐国投 ZR002	桐庐国投	2.00	2020.12.25	3 年	5.35%	2.00
21 桐资 01	桐庐国投	10.00	2021.1.28	3 年	5.00%	10.00
21 桐庐国资 PPN001	桐庐国投	10.00	2021.1.27	3+2 年	5.01%	10.00
21 桐庐国运 PPN001	桐庐国控	3.00	2021.4.27	3+2 年	4.80%	3.00
20 桐控 01	桐庐国控	10.00	2020.5.29	3 年	3.98%	10.00
20 桐控 02	桐庐国控	7.00	2020.6.29	3 年	4.27%	7.00
20 桐控 03	桐庐国控	3.00	2020.8.19	3 年	4.34%	3.00
20 桐庐国运 PPN001	桐庐国控	3.00	2020.9.30	3+2 年	4.60%	3.00
20 桐庐国运 PPN002	桐庐国控	9.00	2020.12.16	3+2 年	5.00%	9.00
21 桐庐国投 MTN001	桐庐国控	5.00	2021.1.29	3+2 年	5.25%	5.00
21 桐控 01	桐庐国控	15.00	2021.4.7	3 年	4.75%	15.00
21 桐庐国运 MTN002	桐庐国控	10.00	2021.5.12	3+2 年	4.59%	10.00
20 桐交 01	桐庐交发	6.00	2020.7.20	3 年	4.62%	6.00
20 桐发 01	桐庐城投	6.00	2020.9.16	3+2+2 年	4.61%	6.00

资料来源：桐庐国控

C. 或有负债

作为桐庐县最核心的国有资产运营主体，该公司对外担保规模较大，担保对象众多。截至 2020 年末，公司对外担保金额为 128.52 亿元，占当期末净资产的 65.32%。被担保对象以桐庐县其他国有企业及事业单位为主。整体来看，公司对外担保对象众多，担保额较大，存在一定或有风险。

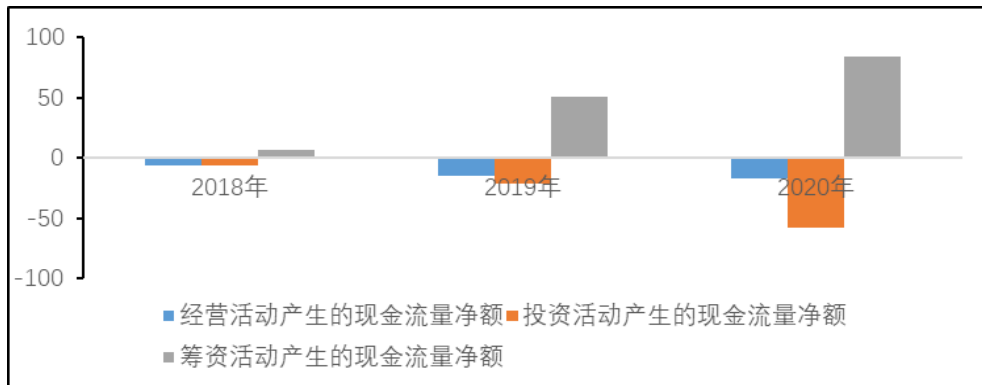
(2) 现金流分析

该公司水务、安保及电站发电等业务获现能力较强，但工程回购回款进度存在一定不确定性。2018-2020 年，公司营业收入现金率分别为 121.14%、118.29%和 116.15%。同期，由于工程回购进度相对缓于建设投入进度，且资金往来形成一定量的现金流出，公司经营环节现金流基本维持净流出状态，且净流出规模逐年增加，经营活动产生的现金流量净额分别为-6.75 亿元和-14.92 亿元和-16.62 亿元。

该公司投资环节现金收支涉及资金拆借、合伙企业股权投资和政府置换债券资金等多项活动，近三年持续呈净流出状态，且规模持续扩大。2018-2020 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-5.83 亿元、-21.32 亿元和-57.89 亿元。为弥补经营及投资环节资金缺口，近三年公司保持较大规模的外部筹资

力度,2018-2020年,公司筹资活动产生的现金流量净额分别为6.64亿元、50.74亿元和83.90亿元。

图表 17. 公司现金流情况 (单位: 亿元)



注: 根据桐庐国控提供的资料计算、绘制

该公司 EBITDA 主要是利润总额和列入财务费用的利息支出构成,2018-2020年分别为7.60亿元、7.50亿元和9.24亿元。由于公司刚性债务规模偏大,EBITDA 对利息支出和刚性债务的保障程度偏低。同时,近三年公司经营性现金流及非筹资性净现金流持续为负,无法对公司的债务偿付提供保障,很大程度上依赖于筹资性现金。

图表 18. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2018年	2019年	2020年
EBITDA/利息支出(倍)	0.66	0.53	0.57
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.03	0.03
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-7.16	-12.62	-13.05
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-3.61	-6.84	-5.97
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-13.34	-30.66	-58.50
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-6.74	-16.62	-26.75

注: 根据桐庐国控提供的资料计算、绘制

(3) 资产质量分析

随着政府注资及经营积累,该公司资本实力持续增强,2018-2020年末,公司所有者权益分别为146.83亿元、185.94亿元和196.77亿元。其中2019年末所有者权益大幅增长26.63%,主要系政府当年将评估价值为35.03亿元的砂石资源开采权拨付给公司使得资本公积较上年末增长28.21%至171.37亿元;2020年末,公司所有者权益较上年末增长5.82%至196.77亿元,主要系当年股东桐庐县国资委将政府债券等财政资金转为资本性投入及收到财政资金作为国有资本投入等共计增加资本公积10.21亿元;期末资本公积内容主要包括政府拨款、政府拨付的置换债资金、土地、资产、砂石资源开采权及股权划转等。此外,2020年末,股东桐庐县国资委以资本公积转增资本2.95亿元,期末公司实收资本增至3.00亿元。从权益资本结构的稳定性来看,2018-2020年末,公司实收资本和资本公积合计占期末净资产的比重分别为

91.06%、92.19%和 92.29%，权益资本结构稳定性较好。

2018-2020 年末，该公司资产总额分别为 388.55 亿元、495.13 亿元和 558.89 亿元，资产规模逐年增长，其中流动资产占比分别为 86.66%、81.61%和 81.42%。

2020 年末，该公司流动资产合计为 455.06 亿元，以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主，四者在流动资产中比重分别为 10.52%、2.22%、24.48%和 62.33%。货币资金期末余额为 47.88 亿元，主要为银行存款，其中因借款质押或保证金等导致受限、存在潜在回收风险的款项金额为 3.84 亿元。应收账款期末余额为 10.11 亿元，其中应收桐庐县交通局、财政局和卫星城公司款项占比分别为 9.74%、73.19%和 8.87%，应收款项对象集中为桐庐县政府部门及下属企业，资金回收风险可控；较上年末下降 10.85%，主要系部分款项收回。其他应收款余额为 111.41 亿元，以往来款为主，期末应收前五名客户款项合计为 64.61 亿元，占比为 57.60%；应收对象包括桐庐县财政局、桐庐县小城镇环境整治有限公司¹⁰、桐庐县富春未来城开发建设有限公司¹¹、桐庐县 05、16 省道有限责任公司、桐庐县交通投资有限公司及其他桐庐县的建设和投资主体，整体看，近年来公司对外拆借资金规模较大且有明显增长趋势，相关款项回收进度存在不确定性，一定程度上加大公司资金周转压力。2020 年末，公司存货规模为 283.64 亿元，其中因基础设施代建形成的账面沉淀资金和账面土地资产价值分别为 166.87 亿元和 48.97 亿元，合计在存货总金额中占比为 76.10%；此外，安置房等业务形成的开发成本和开发产品合计金额为 67.55 亿元；整体看公司存货规模较大，且受政府对代建项目回购进度及当地土地市场行情影响，资产变现不确定性较大。

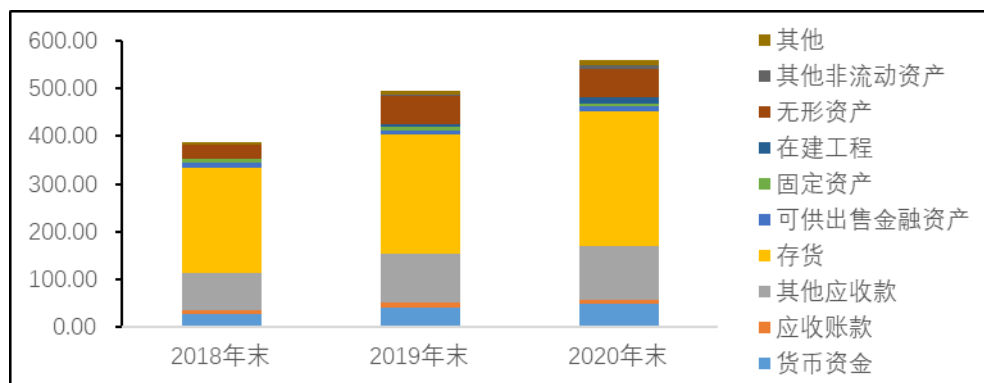
该公司非流动资产规模较小，但近年来占比逐年上升，2018-2020 年末，非流动资产规模分别为 51.85 亿元、91.04 亿元和 103.82 亿元。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程、无形资产及其他非流动资产构成，2020 年末五者在非流动资产中占比分别为 8.13%、7.24%、12.04%、58.16%和 7.25%。其中，公司可供出售金融资产主要包括对浙江工商大学杭州商学院和杭州市杭黄铁路投资有限公司等的股权投资和以融资为目的而进行的合伙企业投资等，2020 年末余额为 8.44 亿元；较上年末下降 7.43%，主要系减少对桐庐县叶浅予中学、桐庐县融信投资管理有限公司、浙富控股 1 号集合资产管理计划等的投资所致。公司固定资产期末余额为 7.52 亿元，主要由房屋及建筑物构成，较上年末变动不大。在建工程较上年末增长 161.64%至 12.50 亿元，主要系增加对弄饮水达标提标改建工程、桐庐第二自来水厂及配套管网建设及桐庐综合客运枢纽（公路客运）等的投资建设。无形资产期末余额为 60.39 亿元，主要为政府划拨的砂石资源开采权，较 2019 年末小幅下降 1.57%，主要系摊销导致。其他非流动资产较上年末大幅增长 365.42%至 7.53 亿元，主要包括停车场特许经营权使用权 3.00 亿元、湖杭铁路项目资

¹⁰ 实控人为桐庐县横村镇综合服务中心。

¹¹ 于 2019 年成立，注册资本为 2 亿元，唯一股东为桐庐县富春未来城市发展中心。

本金 2.82 亿元及长期资产预付款项 1.26 亿元。

图表 19. 公司资产构成情况（单位：亿元）



注：根据桐庐国控提供的资料计算、绘制

(4) 流动性/短期因素

该公司资产以市政工程、安置房投入及土地等为主，相对集中于存货科目，而融资以长期借款和债券为主，因此账面反映的流动比率与速动比率处于较优水平，但实际资产流动性较大程度上依赖于政府对市政工程等的回购进度等。2018-2020 年末公司货币资金余额分别为 26.81 亿元、40.73 亿元和 47.88 亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为 40.30%、53.88%和 52.68%，现金对短期债务覆盖程度一般。

图表 20. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动比率 (%)	318.24	309.34	366.63
现金比率 (%)	25.34	31.18	38.58
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	40.30	53.88	52.68

资料来源：桐庐国控

截至 2020 年末，该公司因借款抵、质押而使得部分货币资金、存货及固定资产受限，受限资产合计账面价值为 17.27 亿元；此外，公司还将部分子公司股权、项目未来收益权及电费收费权质押受限。

3. 公司盈利能力

2018-2020 年，该公司毛利分别为 4.12 亿元、1.55 亿元和 0.96 亿元，逐年大幅下降；综合毛利率分别为 38.02%、10.87%和 7.58%。从具体构成来看，2018-2020 年土地开发业务毛利分别为 3.73 亿元、0.11 亿元和 0.00 亿元，在当年综合毛利中占比分别为 90.27%、7.03%和 0.00%，土地开发业务为公司 2018 年毛利的主要来源，但该项业务对公司毛利贡献不稳定性较高；同期，受托代建业务毛利分别为 0.39 亿元、1.02 亿元和 1.09 亿元，保持逐年增长；电站发电业务毛利分别为 0.11 亿元、0.24 亿元和 0.18 亿元，受降水量影响而呈现一定波动，但可为公司综合毛利提供相对稳定的补充；安置房业务毛利

随着近年来市场化拍卖情况变化而呈现较大波动，同期毛利分别为-0.10 亿元、0.05 亿元和-0.60 亿元；水务业务毛利分别为-0.21 亿元、-0.05 亿元和 0.26 亿元，其中 2020 年毛利由负转正主要系以前年度因系统原因导致无法确认的部分收入于当年度确认；此外，2020 年公司新增砂石销售业务，当年毛利为 0.10 亿元，在当年综合毛利中占比为 10.46%。

该公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2018-2020 年，期间费用分别为 3.27 亿元、3.89 亿元和 4.01 亿元，期间费用率分别为 30.06%、27.24%和 31.60%，期间费用率较高，对公司利润侵蚀严重。政府补助为公司盈利的重要补充，2018-2020 年公司获得政府补助分别为 1.74 亿元、4.45 亿元和 4.71 亿元。同期公司净利润分别为 2.22 亿元、1.83 亿元和 1.40 亿元。同期，公司总资产报酬率分别为 1.83%、1.29%和 1.31%，净资产收益率分别为 1.69%、1.10%和 0.73%，整体资产盈利能力有限。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司是桐庐县最核心的国有资产运营主体，控股子公司经营业务较为多样，其中基础设施和安置房建设是最为核心的业务，同时也是占用资金量最大的业务，预计回收周期较长，加之后续资金需求较大，公司整体资金压力较大。同时，为满足项目建设和对外拆借资金需求，公司刚性债务已积累至较大规模，负债经营程度偏高，考虑到政府给予公司资产划拨、置换债资金等拨款支持，公司资本实力不断增强，可对刚性债务形成一定覆盖。

2. 外部支持因素

该公司作为桐庐县核心的国有资产运营主体，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。在资产股权划拨方面，截至 2020 年末，公司已获得政府划拨土地 48.96 亿元；2018 年政府将桐庐交发、桐庐国投及桐庐铁投等重要国有公司股权无偿划拨给公司，以及将砂石资源开采权等优质资源无偿划拨给公司，使得公司地位凸显。在资金注入及补助方面，近年来公司及下属子公司陆续收到财政资金拨款及政府置换债资金，截至 2020 年末，公司合计已获得该类资金约 56.63 亿元；同时，2018-2020 年公司累计获得政府补助 10.90 亿元。

此外，该公司及下属子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 2020 年末，合并口径银行综合授信额度为 194.32 亿元，其中尚未使用额度为 26.40 亿元。

本期债券偿付保障分析

该公司定位为桐庐县最核心的国有资产运营主体，本部主要承担管控职能，下属子公司负责的市政建设及水务等业务具有区域垄断优势，业务地位突出；同时，公司能够持续获得桐庐县政府在资产划转、资金注入和补助等方面的支持，可为偿债能力提供一定保障。此外，根据募投项目可行性研究报告测算，募投项目在债券存续期内扣除相关税费及各项运营成本后可累计实现净收益 6.32 亿元，可为本期债券偿付提供一定保障。

评级结论

该公司为桐庐县国资委出资设立的国有独资企业，由于整合时间较短，在组织管理架构方面有待继续完善，同时公司本部实质性业务较少，主要通过控股方式对下属子公司进行统一管控，但由于子公司众多，公司面临一定管控压力。

该公司定位为桐庐县最核心的国有资产运营主体，业务较为多样且主要由下属子公司负责。基础设施和安置房建设是占用资金量最大的业务，相应的工程回购和房产销售或拍卖收入也是公司相对主要的收入来源，但预计回收周期较长；同时公司在项目建设方面仍存在资金需求，公司面临一定的投融资压力。土地开发业务较易受桐庐县政府土地出让计划及市场行情影响，近年来表现为较强的不稳定性。水务、发电、安保、租赁等业务收入相对稳定，但规模有限。

近三年，为满足基础设施建设及对外资金拆借等需求，该公司已积累较大规模的刚性债务，负债经营程度偏高，债务压力较大。但考虑到政府给予资产划拨、置换债资金等拨款支持，近年来公司权益规模同步提高，可对刚性债务形成一定覆盖。由于承担一定政策性职能，公司自身业务盈利及现金流表现不尽理想，往来借出款及对外担保规模大，面临一定或有损失风险。虽然财务方面公司面临一定压力，但考虑到公司突出的业务地位及可获较强的外部支持，本期债券的偿付较有保障。

跟踪评级安排

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

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

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

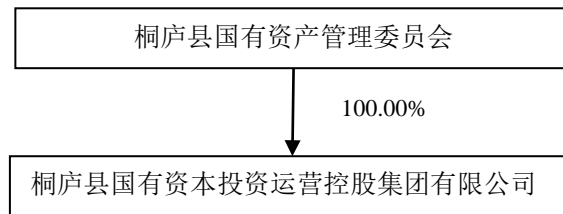
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

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

附录一：

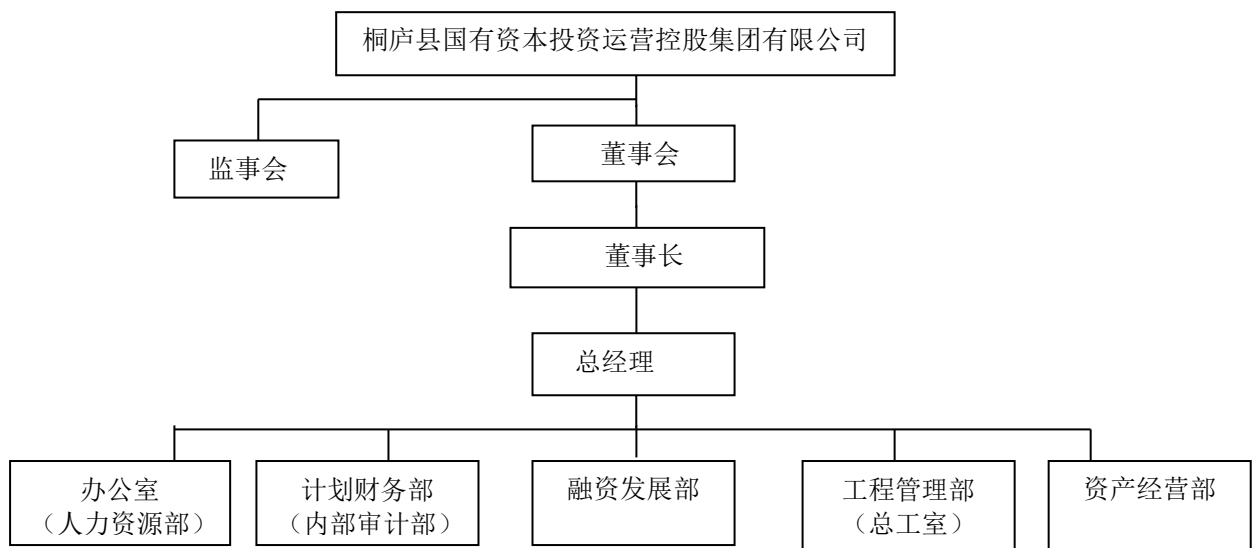
公司股权结构图



注：根据桐庐国控提供的资料绘制（截至 2020 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据桐庐国控提供的资料绘制（截至 2020 年末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020 年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
桐庐县国有资本投资运营控股集团有限公司本部	公司本部	-	国有资产投资管理与运营、股权投资	34.90	147.01	0.00	-0.29	0.02	-
桐庐县国有资产投资经营有限公司	桐庐国投	100.00	综合	215.93	158.24	9.92	1.33	-14.60	数据口径为桐庐国投合并口径
桐庐县交通发展集团有限公司	桐庐交发	100.00	基础设施建设、公交客运站经营等	21.62	31.65	2.76	0.38	-1.02	数据口径为桐庐交发合并口径
桐庐县铁路建设投资开发有限公司	桐庐铁投	100.00	杭黄铁路桐庐段及站场综合体项目的开发建设等	43.82	6.32	0.01	11.49 万元	-4.06	数据口径为桐庐铁投单体口径

注：根据桐庐国控提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年
资产总额 [亿元]	388.55	495.13	558.89
货币资金 [亿元]	26.81	40.73	47.88
刚性债务[亿元]	193.41	242.67	314.43
所有者权益 [亿元]	146.83	185.94	196.77
营业收入[亿元]	10.86	14.27	12.70
净利润 [亿元]	2.22	1.83	1.40
EBITDA[亿元]	7.60	7.50	9.24
经营性现金净流入量[亿元]	-6.75	-14.92	-16.62
投资性现金净流入量[亿元]	-5.83	-21.32	-57.89
资产负债率[%]	62.21	62.45	64.79
长短期债务比[%]	128.46	136.69	191.75
权益资本与刚性债务比率[%]	75.92	76.62	62.58
流动比率[%]	318.24	309.34	366.63
速动比率 [%]	109.00	119.42	137.90
现金比率[%]	25.34	31.18	38.58
短期刚性债务现金覆盖率 [%]	40.30	53.88	52.68
利息保障倍数[倍]	0.57	0.41	0.43
有形净值债务率[%]	203.05	250.06	267.58
担保比率[%] ¹²	42.91	46.22	65.32
毛利率[%]	38.02	10.87	7.58
营业利润率[%]	15.19	14.70	13.22
总资产报酬率[%]	1.83	1.29	1.31
净资产收益率[%]	1.69	1.10	0.73
净资产收益率*[%]	1.66	1.05	0.75
营业收入现金率[%]	121.14	118.29	116.15
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-7.16	-12.62	-13.05
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-3.61	-6.84	-5.97
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-13.34	-30.66	-58.50
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-6.74	-16.62	-26.75
EBITDA/利息支出[倍]	0.66	0.53	0.57
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.03

注：表中数据依据桐庐国控经审计的 2018-2020 年度财务数据整理、计算。

¹² 按照“期末担保金额/期末所有者权益合计×100%”计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录六：

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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

本次评级所依据的评级技术文件

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

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。