

信用评级公告

联合〔2021〕401号

联合资信评估股份有限公司通过对桐庐县城市建设投资集团有限公司拟发行的 2021 年度第一期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估,确定桐庐县城市建设投资集团有限公司 2021 年度第一期短期融资券的信用等级为 A-1,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年一月十四日



桐庐县城市建设投资集团有限公司

2021年度第一期短期融资券信用评级报告

评级结果

发行人主体长期信用等级：AA

本期短期融资券信用等级：A-1

评级展望：稳定

债项概况

本期短期融资券发行规模：0~6 亿元

本期短期融资券期限：1 年

偿还方式：到期一次还本付息

募集资金用途：偿还公司到期银行借款

评级时间：2021 年 1 月 14 日

本次评级使用的评级方法、模型

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果

指示评级	a		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域 风险	3
			行业风险	3
		自身 竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		3
		偿债能力		3
		调整因素和理由		
政府支持			3	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

经联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）评定，桐庐县城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）拟发行的 2021 年度第一期短期融资券（以下简称“本期短期融资券”）的信用等级为 A-1。本期短期融资券由桐庐县国有资产投资经营有限公司（以下简称“桐庐国资”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，联合资信评定桐庐国资主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为稳定，其担保可提升本期短期融资券本息偿还的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合分析，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 经营环境良好。近年来，桐庐县经济稳步发展，一般公共预算收入持续增长。2019 年，桐庐县实现地区生产总值 386.39 亿元，同比增长 6.8%；一般公共预算收入 33.77 亿元，同比增长 10.1%。
2. 持续获得有力的政府支持。公司是桐庐县重要的基础设施建设和水务运营主体，业务的区域竞争优势突出。公司持续获得桐庐县政府部门在资金及资产注入、股权划拨、财政补贴和债务置换等方面的有力支持。
3. 外部担保可提升本期短期融资券本息偿还的安全性。桐庐国资为本期短期融资券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，可提升本期短期融资券本息偿还的安全性。

关注

1. 资产流动性较弱。公司资产中基础设施建设项目投入及应收类款项对资金占用明显，回收周期受财政资金拨付效率影响大，资产质量一般。
2. 经营活动净现金流持续为负。2017—2019 年，公司经营活动净现金流分别为 -1.55 亿元、-3.26 亿元和 -4.57 亿元。

分析师：薛琳霞

胡元杰

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层(100022)

网址：www.lhratings.com

3. 存在或有负债风险。截至 2020 年 9 月底，公司对外担保余额 26.10 亿元，担保比率为 37.27%，对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产（亿元）	5.94	6.79	7.51	17.99
资产总额（亿元）	81.15	94.27	146.08	172.80
所有者权益（亿元）	27.67	32.18	67.50	70.03
短期债务（亿元）	7.84	15.72	12.89	17.75
长期债务（亿元）	30.42	30.83	41.31	50.32
全部债务（亿元）	38.26	46.55	54.20	68.07
营业收入（亿元）	4.23	4.87	9.10	4.01
利润总额（亿元）	1.49	1.28	1.59	0.77
EBITDA（亿元）	1.73	1.53	1.91	--
经营性净现金流（亿元）	-1.55	-3.26	-4.57	0.16
现金收入比（%）	71.31	80.03	71.71	214.58
营业利润率（%）	13.24	13.82	10.57	16.01
净资产收益率（%）	5.38	3.95	2.19	--
资产负债率（%）	65.90	65.87	53.79	59.47
全部债务资本化比率（%）	58.03	59.13	44.53	49.29
流动比率（%）	357.76	299.64	291.55	268.40
速动比率（%）	154.29	137.09	133.39	137.39
经营现金流动负债比（%）	-7.22	-10.94	-12.81	--
现金短期债务比（倍）	0.76	0.43	0.58	1.01
EBITDA 利息倍数（倍）	0.97	0.49	1.17	--
全部债务/EBITDA（倍）	22.15	30.52	28.33	--
公司本部				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额（亿元）	62.90	61.28	64.65	66.59
所有者权益（亿元）	24.24	27.48	28.01	29.06
全部债务（亿元）	5.71	6.66	5.50	0.00
营业收入（亿元）	3.40	2.71	2.06	3.12
利润总额（亿元）	0.50	0.90	0.53	0.85
资产负债率（%）	61.47	55.16	56.67	56.37
全部债务资本化比率（%）	19.08	19.52	16.41	0.00
流动比率（%）	158.51	176.55	153.73	127.82
经营现金流动负债比（%）	-15.93	-0.46	5.52	--

注：2020 年三季度财务数据未经审计；长期应付款中有息债务纳入长期债务计算；2019 年用“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”代替利息支出；母公司有息债务规模未进行调整，相关债务指标实际高于测算值

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由桐庐县城市建设投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

桐庐县城市建设投资集团有限公司

2021 年度第一期短期融资券信用评级报告

一、主体概况

桐庐县城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”或“桐庐城投”）是由桐庐县国有资产管理委员会（以下简称“桐庐县国资委”）出资于2001年4月13日成立的国有独资企业，初始注册资本为5000万元。2002年，根据桐庐县国资委《关于变更国有资本金出资主体的通知》（桐国资〔2002〕1号），公司股东变更为桐庐县国有资产投资经营有限公司（以下简称“桐庐国投”）。后经两次增资，截至2020年9月底，公司注册资本及实收资本均为2.00亿元，桐庐国投持有公司100.00%股权，桐庐县国资委通过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”）间接持有桐庐国投全部股权，是公司实际控制人。

公司经营范围：对城市市政、公用设施、房地产（含保障性住房）、公用事业、城市空间、旅游开发、房屋建筑、物业管理、项目代建及自有资金对外的投资。

截至2020年9月底，公司本部内设办公室、计划财务部、融资发展部、资产经营部、工程管理部等5个职能部门，公司合并范围内子公司合计13家。

截至2019年底，公司资产总额146.08亿元，所有者权益67.50亿元（含少数股东权益0.04亿元）；2019年，公司实现营业收入9.10亿元，利润总额1.59亿元。

截至2020年9月底，公司资产总额172.80亿元，所有者权益70.03亿元（含少数股东权益0.04亿元）；2020年1—9月，公司实现营业收入4.01亿元，利润总额0.77亿元。

公司住所：桐庐县城迎春南路303号；法定代表人：叶向前。

二、本期短期融资券概况

公司计划于2021年注册总金额为12亿元的短期融资券，本期计划在注册额度内发行2021年度第一期短期融资券（以下简称“本期短期融资券”）基础发行规模0亿元，发行规模上限为6亿元，期限为1年。本期短期融资券到期一次性还本付息，募集资金全部用于偿还公司本部到期银行借款。

本期短期融资券由桐庐国资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、主体长期信用分析

公司是桐庐县重要的城市基础设施建设和水务运营主体，是桐庐国资的核心子公司，主要承担了桐庐县的基础设施建设、水务运营等职能，业务涉及城市道路、桥梁、水利工程等基础设施建设，自来水供应、污水处理、管道安装等水务业务，近年来公司持续在资金及资产注入、股权划拨、债务置换和财政补贴方面获得桐庐县政府的有力支持。

近年来，公司资产规模持续增长，资产构成以流动资产为主，应收类账款及存货规模较大，整体资产质量一般；公司债务规模持续增长，债务负担尚可；公司营业收入持续增长，利润总额对政府补助依赖程度高；公司在建及拟建项目投资规模大，面临较大资本支出压力；公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。考虑到公司在桐庐县基础设施建设和水务运营领域的重要地位，且持续获得桐庐县政府的有力支持，公司整体偿债能力很强。

未来公司将继续将桐庐县基础设施建设和水务运营作为核心业务，桐庐县基础设施建设升级完善和经济水平的不断提升为公司未来经

营发展提供了有力保障，公司业务规模有望持续增长。

经联合资信评定，公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

四、主体短期信用分析

1. 资产流动性分析

近年来，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，应收类款项及存货规模较大，对公司资金形成较大的占用，公司资产质量一般，流动性较弱。

公司提供了 2017—2019 年度财务报表，中汇会计师事务所(特殊普通合伙)对 2017—2018

年度财务报表进行了审计，中审亚太会计师事务所(特殊普通合伙)对 2019 年度财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年三季度财务数据未经审计。

2017—2019 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 34.17%。2019 年底，公司资产总额较 2018 年底增长 54.95%至 146.08 亿元，主要来自无形资产及存货的增长。从结构上看，公司资产以流动资产为主，2019 年底，公司流动资产和非流动资产分别占 71.25%和 28.75%，主要资产构成详见下表。

表 1 公司主要资产构成情况(单位: 亿元、%)

科 目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 9 月	
	金额	占比	金额	金额	占比	占比	金额	占比
流动资产	77.07	94.98	89.19	94.61	104.08	71.25	126.82	73.39
货币资金	5.94	7.32	6.79	7.20	7.51	5.14	17.99	10.41
应收账款	5.44	6.71	6.56	6.96	9.51	6.51	7.46	4.32
其他应收款	19.12	23.57	25.63	27.19	29.21	19.99	37.80	21.88
存货	43.84	54.02	48.38	51.32	56.46	38.65	61.90	35.82
非流动资产	4.07	5.02	5.09	5.39	42.00	28.75	45.98	26.61
固定资产	2.14	2.64	2.05	2.17	2.14	1.47	2.01	1.16
在建工程	1.13	1.39	2.27	2.41	4.50	3.08	8.63	4.99
无形资产	0.07	0.09	0.07	0.08	35.09	24.02	35.09	20.31
资产合计	81.15	100.00	94.27	100.00	146.08	100.00	172.80	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2017—2019 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 16.21%。2019 年底，公司流动资产较 2018 年底增长 16.70%至 104.08 亿元，主要由货币资金(占 7.21%)、应收账款(占 9.14%)、其他应收款(占 28.06%)和存货(占 54.25%)构成。

2017—2019 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 12.45%，2019 年底为 7.51 亿元，较 2018 年底增长 10.55%。公司货币资金以银行存款(占 99.99%)为主，其中使用受限的货币资金 1.87 亿元，为定期存单。

2017—2019 年，公司应收账款持续增长，年均复合增长 32.18%，2019 年底为 9.51 亿元，较 2018 年底增长 45.06%，主要系应收桐庐县

财政局的搬迁补偿费和桐庐卫星城建设开发有限公司的工程款增长所致。公司应收账款中，关联方及政府部门款项 9.48 亿元、未计提坏账准备；余额百分比法组合 0.03 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 94.89%、1 年以上的占 5.11%，共计提坏账准备 15.74 万元。从集中度看，公司应收账款前五名单位合计占应收账款账面余额的 99.82%，集中度高。

2017—2019 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 13.49%。2019 年底，公司其他应收款为 29.21 亿元，较 2018 年底增长 13.95%，主要系应收桐庐县财政局、桐庐国控等关联方和政府部门的往来款及借款增长所致。公司其他应收款由应收利息(0.06 亿元)和其他应收

款项（29.15 亿元）构成，其中其他应收款项主要为应收政府部门和关联方的往来款和借款。2019 年底，公司其他应收款项中关联方和政府部门组合和其他组合（多为预付拆迁补偿款和保证金）余额分别为 22.10 亿元和 6.42 亿元，未计提坏账准备；余额百分比法组合余额 0.66 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 56.21%、1~2 年的占 43.37%、2 年以上的占 0.43%，共计提坏账准备 330.66 万元。2019 年底，公司其他应收款项前五名欠款方合计占 71.58%，集中度较高。公司其他应收款应收方主要为政府部门或政府控股企业，回收风险较小，但回款时间存在不确定性，对资金形成一定占用。

表 2 2019 年底公司其他应收款项前五名情况
(单位: 亿元、%)

债务人名称	款项性质	余额	占比
桐庐县财政局	往来款及其他	6.57	22.49
桐庐国控	往来款及其他	6.52	22.34
桐庐县城乡住房改造开发有限公司	借款	3.00	10.29
桐庐滨江建设有限公司	往来款	2.73	9.34
桐庐县人民政府城南街道办事处	往来款	2.08	7.12
合计		20.90	71.58

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司存货持续增长，年均复合增长 13.49%。2019 年底，公司存货 56.46 亿元，较 2018 年底增长 16.70%，主要系受托代建项目和开发成本增长所致。2019 年底，公司存货主要由受托代建项目（占 89.93%）和开发成本（占 9.85%）构成，其中受托代建项目主要是公司代建的城市基础设施项目，公司未对存货计提跌价准备。

2020 年 9 月底，公司资产总额 172.80 亿元，较 2019 年底增长 18.29%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致，其中流动资产占 73.39%，非流动资产占 26.61%，资产构成较 2019 年底变化不大。2020 年 9 月底，公司货币资金 17.99 亿元，较 2019 年底增长 139.59%，主要来自于外部融资；其他应收款较 2019 年底增长 29.42%至 37.80 亿元，主要系往来款增长

所致。

截至 2020 年 9 月底，公司受限资产合计 0.33 亿元，全部为土地使用权，用于借款抵押，公司资产受限比例较低。

2. 现金流分析

近年来，公司基础设施建设项目投入以及与桐庐县财政局资金往来规模较大，收入实现质量一般，经营活动现金流量净额持续为负；随着公司在建及拟建项目的持续推进，公司存在较大的筹资压力。

经营活动方面，2017—2019 年，受往来款收现波动影响，公司经营活动现金流入量有所波动，分别为 6.97 亿元、17.76 亿元和 13.62 亿元，主要由业务回款、政府财政补贴和往来款构成，其中销售商品、提供劳务收到的现金持续增长，分别为 3.02 亿元、3.90 亿元和 6.52 亿元，主要为各业务板块回款；收到其他与经营活动有关的现金分别为 3.95 亿元、13.86 亿元和 7.10 亿元，主要为往来款收现；同期，公司经营活动现金流出量分别为 8.53 亿元、21.02 亿元和 18.19 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为 5.52 亿元、5.01 亿元和 14.42 亿元，主要为各业务板块成本支出；公司支付其他与经营活动有关的现金分别为 2.66 亿元、15.69 亿元和 3.34 亿元，主要为往来款付现。2017—2019 年，公司经营活动现金持续净流出且规模有所扩大，分别为 -1.55 亿元、-3.26 亿元和 -4.57 亿元。

收现质量方面，2017—2019 年，公司现金收入比分别为 71.31%、80.03 和 71.71%，公司收入实现质量一般。

投资活动方面，2017—2019 年，公司投资活动现金流入流出规模很小，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -0.56 亿元、-0.56 亿元和 -1.81 亿元，主要为购建固定资产支出的现金。

筹资活动方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入有所波动，分别为 24.28 亿元、40.52 亿元和 27.65 亿元，主要为通过银行借款和融资租赁收到的现金。同期，公司筹资活动现

金流出量有所波动，分别为23.85亿元、35.66亿元和19.99亿元，主要为偿还债务本息支付的现金。2017—2019年，公司筹资活动现金流量净额分别为0.42亿元、4.86亿元和7.66亿元。

表3 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入额	6.97	17.76	13.62
经营活动现金流出额	8.53	21.02	18.19
经营活动现金流量净额	-1.55	-3.26	-4.57
投资活动现金流净额	-0.56	-0.56	-1.81
筹资活动现金流量净额	0.42	4.86	7.66
现金收入比	71.31	80.03	71.71

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020年1—9月，公司经营活动现金流量净额0.16亿元，投资活动现金流量净额-3.37万元，筹资活动现金流量净额7.74亿元。

3. 短期偿债能力分析

公司短期偿债能力一般，考虑到公司在桐庐县基础设施建设和水务运营领域的重要地位，且持续获得桐庐县人民政府的有力支持，公司整体偿债能力很强。

短期偿债能力指标方面，2017—2019年，公司流动比率和速动比率持续下降，2019年底上述两项指标分别为291.55%和133.39%；2020年9月底，公司流动比率有所下降，速动比率小幅提升，分别为268.40%和137.39%。2017—2019年，公司经营活动现金呈净流出状态，对流动负债无保障能力。2019年底和2020年9月底，公司现金短期债务比分别为0.58倍和1.01倍。

截至2020年9月底，公司从金融机构获得综合授信额度为56.42亿元，尚未使用的授信额度16.90亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2020年9月底，公司对外担保余额26.10亿元（详见附件3），担保比率为37.27%。公司担保企业主要为桐庐县区域内的国有企业，目前经营状况良好。整体看，公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

4. 母公司财务分析

母公司资产和收入在公司合并口径中占比适中，母公司负债水平偏重。

2019年底，母公司资产总额64.65亿元，较2018年底增长5.49%。其中，流动资产46.32亿元，主要由应收账款、其他应收款和存货构成；非流动资产18.33亿元，主要由长期股权投资构成。2020年9月底，母公司资产总额66.59亿元，较2019年底增长3.01%，资产构成较2019年底变化不大。

2019年底，母公司所有者权益28.01亿元，较2018年底略有增长，其中实收资本占7.14%，资本公积占66.16%。2020年9月底，母公司所有者权益29.06亿元，较2019年底增长3.73%，主要系资本公积增长所致，构成较2019年底变化不大。

2019年底，母公司负债总额36.64亿元，较2018年底增长8.39%。其中，流动负债30.13亿元，主要由其他应付款构成；非流动负债6.50亿元，主要由长期借款构成。母公司2019年底资产负债率56.67%，较2018年底增加1.52个百分点。2020年9月底，母公司负债总额37.53亿元，较2019年底增长2.45%，主要系其他应付款增长所致；母公司资产负债率较2019年底小幅下降至56.37%。

2019年，母公司营业收入2.06亿元；营业成本1.75亿元；利润总额为0.53亿元。2020年1—9月，母公司实现营业收入3.12亿元，营业成本2.61亿元，利润总额0.85亿元。

五、本期短期融资券偿还能力分析

1. 本期短期融资券对公司现有债务的影响

本期短期融资券基础发行规模0亿元，发行规模上限6亿元，以发行规模最高6亿元计算，相当于2020年9月底公司全部债务的8.81%。2020年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为59.47%和49.29%。以公司2020年9月底财务数据为基础，不考虑其

他因素变化，预计本期短期融资券发行后，公司的资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 60.83% 和 51.40%。考虑到本期短期融资券募集资金全部用于偿还到期有息债务，预计发行后公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期短期融资券偿还能力分析

2017—2019 年及 2020 年 9 月底，公司现金类资产分别为 5.94 亿元、6.79 亿元、7.51 亿元和 17.99 亿元，分别为本期短期融资券拟发行规模的 0.99 倍、1.13 倍、1.25 倍和 3.00 倍，公司现金类资产对本期短期融资券的保障能力较强。

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为本期短期融资券拟发行规模的 1.16 倍、2.96 倍和 2.27 倍；公司 EBITDA 分别为本期短期融资券拟发行规模的 0.29 倍、0.25 倍和 0.32 倍；公司经营活动现金持续净流出，对本期短期融资券无保障能力。整体看，公司经营活动现金流入量对本期短期融资券的保障能力较强。

六、债权保障措施

桐庐国资为本期短期融资券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保可提升本期短期融资券本息偿付的安全性。

本期短期融资券由桐庐国资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。桐庐国资保证范围包括本期短期融资券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。桐庐国资承担保证责任的期间为本期短期融资券存续期及本期短期融资券到期之日起两年。

七、担保人主体长期信用分析

1. 担保人概况

桐庐国资成立于 2001 年 12 月，由桐庐县国资委投资组建，注册资本为 1.80 亿元。2018 年 12 月，公司股权划入桐庐县国有资本投资运

营控股集团有限公司（以下简称“桐庐国控”），公司股东变更为桐庐国控。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本及实收资本为 1.80 亿元，控股股东为桐庐国控，桐庐县国资委持有桐庐国控 100% 股权，桐庐国资实际控制人为桐庐县国资委。

桐庐国资经营范围：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；政府性投资项目、市政工程等基础设施项目和经营性项目的建设开发。

2. 担保人经营分析

桐庐国资是桐庐县重要的基础设施建设和国有资产运营主体，近年来，公司主营业务收入快速增长，毛利率持续下降。桐庐国资工程代建业务已投入项目成本规模较大，对公司资金形成占用；土地开发整理业务回款情况较好；在建安置房建设已基本投资完毕，未来投资规模不大。

桐庐国资是桐庐县重要的基础设施建设和国有资产运营主体，业务涉及基础设施建设、安置房建设、水务、发电、安保等业务。2017—2019 年，公司营业收入规模快速增长，分别为 7.92 亿元、10.73 亿元和 12.14 亿元，主要来自工程代建、土地开发整理和房屋销售收入。其中，2017—2019 年，公司工程代建收入受工程结算的影响有所波动；土地开发业务自 2018 年开始实现收入，对公司营业收入形成补充，但收入实现受政府土地出让计划和市场行情影响较高，具有不稳定性；房屋销售收入近三年受房地产市场行情亦有所波动。近三年，公司营业毛利率有所波动，分别为 23.39%、39.28% 和 11.89%。

2020 年一季度，桐庐国资实现营业收入 0.48 亿元，工程代建业务受进度影响未确认收入；毛利率为 -3.67%。

表1 2017—2020年一季度桐庐国资营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年一季度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程代建	3.37	42.54	16.26	2.69	25.02	14.71	6.95	57.25	12.10	0.00	0.00	--
土地开发整理	--	--	--	5.11	47.57	73.01	1.10	9.07	9.91	0.00	0.00	--
房产销售	2.37	29.95	44.45	0.63	5.88	-15.16	1.36	11.23	3.65	0.01	2.38	-300.43
自来水及污水处理	0.61	7.72	-9.54	0.60	5.63	-34.55	0.70	5.78	-5.36	0.12	24.93	-20.06
安保	0.75	9.47	9.44	0.73	6.77	8.81	0.81	6.65	10.86	0.18	37.41	9.21
电站发电	0.30	3.83	43.25	0.26	2.40	43.63	0.39	3.20	61.71	0.11	23.06	71.45
工程结算	0.21	2.62	17.57	0.14	1.27	30.07	0.19	1.53	21.30	0.01	1.94	17.05
其他	0.31	3.86	22.92	0.58	5.45	30.67	0.64	5.30	17.82	0.05	10.28	-114.65
合计	7.92	100.00	23.39	10.73	100.00	39.28	12.14	100.00	11.89	0.48	100.00	-3.67

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（1）工程代建业务

桐庐国资是桐庐县重要的基础设施建设主体，工程代建业务主要来源于桐庐城投，业务模式同桐庐城投的业务模式。

近年来，桐庐国资已完工的基础设施建设项目主要有中心广场一期工程、春江路一期工程及云栖路工程等，2017—2019年，公司工程代建业务分别实现收入3.37亿元、2.69亿元和6.95亿元，2020年一季度，受工程结算进度影响，公司未实现工程代建收入。截至2020年3月底，公司账面应收包含卫星城公司、桐庐县财政局等单位的回款款合计10.46亿元。公司存货中代建项目投入成本合计130.75亿元，对公司资金形成占用，资金回收受政府结算进度影响大。

公司工程建设项目除采取代建模式外，亦通过自营模式进行建设，截至2020年3月底，公司拟建自营项目投资规模为25.29亿元。

（2）土地开发整理

桐庐国资土地开发整理业务主要由桐庐城投和桐庐县富春江全域建设开发有限公司（以下简称“全域公司”）。业务模式同桐庐城投土地开发整理业务模式。2018—2019年，桐庐国资土地开发整理业务收入分别为5.11亿元和1.10亿元，主要确认收入的地块为桐庐县城梅林路和阆苑路交叉口南侧地块（确认收入3.80亿元）、桐庐县城城南街道原中大鳄鱼厂地块（确认收入1.31亿元）和桐庐县原方家自然村

拆迁区块（确认收入1.10亿元），已全部回款。

（3）房产销售

桐庐国资房产销售收入来自于安置房销售业务。桐庐国资的安置房建设与销售主要按照桐庐县政府规划，以计划安置户数的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。近三年及一期，桐庐国资累计确认房产销售收入4.38亿元，收入主要来自于上杭滨江小区、中杭滨江新区、石马小区等安置项目。

截至2020年3月底，公司在建安置房项目计划总投资26.57亿元，已完成投资26.21亿元，投资基本已完成，未来投资规模不大。

（4）水务、电站发电及其他业务

桐庐国资水务业务来源于桐庐城投，业务模式、收入规模等相关情况见桐庐城投主体分析部分。

电站发电业务由桐庐县分水江水力发电有限公司（以下简称“水利发电公司”）负责，水利发电公司成立于2003年，由桐庐国资和民营企业浙江华威建材集团有限公司分别持股51%和49%，2017—2019年及2020年一季度，电站发电收入分别为0.30亿元、0.26亿元、0.39亿元和0.11亿元。

桐庐国资其他业务包括安保、租赁、车辆服务和摊位管理等，2017—2019年及2020年一季度分别实现收入0.75亿元、0.73亿元、0.81亿元和0.18亿元。

3. 保证人财务分析

联合资信从公开途径获得桐庐国资2017—2019年财务数据，中汇会计师事务所(特殊普通合伙)对2017—2019年财务数据进行审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

资产质量

近年来，桐庐国资资产规模持续增长，以应收类款项、存货为主的流动资产为主，对资金占用明显。桐庐国资资产流动性较弱，资产质量一般。

2017—2019年，桐庐国资资产总额持续增长，年均复合增长17.16%。2019年底为402.32亿元，较上年底增长30.17%。其中，流动资产占85.82%，非流动资产占14.18%。桐庐国资资产构成以流动资产为主。

2017—2019年，桐庐国资流动资产规模持续增长，年均复合增长14.01%。2019年底，桐庐国资流动资产345.27亿元，较上年底增长19.26%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。桐庐国资流动资产主要由货币资金(占9.89%)、其他应收款(占27.39%)和存货(占59.14%)构成。2019年底，桐庐国资货币资金较上年底增长75.77%至34.15亿元，主要来自债务融资。桐庐国资货币资金中有5.77亿元受限资金，为用于质押的定期存单。2019年底，桐庐国资其他应收款94.57亿元，较上年底增长34.13%，主要系应收暂借款增长所致。2019年底，桐庐国资存货204.20亿元，较上年底增长7.70%，主要系受托代建项目建设成本增长所致。桐庐国资存货主要由受托代建项目建设成本(126.23亿元)和土地资产(48.96亿元)构成，未计提跌价准备。

2017—2019年末，桐庐国资非流动资产规模波动增长，年均复合增长44.09%。2019年底，桐庐国资非流动资产57.05亿元，较上年底增长191.71%，主要系无形资产增长所致。桐庐国资非流动资产主要由可供出售金融资产(占8.93%)、固定资产(占10.85%)、在建工程(占8.37%)和无形资产(占63.44%)构成。2019年

底，桐庐国资可供出售金融资产5.09亿元，较上年底增长4.09%，主要系新增对浙富控股1号集合资产管理计划的投资所致。2019年底，桐庐国资固定资产6.19亿元，较上年底变化不大，主要由房屋和建筑物(5.64亿元)构成。2019年底，桐庐国资在建工程4.78亿元，较上年底增长93.61%，主要系桐庐县社会治理综合服务中心提升改造项目、桐庐农村生活污水提升改造项目持续投入所致。2019年底，桐庐国资无形资产36.19亿元，较上年底增加35.04亿元，主要系桐庐县政府注入砂石开采权所致。

2020年3月底，桐庐国资受限资产9.00亿元，受限比例为6.14%，包括用于借款抵质押和各类保证金的货币资金、房产和土地资产。

负债及所有者权益

近年来，桐庐国资所有者权益快速增长，权益稳定性好；债务规模持续增长，以长期债务为主，桐庐国资整体债务负担较重。

2017—2019年，桐庐国资所有者权益持续增长，年均复合增长16.88%。2019年底，桐庐国资所有者权益146.65亿元，较上年底增长29.09%，主要系资本公积增长所致。其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占1.23%、88.80%和8.82%，所有者权益稳定性好。2019年底，桐庐国资实收资本1.80亿元，较2018年底保持稳定；资本公积130.22亿元，较2018年底增加33.80亿元，主要系桐庐县政府注入砂石开采权所致。

2017—2019年，桐庐国资负债总额持续增长，年均复合增长17.32%，2019年底为255.67亿元，较上年底增长30.81%。其中，流动负债占44.49%，非流动负债占55.51%。桐庐国资负债结构相对均衡。

2017—2019年，桐庐国资流动负债持续增长，年均复合增长23.43%。2019年底，桐庐国资流动负债113.76亿元，较上年底增长20.16%，主要系短期借款、应收票据、预收款项和其他应付款增长所致。桐庐国资流动负债主要由短期借款(占17.15%)、预收款项(占5.82%)、其

他应付款(合计,占39.36%)和一年内到期的非流动负债(占32.88%)构成。2019年底,桐庐国资短期借款19.51亿元,较上年底增长28.57%,主要系保证借款增长所致;桐庐国资预收款项6.62亿元,较上年底增长136.40%,主要来自安置房项目;桐庐国资其他应付款44.78亿元,较上年底增长35.72%,主要系应付暂借款增长所致;桐庐国资一年内到期的非流动负债37.41亿元,较上年底下降10.00%,主要系一年内到期的长期借款增长所致。

2017—2019年,桐庐国资非流动负债波动增长,年均复合增长13.02%,2019年底为141.92亿元,较上年底增长40.80%,主要系长期借款和应付债券增长所致。桐庐国资非流动负债主要由长期借款(占60.52%)、应付债券(占19.17%)和长期应付款(合计,占18.88%)构成。2019年底,桐庐国资长期借款85.89亿元,较上年底增长29.48%,主要系保证借款、保证+质押借款和保证+抵押借款增长所致;长期借款主要由保证借款(52.70亿元)和质押+保证借款(18.39亿元)构成。2019年底,桐庐国资应付债券27.20亿元,较上年底增长172.00%,主要系桐庐国资于2019年发行“19桐庐国资MTN001”“19桐庐国资MTN002”和“19浙桐庐国资ZR001”所致。2019年底,桐庐国资长期应付款(合计)26.79亿元,较上年底增长19.75%,主要系融资租赁增长所致。其中,长期应付款项19.98亿元,主要为融资租赁款;专项应付款6.81亿元,主要为政府拨付的各类专项资金。

有息债务方面,2017—2019年,桐庐国资全部债务持续增长,年均复合增长14.20%。2019年底,桐庐国资全部债务173.00亿元,较上年底增长30.01%,主要系长期借款和应付债券增长所致。从结构上看,2019年底,桐庐国资短期债务占34.63%,长期债务占65.37%,以长期债务为主。

债务指标方面,2017—2019年,桐庐国资资产负债率波动增长,全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动下降。2019年底,

桐庐国资资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为63.55%、54.12%和43.54%,较上年底分别提高0.31个、0.18个和3.35个百分点。桐庐国资债务负担较重。

盈利能力

近年来,桐庐国资收入规模持续增长,利润总额对政府补助依赖大。

2017—2019年,桐庐国资营业收入持续增长,年均复合增长23.79%,2019年为12.14亿元,同比增长13.11%。2017—2019年,桐庐国资营业成本持续增长,年均复合增长32.76%,2019年为10.70亿元,同比增长64.12%。2017—2019年,桐庐国资营业利润率分别为20.44%、38.69%和10.83%。

桐庐国资期间费用主要为财务费用和管理费用,2017—2019年,桐庐国资期间费用波动增长,年均复合增长27.48%。期间费用占营业收入比重分别为21.24%、26.12%和22.52%。

非经常损益方面,2017—2019年,桐庐国资其他收益持续增长,分别为0.47亿元、0.88亿元、3.10亿元;营业外收入分别为1.70亿元、0.61亿元、44.61万元。桐庐国资其他收益和营业外收入主要为各类政府补贴。2017—2019年,桐庐国资利润总额有所波动,分别为1.67亿元、2.56亿元、1.73亿元。

盈利指标方面,2017—2019年,桐庐国资净资产收益率和总资本收益率均呈波动下降趋势,2019年分别为0.47%和1.02%。

现金流

近年来,桐庐国资经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额以净流出为主;未来,随着在建项目的持续投入和债务逐步到期,桐庐国资面临较大的对外筹资压力。

2017—2019年,桐庐国资经营活动现金流净额分别为-12.45亿元、0.01亿元和-7.78亿元,以净流出为主;桐庐国资现金收入比分别为119.37%、103.33%和108.02%,收入实现质量好。同期,桐庐国资投资活动现金持续净流出,分别为-19.78亿元、-7.77亿元和-15.88亿元。

2017—2019年，桐庐国资筹资活动现金流量净额分别为29.09亿元、3.26亿元和38.96亿元，其中筹资活动现金流入主要为银行借款、发行债券和融资租赁收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息的现金流出。

偿债能力

桐庐国资偿债能力指标较弱，考虑到桐庐国资的区域地位及桐庐县政府的持续支持，桐庐国资整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，桐庐国资流动比率持续下降，速动比率有所波动，2019年底分别为303.51%和124.01%。2017年和2019年，桐庐国资经营活动现金呈净流出状态，对流动负债无保障能力；2018年，桐庐国资经营现金流动负债比为0.01%，对流动负债的保证能力弱。2019年底，桐庐国资现金短期债务比为0.57倍。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，桐庐国资EBITDA波动增长，分别为2.33亿元、3.24亿元和2.45亿元；桐庐国资全部债务/EBITDA波动上升，分别为57.04倍、41.09倍和70.56倍，EBITDA利息倍数分别为0.28倍、0.29倍和0.19倍。

截至2020年3月底，桐庐国资对外担保余额为91.05亿元，担保比率为62.44%，被担保对象以桐庐县内国有企业及事业单位为主。桐庐国资对外担保规模大，存在较大或有负债风险。

4. 结论

综合评估，联合资信评定桐庐国资主体长期信用等级为AA_{pi}，评级展望为稳定。

八、 结论

公司是桐庐县重要的基础设施建设和水务运营主体，近年来持续在资金及资产注入、股权划拨、债务置换和财政补贴方面获得桐庐县政府部门的有力支持。

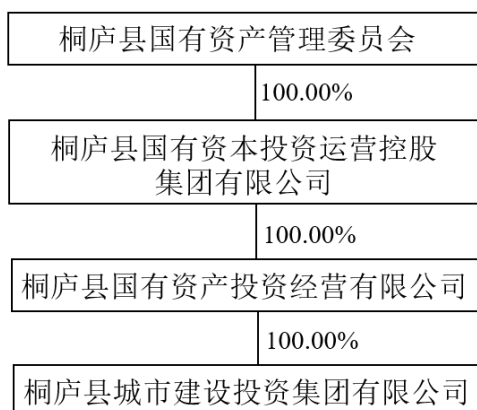
近年来，公司资产规模持续增长，资产构成以流动资产为主，应收类账款及存货规模较

大，整体资产质量一般；公司债务规模持续增长，债务负担尚可；公司营业收入持续增长，利润总额对政府补助依赖程度高；公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。考虑到公司在桐庐县基础设施建设和水务运营领域的重要地位，且持续获得桐庐县政府部门的有力支持，公司短期偿债能力很强。

公司经营活动现金流入量及现金类资产对本期短期融资券的保障能力较强。桐庐国资为本期短期融资券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保可提升本期短期融资券本息偿付的安全性。

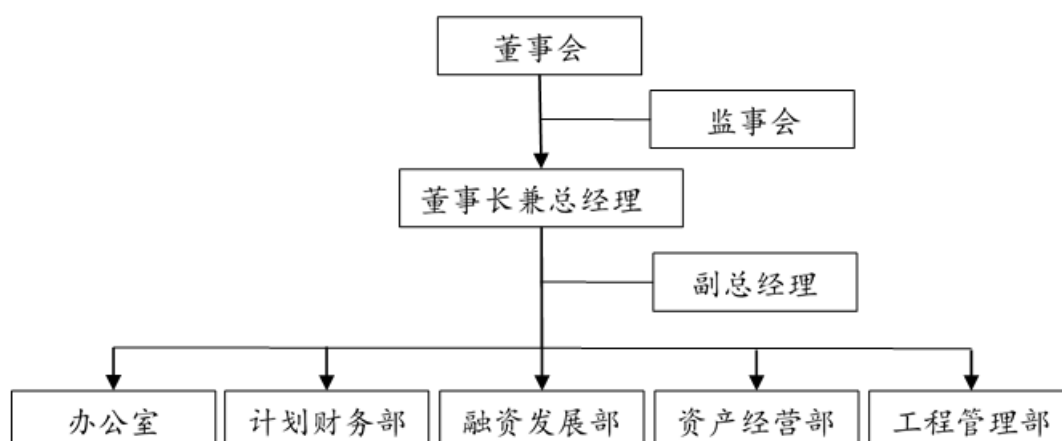
综合评估，联合资信认为本期短期融资券到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2020 年 9 月底公司合并范围内子公司情况

(单位: 万元、%)

序号	子公司名称	注册资本	业务性质	持股比例		取得方式
				直接	间接	
1	桐庐水务有限公司	10000.00	水的生产和供应业	100.00	--	划入
2	桐庐富春供水有限公司	1000.00	水的生产和供应业	--	100.00	设立
3	桐庐富春污水处理有限公司	1000.00	集中式污水处理	--	100.00	设立
4	桐庐管道承装有限公司	1080.00	管道安装、维修	--	100.00	设立
5	桐庐环保工业有限公司	500.00	垃圾处理、废旧物资处理	100.00	--	划入
6	桐庐惠民建设有限公司	7800.00	拆迁安置	100.00	--	划入
7	桐庐城市基础建设有限公司	10000.00	对城市市政、基础建设、公用设施、道路、房屋建筑、园林绿化、项目代建的投资	100.00	--	设立
8	桐庐县原水经营有限公司	25000.00	筹建集中式供水、污水处理项目, 供排水配套工程建设与运营管理, 水暖器材的销售	100.00	--	设立
9	桐庐城市发展经营有限公司	10000.00	城市策划、规划设计、代管代建、新农村建设管理、房地产开发、旅游投资、矿产投资	100.00	--	设立
10	桐庐分水水务有限公司	2387.00	水的生产和供应业	--	100.00	划入
11	杭州富春马业投资发展有限公司	5000.00	体育运动项目投资、马术活动组织策划; 市政工程、基础建设工程、场馆建设工程、公用设施工程、道路工程、房屋建筑工程、园林绿化工程、房地产开发、旅游开发	100.00	--	设立
12	桐庐分水天溪管道安装有限公司	500.00	管道安装、维修; 市政公用工程施工	100.00		设立
13	桐庐智慧停车产业有限公司	2000.00	停车场管理, 停车场设计、施工, 制作等	--	60.00	设立

资料来源: 公司提供

附件 3 截至 2020 年 9 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保余额	起始日	到期日
桐庐县美丽城南开发有限公司	6000.00	2017/03/31	2032/03/30
桐庐县铁路建设投资开发有限公司	19000.00	2017/03/24	2027/03/23
桐庐公立再生资源交易管理有限公司	4763.44	2017/09/28	2022/09/27
桐庐县土地整治开发利用有限公司	56000.00	2018/01/29	2028/01/28
桐庐芦茨慢生活体验区旅游开发有限公司	8000.00	2018/08/01	2022/12/31
杭州桐庐三江水上旅游开发有限公司	3000.00	2018/09/11	2021/09/25
桐庐县交通建设有限公司	15000.00	2018/10/08	2021/10/07
桐庐芦茨慢生活体验区旅游开发有限公司	3000.00	2019/12/10	2020/12/09
桐庐县国有资产投资经营有限公司	16000.00	2019/05/10	2021/05/09
杭州横村针织小镇建设开发有限公司	7000.00	2019/10/30	2024/10/29
桐庐桐君综合市场有限公司	19151.07	2019/11/19	2021/11/19
桐庐县国有资产投资经营有限公司	41635.00	2019/12/27	2021/12/27
桐庐县文化旅游投资集团有限公司	5000.00	2020/08/28	2021/08/26
杭州桐庐三江水上旅游开发有限公司	3000.00	2019/12/27	2021/12/27
桐庐县大洲畈农业开发有限公司（瑶琳镇）	10000.00	2020/01/10	2023/01/06
桐庐新城发展投资有限公司（开发区）	7000.00	2020/01/09	2023/01/09
桐庐经济开发区建设投资发展有限公司	6000.00	2020/01/17	2021/01/17
桐庐县富春科技建设投资有限公司	5000.00	2020/01/17	2021/01/17
桐庐县国有资产投资经营有限公司	18347.80	2020/03/30	2025/03/15
浙江富春山健康城投资开发有限公司	8125.00	2020/08/13	2023/08/13
合计	261022.31	--	

附件 4 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	5.94	6.79	7.51	17.99
资产总额（亿元）	81.15	94.27	146.08	172.80
所有者权益（亿元）	27.67	32.18	67.50	70.03
短期债务（亿元）	7.84	15.72	12.89	17.75
长期债务（亿元）	30.42	30.83	41.31	50.32
全部债务（亿元）	38.26	46.55	54.20	68.07
营业收入（亿元）	4.23	4.87	9.10	4.01
利润总额（亿元）	1.49	1.28	1.59	0.77
EBITDA（亿元）	1.73	1.53	1.91	--
经营性净现金流（亿元）	-1.55	-3.26	-4.57	0.16
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.89	0.81	1.13	--
存货周转次数（次）	0.09	0.09	0.15	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.06	0.08	--
现金收入比（%）	71.31	80.03	71.71	214.58
营业利润率（%）	13.24	13.82	10.57	16.01
总资本收益率（%）	2.26	1.61	1.28	--
净资产收益率（%）	5.38	3.95	2.19	--
长期债务资本化比率（%）	52.37	48.93	37.97	41.81
全部债务资本化比率（%）	58.03	59.13	44.53	49.29
资产负债率（%）	65.90	65.87	53.79	59.47
流动比率（%）	357.76	299.64	291.55	268.40
速动比率（%）	154.29	137.09	133.39	137.39
经营现金流动负债比（%）	-7.22	-10.94	-12.81	--
现金短期债务比（倍）	0.76	0.43	0.58	1.01
全部债务/EBITDA（倍）	22.15	30.52	28.33	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.97	0.49	1.17	--

注：2020 年三季度财务数据未经审计；长期应付款中有息债务纳入长期债务计算；2019 年用“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”代替利息支出

附件 5 主要财务数据及指标（母公司/公司本部）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	0.56	0.68	1.45	1.62
资产总额（亿元）	62.90	61.28	64.65	66.59
所有者权益（亿元）	24.24	27.48	28.01	29.06
短期债务（亿元）	0.21	0.17	0.00	0.00
长期债务（亿元）	5.50	6.50	5.50	0.00
全部债务（亿元）	5.71	6.66	5.50	0.00
营业收入（亿元）	3.40	2.71	2.06	3.12
利润总额（亿元）	0.50	0.90	0.53	0.85
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-5.10	-0.13	1.66	3.59
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.72	0.54	0.41	--
存货周转次数（次）	0.10	0.08	0.07	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.04	0.03	--
现金收入比（%）	59.68	99.60	197.89	66.23
营业利润率（%）	16.34	13.95	15.00	16.19
总资本收益率（%）	1.66	2.65	1.58	--
净资产收益率（%）	2.05	3.30	1.89	--
长期债务资本化比率（%）	18.50	19.12	16.41	0.00
全部债务资本化比率（%）	19.08	19.52	16.41	0.00
资产负债率（%）	61.47	55.16	56.67	56.37
流动比率（%）	158.51	176.55	153.73	127.82
速动比率（%）	68.82	74.62	71.98	62.99
经营现金流动负债比（%）	-15.93	-0.46	5.52	--
现金短期债务比（倍）	2.67	4.02	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：2020 年三季度财务数据未经审计；公司本部的有息债务规模未进行调整，债务相关指标实际高于测算值；公司未提供母公司折旧、摊销和利息支出情况，相关指标无法计算，用“/”标示

附件 6 担保人主要财务数据及指标(合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	25.59	19.43	34.15	40.86
资产总额（亿元）	293.10	309.06	402.32	435.52
所有者权益（亿元）	107.34	113.60	146.65	152.55
短期债务（亿元）	39.50	56.74	59.92	36.38
长期债务（亿元）	93.15	76.33	113.09	132.59
全部债务（亿元）	132.65	133.07	173.00	168.97
营业收入（亿元）	7.92	10.73	12.14	5.32
利润总额（亿元）	1.67	2.56	1.73	1.16
EBITDA（亿元）	2.33	3.24	2.45	--
经营性净现金流（亿元）	-12.45	0.01	-7.78	-8.50
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.21	1.37	1.24	--
存货周转次数（次）	0.04	0.04	0.05	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.04	0.03	--
现金收入比（%）	119.37	103.33	108.02	180.00
营业利润率（%）	20.44	38.69	10.83	12.44
总资本收益率（%）	0.65	1.03	0.47	--
净资产收益率（%）	1.44	2.24	1.02	--
长期债务资本化比率（%）	46.46	40.19	43.54	46.50
全部债务资本化比率（%）	55.27	53.95	54.12	52.55
资产负债率（%）	63.38	63.24	63.55	64.97
流动比率（%）	355.77	305.81	303.51	341.89
速动比率（%）	120.73	105.53	124.01	140.72
经营现金流动负债比（%）	-16.67	0.01	-6.84	--
现金短期债务比（倍）	0.65	0.34	0.57	1.12
EBITDA 利息倍数（倍）	0.28	0.29	0.19	--
全部债务/EBITDA（倍）	57.04	41.09	70.56	--

注：桐庐国资 2020 年三季度财务数据未经审计；桐庐国资的有息债务规模未进行调整，相关债务指标或弱于预测值；未获取桐庐国资资本化利息，利息支出用分配股利、利润或偿付利息支付的现金代替

附件 7 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 8-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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
BB	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	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	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 8-2 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，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	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 8-3 主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除AAA_{pi}级，CCC_{pi}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。详见下表：

级别设置	含义
AAA _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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
BB _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	不能偿还债务

附件 8-4 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 桐庐县城市建设投资集团有限公司 2021 年度第一期短期融资券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

桐庐县城市建设投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期短期融资券正式发行后 6 个月内发布定期跟踪评级报告。

桐庐县城市建设投资集团有限公司或本期短期融资券如发生重大变化，或发生可能对本期短期融资券信用等级产生较大影响的重大事项，桐庐县城市建设投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注桐庐县城市建设投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期短期融资券相关信息，如发现桐庐县城市建设投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如桐庐县城市建设投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对本期短期融资券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与桐庐县城市建设投资集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。