

信用评级公告

联合〔2021〕399 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主体长期信用等级为 AA，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

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

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				调整子级			
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

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

评级观点

桐庐县城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）是浙江省杭州市桐庐县重要的城市基础设施建设和水务运营主体。近年来桐庐县经济保持稳定发展，一般公共预算收入持续增长，公司持续获得当地政府在资金及资产注入、财政补贴和债务置换等方面的大力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产流动性较弱、存在一定资本支出压力及对外担保规模较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

随着桐庐县经济的持续发展及在建项目的持续推进，公司业务规模有望持续增长，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信认为公司主体长期信用风险很低。

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。

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. 存在一定资本支出压力。公司在建及拟建项目投资规模较大，存在一定的资本支出压力。
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、该公司信用等级自 2021 年 1 月 14 日至 2022 年 1 月 13 日有效；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

主体长期信用评级报告

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”）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、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020年三季度，中国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于中国疫情防控迅速，经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP累计同比增长0.7%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%、三季度同比增长4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长2.3%、0.9%和0.4%，全面实现正增长。

经济结构改善，消费贡献提升。2020年三季度，消费支出对GDP增速拉动由二季度的-2.35%回升4.06个百分点至1.71%，净出口对GDP增速拉动由二季度的0.53%上升至0.64%，投资对GDP增速拉动由二季度的5.01%下降至2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020年前三季度，社会消费品零售总额同比下降7.2%，降幅比上半年收窄4.2个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。

2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资

加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

表 1 2017—2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：GDP 总额按现价计算；出口增速、进口增速均以人民币计价统计；增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度中国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，中国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下

降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈

逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9月末M2余额216.4万亿元，较上年同期增长10.9%，较6月末增速（11.1%）略有下降。同期M1余额60.2万亿元，较上年同期增长8.1%，较6月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020年前三季度，全国一般公共预算收入14.1万亿元，同比下降6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入11.9万亿元，同比下降6.4%；非税收入2.2万亿元，同比下降6.7%。同期全国政府性基金收入5.5万亿元，同比增长3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020年前三季度全国一般公共预算支出17.5万亿元，同比下降1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出2.5万亿元，同比下降2.1%；地方本级累计支出15.1万亿元，同比下降1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6万亿元）、卫生健康支出（1.4万亿元）、农林水支出（1.6万亿元）和债务付息支出（7351.0亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020年前三季度公共财政收支缺口3.4万亿元，较二季度缺口（2.0万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9月城镇调查失业率5.4%，较6月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020年前三季度，城镇居民人均可支配收入3.3万元，比上年同期名义增长2.8%，名义增速比上半年回升1.3个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）

大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020年前三季度，全国实现减税降费累计2.09万亿元。其中，新增减税降费1.37亿元，翘尾新增减税降费7265亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020年前三季度，全国累计发行国债4.80万亿元，较上年同期（2.99万亿元）大幅增长；发行地方政府债券5.68万亿元，较上年同期（4.18万亿元）增长35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至2020年9月底，在实行直达管理的1.70万亿元资金中，各地已将1.57万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出1.02万亿元，占中央财政已下达地方资金的61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9月份三次降准释放长期流动性1.75万亿元，开展中期借贷便利MLF操作，净投放中期流动性4100亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报

价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前中国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度中国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，

综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑中国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑中国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

三、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行

效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动中国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，中国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在

资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《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2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，中国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简

称“非标”)融资用款限制少,可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题,不符合隐性债务置换要求,非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面,2019年9月,国务院印发《交通强国建设纲要》,强调在交通基础设施建设领域补短板,建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月,中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出,当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面,2019年9月,国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》,指出对“短板”领域的基础设施项目,可适当降低资本金最低比例;对基础设施领域,允许项

目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具,多渠道规范筹措投资项目资本金,从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来,国家进一步出台各种政策措施,推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月,中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入,加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外,2019年11月、2020年2月及2020年5月,财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元,对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看,上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点,为城投企业提供了一定的项目储备空间,同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力,从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表2 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性,对于规范合规的PPP项目,纳入财政支出预算;对于不合规的PPP项目,应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网,推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险,增加地方政府隐性债务的项目,应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	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	提出在控制隐性债务的同时,积极的财政政策要加力提效,充分发挥专项债券作用,支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目;金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求;允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下,允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度,确保明年初即可使用见效,扩大专项债使用范围,明确重点领域和禁止领域,不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位,专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业,鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具,多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例,将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%;对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目,在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下,可适当降低资本金最低比例,下调幅度不超过5个百分点

2020年1月	国务院	国务院常务会议	大力发展先进制造业, 出台信息网络等新型基础设施投资支持政策, 推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设, 抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设, 加快开展南水北调后续工程前期工作, 适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑, 要以整体优化、协同融合为导向, 统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展, 打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务, 应急物资保障领域投入, 加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源: 联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体, 仍有一定发展空间, 评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响, 部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险, 未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前, 中国的基础设施建设尚不完善, 城镇化率仍处于较低水平, 城镇化发展面临东西部发展不平衡问题, 基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。未来, 中国将以整体优化、协同融合为导向, 统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展, 打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前, 中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度, 2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设, 并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体, 仍有一定发展空间, 评级展望为稳定。

同时, 在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下, 城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化, 部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险, 如城投企业非标逾期等。2021年为“资管新规”过渡的

最后一年, 城投企业非标产品接续难度增加, “非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

公司是杭州市桐庐县重要的基础设施建设和水务运营主体, 其经营与发展受区域经济与财政实力的影响较大。近年来桐庐县经济保持稳定发展, 一般公共预算收入持续增长, 公司发展的外部环境良好。

(1) 杭州市

杭州市是浙江省省会, 是浙江省政治、经济、文化、教育、交通和金融中心, 是长江三角洲城市群中心城市之一、环杭州湾大湾区城市、长三角宁杭生态经济带节点城市, 也是中国重要的电子商务中心之一。

根据《杭州市国民经济和社会发展统计公报》, 2017—2019年, 杭州市分别实现地区生产总值12556亿元、13509亿元和15373亿元, 按可比价格计算, 较上年分别增长8.0%、6.7%、6.8%。2019年, 杭州市实现第一产业增加值326亿元, 第二产业增加值4875亿元, 第三产业增加值10172亿元, 分别增长1.9%、5.0%和8.0%, 三次产业结构由2017年的2.5:34.9:62.6调整为2.1:32.8:65.1; 人均地区生产总值由2017年的134607元提高至152465元。

2019年, 杭州市固定资产投资同比增长11.6%。从产业投向看, 第二产业投资增长6.2%,

其中工业投资增长5.6%；第三产业投资增长12.2%。2019年，杭州市房地产开发投资增长10.7%。房屋施工面积11996万平方米，增长2.1%；新开工面积2435万平方米，下降10.1%；竣工面积1728万平方米，增长5.5%；商品房销售面积1514万平方米，下降9.7%。

杭州市经济的增长带动了杭州市财政实力的增强。根据《关于杭州市及市本级财政预算执行情况和财政预算草案的报告》及《杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019年，杭州市全年财政总收入分别为2921.3亿元、3457.5亿元和3650.0亿元，分别增长14.2%、14.5%和5.6%，其中一般公共预算收入分别为1567.4亿元、1825.1亿元和1966.0亿元，同比分别增长17.4%、12.5%和7.7%。2019年，杭州市一般公共预算收入中税收收入1791.2亿元，增长8.5%，占一般公共预算收入的91.1%，一般公共预算收入质量好；杭州市一般公共预算支出1952.9亿元，增长13.7%；财政自给率为100.67%，财政自给程度高。2017—2019年，杭州市市本级政府性基金收入分别为1170.4亿元、1363.7亿元、784.64亿元，同比分别变化77.4%、16.5%和-42.5%。

近年来，杭州市政府债务余额均控制在限额内。2019年，杭州市地方政府债务限额为2546.04亿元，其中一般债务1074.54亿元，专项债务1471.50亿元。截至2019年底，杭州市政府债务余额2540.86亿元，其中一般债务1072.89亿元，专项债务1467.97亿元，政府债务负担一般。

2020年1—9月，杭州市实现地区生产总值11567亿元，同比增长3.2%，其中第一产业增加值为228亿元，同比增长0.1%；第二产业增加值为3394亿元，同比增长1.0%；第三产业增加值为7945亿元，同比增长4.6%。2020年1—9月，杭州市全市一般公共预算收入1791.6亿元，同比增长4.4%；全市一般公共预算支出1512.9亿元，同比增长4.6%。

（2）桐庐县

桐庐县隶属于杭州市，位于浙江省西北部，地处钱塘江中游，东接诸暨，南连浦江、建德，西邻淳安，东北界富阳，总面积1825平方公里，享有“中国民营快递之乡”“国际花园城市”等荣誉称号。桐庐县域面积1825平方公里，辖4个街道、6个镇、4个乡（包括1个民族乡）。

根据《2018年杭州统计年鉴》和《桐庐县国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019年，桐庐县分别实现地区生产总值383.13亿元、391.99亿元和386.39亿元，按可比价格计算，较上年分别增长7.5%、5.5%、6.8%。2019年，桐庐县实现第一产业增加值25.03亿元，第二产业增加值177.60亿元，第三产业增加值183.76亿元，较上年分别增长2.5%、8.6%和5.1%，三次产业结构由2017年的6.6：51.8：41.6调整为2019年的6.5：46.0：47.5；人均地区生产总值由2017年的89936元提高至2019年的92439元。

2019年，桐庐县固定资产投资同比增长18.7%。从产业投向看，交通投资增长21.8%，生态环境和公共设施投资增长9.7%，项目民间投资增长7.1%，工业投资下降5.4%，高新技术产业投资下降11.4%。2019年，桐庐县房地产开发投资同比增长26.8%，其中住宅投资增长42.7%；商品房销售面积36.30万平方米，同比下降10.9%，其中住宅类销售面积27.68万平方米，同比增长11.7%。

根据《关于桐庐县财政预算执行情况和预算（草案）的报告》，2017—2019年，桐庐县全县一般公共预算收入分别为27.83亿元、30.67亿元和33.77亿元，同比分别增长8.1%、10.2%和10.1%。2019年，桐庐县一般公共预算收入中税收收入30.48亿元，同比增长10.3%，占一般公共预算收入的90.26%，一般公共预算收入质量好；桐庐县一般公共预算支出50.20亿元，同比增长11.9%；财政自给率为67.27%，财政自给程度一般。2017—2019年，桐庐县全县政府性基金收入分别为14.23亿元、39.50亿元、19.37亿元，同比分别变化157.3%、177.6%和-51.0%，其中2019年大幅下滑主要系房地产行业整体下

行导致土地出让金收入下降所致。

2019年，桐庐县地方政府债务限额为66.56亿元，其中一般债务24.18亿元，专项债务42.38亿元。截至2019年底，桐庐县政府债务余额66.41亿元，政府债务负担一般。

2020年1—9月，桐庐县全县实现地区生产总值265.46亿元，同比增长0.2%，其中第一产业增加值为17.54亿元，同比增长0.6%；第二产业增加值为107.88亿元，同比下降1.7%；第三产业增加值为140.03亿元，同比增长2.5%；同期，桐庐县全县规模工业增加值63.15亿元，同比下降0.3%；固定资产投资同比增长18.8%。2020年1—9月，桐庐县全县一般公共预算收入26.32亿元，同比增长0.4%；全市一般公共预算支出41.37亿元，同比增长3.1%。

四、基础素质分析

公司是桐庐县重要的城市基础设施建设和水务运营主体，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。

1. 股权状况

截至2020年9月底，公司注册资本及实收资本均为2.00亿元，桐庐国投是公司唯一股东，桐庐县国资委是公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是桐庐国投的核心子公司，主要承担了桐庐县的基础设施建设、水务运营等职能。截至2020年9月底，公司拥有纳入合并报表范围的子公司13家，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。

区域竞争方面，桐庐县主要的基础设施建设平台包括桐庐国投、桐庐县旅游投资开发有限公司（以下简称“桐庐旅投”）和桐庐县交通发展集团有限公司（以下简称“桐庐交投”）；其中桐庐国投主要承担了国有资产经营管理职

能，并通过子公司开展基础设施建设、水务、保障房建设销售、水力发电、安保业务等；桐庐旅投主要承担了桐庐县旅游项目投资、开发、运营职能；桐庐交投承担了国道、省道等区县主干道投资建设职能。桐庐国投子公司中桐庐滨江建设有限公司（以下简称“滨江建设”）主要定位于保障房建设职能，业务规模较小。

总体看，桐庐县政府投融资平台职能定位明确，公司作为桐庐国投核心业务的承载主体，区域竞争实力强。

3. 人员素质

截至2020年9月底，公司共有高级管理人员3名，其中董事长兼总经理1名，副总经理2名。

叶向前先生，1972年生，中共党员，大学学历，历任桐庐县市政建设管理处工程科科长、副主任，桐庐县市政园林建设管理处副主任、主任，桐庐县富春江镇人民政府副镇长，桐庐县富春江慢生活体验区管委会党委委员、副主任，桐庐县住建局党委委员、副局长，2015年4月至今任公司董事长兼总经理。

截至2020年9月底，公司在职员工合计175人。文化素质方面，本科及以上学历74人、大专及以下学历101人；年龄方面，30岁以下36人、30~50岁111人、50岁以上28人。

整体看，公司高级管理人员工作经验丰富，员工整体素质和年龄构成能够满足公司日常经营管理的需求。

4. 外部支持

资金及资产注入

截至2016年底，公司累计收到政府拨款3.56亿元，计入资本公积，全部为货币注资。

2019年3月，根据桐庐县财政局出具的《关于同意将财政拨付债券资金转为资本性投入的批复》（桐财国资〔2019〕1号），将2019年2月拨付的妇幼保健院迁建项目债券资金1亿元和第一人民医院迁建项目债券资金2亿元作为对公司全资子公司桐庐城市发展经营有限公

司（以下简称“桐庐城发”）的拨款，计入“资本公积”。

2019年，根据《关于同意将财政拨款转为资本性投入的批复》（桐财国资〔2019〕2号），桐庐县财政局向公司本部注入资本金 0.61 亿元，计入“资本公积”。

2019年，根据《关于同意授予桐庐县管辖范围内的河道砂石资源开采权的批复》，桐庐县政府将桐庐县管辖范围内的河道砂石资源开采权拨付给子公司桐庐城市基础设施建设有限公司（以下简称“桐庐城建”），公司资本公积增加 30.02 亿元。

2020年4月，根据桐庐县财政局《关于同意将财政拨款转为资本性投入的批复》（桐财国资〔2020〕33号），同意公司将2020年收到的桐庐县财政局拨入的城市基础设施建设资金 1.56 亿元转为资本性注入款项，计入“资本公积”。

股权划拨

2016年12月31日，桐庐县政府将桐庐水务有限公司（以下简称“桐庐水务”）和桐庐惠民建设有限公司（以下简称“惠民建设”）100%股权划入公司。

根据桐庐县分水镇人民政府《关于同意桐庐县分水镇自来水厂改制的批复》（分政〔2016〕103号），2016年12月31日，桐庐县政府将桐庐分水水务有限公司（以下简称“分水水务”）100%股权划入公司。

财政补贴

2017—2019年及2020年1—9月，公司获得各类财政补贴资金合计分别为 1.41 亿元、1.12 亿元、1.20 亿元和 0.40 亿元。

债务置换

在2014年底政府债务甄别中，公司有息债务中纳入地方政府债券置换债务额度合计 11.70 亿元。截至2020年9月底，公司已收到全部政府债券置换资金，根据2015—2016年桐庐县财政局下发的《地方政府债券置换存量债务还本付息协议补充协议》，上述置换资金无需

偿还，全部计入资本公积。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（中征码：3301010000206971），截至2021年1月14日，公司本部已结清贷款中有 18 笔关注类贷款，根据公司出具的说明，主要原因是不同银行内部管理有所差异且公司是县级平台管理公司，故将公司贷款列为关注类贷款；公司本部无未结清的不良信贷记录。

五、管理分析

公司法人治理结构较为规范，内部管理制度基本建立，能够满足日常经营管理需求。

1. 法人治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、法规制定了公司章程。

根据公司章程，公司不设股东会，桐庐国投作为公司唯一股东行使出资人权力，并可对公司向其他企业投资或者提供担保作出决定。

公司设董事会，董事会成员为3人，由股东委派；董事每届任期为三年，可以连任。董事会设董事长1人，由董事会选举产生。董事会行使执行股东决定，审定公司的经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案，决定公司内部管理机构设置等职权。

公司设监事会，监事会成员为5人。其中，非职工代表3人，由股东委派；职工代表2人，由公司职工代表大会民主选举产生。监事的任期每届3年，可以连任。监事会设主席1名，由全体监事过半数选举产生。监事会行使检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程的董事、高级管理人员提出罢免的建议等职权。

公司设总经理1人，总理由董事会聘任或解聘，并为公司法定代表人，行使主持公司的

生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案，拟定公司内部管理机构设置方案、公司的基本制度，制定公司的具体章程，决定聘任或者解聘除应由股东决定聘任或者解聘以外的负责管理人员等职权。

2. 管理水平

公司依据相关法律法规要求，并结合公司实际情况和自身发展特点，制定了各项内部管理制度。主要包括财务管理制度、对外担保制度和对外投资制度等，建立了统一、规范和有效运行的内部控制体系，保障了公司日常经营活动的稳定运行，有效提升了管理水平。

财务管理方面，根据《中华人民共和国会计法》《企业财务通则》《企业会计准则》和《企业会计制度》的基本原则及相关规定，并结合公司实际，公司建立了统一的财务会计管理制度，实现了财务管理的科学化及会计核算的制度化、程序化和规范化。对于备用金、银行存款、应收款、费用、票据等重点事项，公司均制定了详细的管理办法，以防范和减少财务风险的发生。在资金支付管理方面，公司制定了会计业务结报流程，对资金支付的审批流程和审批权限做了严格的规定。

对外担保方面，根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国担保法》及公司章程等相关规定，公司制定了《对外担保决策制度》，明确了对外担保的对象、事前审查、审批权限、审批程序、担保合同的订立、对外担保的风险管理等，有效规范了公司的对外担保行为，对于控制公司资产运营风险，促进公司稳定健康发展起到了重要作用。

对外投资管理方面，为加强公司对外投资活动的管理，切实保护公司和投资者的利益，根据国家有关法律法规和公司章程的规定，公司制定了《对外投资管理制度》，明确了对外投资的审批权限、对外投资管理的组织机构、对外投资的决策及资产管理、对外投资的人事管理、对外投资的财务管理及审计、重大事项报告等，有效保证了公司对外投资活动的规范性、合法性和效益性。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责桐庐县的基础设施建设、土地整理、保障性住房建设和水务运营等业务。近年来，公司收入规模不断增长，毛利率有所波动。

表 3 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—9 月		
	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
基础设施建设	33696.83	79.62	16.26	26854.73	55.09	14.71	69494.32	76.38	12.10	30374.16	75.75	16.24
土地整理	--	--	--	13050.00	26.77	33.75	11009.99	12.10	9.91	--	--	--
自来水及污水处理	6156.85	14.55	-8.54	6071.12	12.46	-21.72	7012.04	7.71	-5.36	7048.91	17.58	21.11
工程结算	1351.82	3.19	29.11	2303.42	4.73	-3.86	1855.90	2.04	21.30	1285.42	3.21	35.10
房产销售	38.12	0.09	94.15	14.48	0.03	-0.35	18.45	0.02	27.97	--	--	--
其他业务	1077.05	2.54	42.90	450.52	0.92	7.26	1594.74	1.75	27.74	1391.94	3.47	-19.14
合计	42320.67	100.00	13.81	48744.27	100.00	14.32	90985.44	100.00	10.95	40100.43	100.00	16.47

资料来源：公司提供

2017—2019 年，公司营业收入分别为 4.23 亿元、4.87 亿元和 9.10 亿元，呈现不断增长态势。收入构成方面，公司营业收入主要由基础设施建设业务产生，近三年占比均在 55%以上。

2017—2019 年，受政府结算进度影响，公司基础设施建设业务收入波动中有所增长，2019 年为 6.95 亿元；自来水及污水处理收入相对较为稳定，2019 年为 0.70 亿元；受工程承接量波动

影响，管道安装业务产生的工程结算收入波动中有所增长，2019 年为 0.19 亿元。2018—2019 年，公司土地整理业务收入分别为 1.31 亿元和 1.10 亿元，占营业收入的比重分别为 26.77%和 12.10%。

毛利率方面，2017—2019 年，由于加成比例不同，公司基础设施建设业务毛利率不断下降，2019 年为 12.10%；自来水及污水处理业务由于公益属性收费较低，毛利率持续为负值，2018 年毛利率大幅下降，主要系污水处理业务调整结算周期，将 2017 年 9—12 月及 2018 年的成本全部结转至 2018 年成本所致；工程结算业务毛利率波动较大，2019 年为 21.30%。2019 年，公司土地整理业务毛利率为 9.91%，较 2018 年下降 23.84 个百分点，主要由于确认收入加成比例不同导致的。2017—2019 年，公司综合毛利率有所波动，分别为 13.81%、14.32%和 10.95%。

2020 年 1—9 月，公司确认营业收入 4.01 亿元，相当于 2019 年全年的 44.07%；其中基础设施建设收入 3.04 亿元，占比为 75.75%；未实现土地整理收入。2020 年 1—9 月，公司综合毛利率为 16.47%，较 2019 年上升 5.52 个百分点。

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设

公司基础设施建设业务与桐庐县财政局、桐庐县住建局及其他第三方签订项目代建协议，按投入成本加成一定比例确认收入，目前公司基础设施建设项目已投资规模较大，对公司资金占用明显，资金回流依赖于政府回购进度。

公司本部及子公司桐庐城市基础建设有限公司（以下简称“桐庐城建”）承担了桐庐县基础设施建设职能，主要根据桐庐县政府建设规划，实施区域内城市道路、桥梁、水利工程及城市景观工程等任务，项目建设资金主要来源于政府注资和银行贷款，公司将基础设施建设形成的投资成本计入“存货”科目，桐庐县政府

每年根据计划向公司回购基础设施工程项目。截至 2020 年 9 月底，公司存货中尚未回购基础设施建设成本投入为 53.30 亿元。

在项目回购过程中，桐庐县住房和城乡建设局（以下简称“桐庐县住建局”）、公司以及桐庐县财政局签署投资建设与转让收购协议书；其中桐庐县住建局作为项目回购人行使项目业主权，公司作为项目代建人负责项目筹资和具体实施，桐庐县财政局作为项目结算人在项目竣工结算后分期向公司支付回购价款；协议中明确具体回购项目、回购成本和回购价款等事宜。

除接受政府委托外，公司及子公司桐庐城建亦接受第三方委托进行基础设施建设项目，根据公司与第三方（如桐庐绿水建设开发有限公司、桐庐卫星城建设开发有限公司等）签署的委托代建协议，公司受第三方委托进行基础设施项目建设，公司负责项目建设资金的筹集以及项目进度的把控，项目完工后，第三方根据项目的投资总额加成一定比例与公司进行结算。

近年来，公司完成回购的项目主要有瑶琳路改造、320 国道改建工程、富春路等城市主干道立面改造、梅林溪景观工程、白云源路改造等项目。2017—2020 年 9 月，根据投资建设与转让收购协议书，公司分别确认基础设施建设项目成本 2.82 亿元、2.29 亿元、6.11 亿元和 2.54 亿元，并按一定加成比例确认营业收入 3.37 亿元、2.69 亿元、6.95 亿元和 3.04 亿元，分别收到回款 4.50 亿元、2.10 亿元、4.34 亿元和 4.53 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司主要在建基础设施项目计划总投资金额合计 29.89 亿元，已累计投资金额合计 27.36 亿元，未来尚需投资 2.53 亿元。

表4 截至2020年9月底公司主要在建基础设施项目（单位：万元）

项目名称	计划总投资金额	累计已投资金额
舞象山道路建设工程	122210.00	103617.00

县妇幼保健院迁建项目	42401.00	39061.00
县城“智慧水务”建设及配套供水基础设施提升改造	2500.00	2490.00
城南路（迎春南路-峙山路）提升改造工程	7181.51	6950.00
春江西路综合整治工程	7000.00	6883.56
桐庐县儿童乐园项目	5000.00	4931.88
浮桥埠区块桥北路工程	6459.76	6276.15
桐庐规划展示馆工程	18860.00	18814.00
桐庐县烟草大楼置换工程	11500.00	10641.75
桐庐县城洋塘路改建工程	7000.00	6431.89
2017年桐庐县城南区区块及孙家、梅蓉线三线入地工程	4059.60	3776.91
桐庐县档案馆智能化装置项目	3206.00	3176.45
城南路（迎春南路至梅林路段）工程	17335.43	17140.05
富春绿道沿线（城防三期至渡济大桥段）景观工程	3597.52	3550.00
城南路（梅林路至宝心路段）工程	38000.00	37410.00
桐君街道南侧停车场改造	1541.13	1457.14
西湖弄特殊旅游街区	1032.93	1001.10
合计	298884.88	273608.88

资料来源：公司提供

截至2020年9月底，公司主要拟建基础设施项目为云栖西路（乔林路-富春中学段）提升改造工程和樟青塘路（下城路-城南路）雨污改建工程等，计划总投资金额分别为0.19亿元和0.19亿元。

（2）水务业务

公司的水务业务包括自来水供应、污水处理和管道安装业务，主要由子公司桐庐水务和分水水务承担。近年来，公司自来水和污水处理业务收入波动增长，2017—2019年毛利率持续为负。公司水务业务拥有取水、制水、管网供水完整的产业链条，区域市场占有率高。随着未来公司新建水厂、城乡供水一体化以及千岛湖引水工程的实施，公司水务业务规模有望持续增长。

2017—2019年，公司分别实现自来水及污水处理收入6156.85万元、6071.12万元和7012.04万元，受水价较低以及折旧成本较高等因素影响，毛利率持续为负。2020年1—9月，公司自来水及污水处理收入为7048.71万元，毛利率为21.11%。

自来水供应

公司自来水供应业务实施主体为分水水务以及桐庐水务有限公司（以下简称“桐庐水务”）负责。

截至2020年9月底，桐庐水务输配水管网约535公里，供水能力10万立方米/日，供水服务人口19.42万，供水服务面积约19.75平方公里，服务范围包括桐君街道、城南街道、旧县街道、凤川街道、江南镇部分及周边20多个行政村，管网漏损率控制在10%左右。

截至2020年9月底，分水水务输配水管网约50公里，供水能力2.5万立方米/日，供水服务人口4.5万，供水服务面积约12.60平方公里，服务范围包括分水镇城区、武盛村、城西村、天英村、东溪村、桥东村及周边共8个行政村，管网漏损率控制在10%左右。

截至2020年9月底，分水水务及桐庐水务共下辖2个水厂，按供水能力计算，公司自来水供应业务占桐庐县的比重达到75%以上，市场占有率高。

分水水务及桐庐水务向客户收取的终端水价由自来水价格和污水处理费构成，成本主要来自水厂及管网折旧、动力电耗和人力成本。2017—2019年，公司自来水生产量和销售量均保持增长态势。2020年1—9月，公司自来水生产量为2531.21万吨，销售量为2056.08万吨，产销差率为18.77%。

表5 公司自来水供应生产销售情况

（单位：万吨、%）

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—9月
自来水生产量	2746.00	2822.00	3355.35	2531.21
自来水销售量	2132.00	2242.00	2758.69	2056.08
产销差率	22.36	20.55	17.78	18.77

资料来源：公司提供

目前，桐庐水务下辖水厂已经超负荷运行，公司计划新建桐庐第二自来水厂（千岛湖引水，供水能力10万吨/日）。此外，桐庐县政府不断推进城乡供水一体化，计划在5年内将全县供水资源进行整合，由公司来运营。预计未来

公司自来水生产量和销售量将会逐步增长。

表6 截至2020年9月底公司主要在建水务项目
(单位: 万元)

项目名称	计划总投资金额	累计已投资金额
千岛湖配水配套引水工程	34635.15	16299.59
城乡供水一体化分水供水一期工程	6810.00	8042.60
合计	41445.15	24342.19

资料来源: 公司提供

截至2020年9月底, 公司在建水务项目为千岛湖配水配套引水工程和城乡供水一体化分水供水一期工程, 其中千岛湖配水配套引水工程由公司子公司桐庐县原水经营有限公司(以下简称“原水公司”)负责, 该工程计划总投资3.46亿元, 已投资1.63亿元。千岛湖引水提高了水质, 同时也增加了成本, 预计未来桐庐县自来水供水价格将会有一定提升。

污水处理

公司污水处理业务由桐庐水务下属子公司桐庐富春污水处理有限公司(以下简称“富春污水”)主导实施。富春污水下辖1个污水处理厂, 日均污水处理产能为6万吨, 服务区域包括4个街道、1个乡镇。

2015年, 富春污水与桐庐维尔利水务有限公司(以下简称“维尔利水务”)签订《桐庐富春污水处理有限公司(一期、二期TOT, 一级A提标改造工程BOT)特许经营协议》。一期、二期污水处理资产仍由富春污水持有, 特许经营权转让给维尔利水务; 一级A提标改造工程由维尔利水务负责建设和运营。特许经营期为25年, 特许经营期满后, 维尔利水务将污水处理资产全部无偿转让给富春污水。

日常经营上, 污水处理费由桐庐水务收取, 并上交至桐庐县财政局, 财政局将污水处理费拨付至富春污水, 维尔利水务根据污水处理量及特许经营协议的协议价编制付款申请单(保底水量为4万吨/日, 污水处理单价为1.69元/立方米), 并开据发票给富春污水, 由富春污水将资金支付给维尔利水务。公司根据收到财

政局拨付的污水处理费确认营业收入, 根据维尔利水务发票金额和污水处理厂折旧确认营业成本。2017—2020年9月, 富春污水完成污水处理量分别为1852.00万吨、2056.00万吨、2048.04万吨和1470.69万吨; 富春污水确认污水处理成本分别为2675.39万元、2988.19万元、3095.47万元和1665.66万元, 确认污水处理收入分别为2015.96万元、2015.01万元、2850.95万元和1887.64万元。

管道安装业务

公司管道安装业务实施主体为桐庐水务下属子公司桐庐管道承装有限公司(以下简称“桐庐管道”), 桐庐管道主要从事桐庐主城区所有供水、污水管道安装及维修业务, 2017—2020年9月, 公司管道安装业务分别实现营业收入0.14亿元、0.23亿元、0.19亿元和0.13亿元。

(3) 保障性住房建设与销售

公司保障性住房建设与销售业务公益性较强, 已完工项目对外销售形成的收入规模较小; 拟建保障性住房投资规模较大, 未来存在较大的资本支出压力。

公司保障性住房建设及销售业务实施主体为子公司惠民建设和桐庐美丽城乡建设发展有限公司, 项目建设资金主要来源于自有资金和外部融资。公司根据县政府的部署, 通过“招、拍、挂”形式取得土地, 该类项目一般按照计划安置总户数的1.3~1.4倍进行规划设计并建设, 然后在政府限定的价格范围内针对特定安置户进行非公开销售, 从而形成一部分资金回流; 之后, 公司就保障房余量及配套商业用房等设施按照市场化价格公开销售, 从而形成项目建设资金的回流, 若未达到资金平衡, 经相关机构审计后, 按照成本加成模式由政府相关部门支付。

公司已经完成桐庐县下轮新村拆迁安置房项目, 该项目总建筑面积108484.8平方米, 主要用于原下轮村的被拆迁村民的回迁安置, 目前剩余少量房源可对外出售, 2017—2019年分别确认房产销售收入38.12万元、14.48万元和

18.45 万元。

截至 2020 年 9 月底，公司拟建保障房项目为城西区块（白云源路以北，金中路以东）城中村改造征迁项目和西城中村改造安置房建设项目（大庄里二期）项目，总投资 22.27 亿元，未来投资规模较大。

表7 截至2020年9月底公司主要拟建保障房项目
(单位：平方米、万元)

项目名称	建设周期	总投资
城西区块（白云源路以北、金中路以东）城中村改造征迁项目	2020-2024	126869.00
城西城中村改造安置房建设项目（大庄里二期）	2020-2023	95823.53
合计	--	222692.53

资料来源：公司提供

(4) 土地整理

公司土地整理收入受土地出让规模及进度影响较大，回款情况较好，目前公司已无在建及拟建土地整理项目，收入实现存在不确定性。

公司土地整理业务主要由子公司桐庐城建负责。针对具体土地整理项目，公司与桐庐县土地储备中心（以下简称“土储中心”）签订土地一级开发合作协议，土储中心或其指定第三方进行征地、拆迁、安置补偿工作，公司根据土储中心或其指定第三方的计划支付土地一级开发所需资金；公司作为建设方与规划设计单位、施工单位等签订合同，协助土储中心完成土地规划设计、场地平整、地块周边绿化等工作，并直接向规划设计单位和施工单位等支付设计费和工程款以及确保完成与储备宗地相关的道路、供水、供电、供气、排水、通讯、土地平整等基础设施建设，使土地达到供应条件。

根据《桐庐县人民政府关于进一步加强国有土地使用权出让收支管理的通知》（桐政发〔2018〕34号），桐庐县土地出让收入分配实行国有土地使用权出让总成交价款按比例分配方式，经营性用地按照“谁做地、谁受益”的原则确定参与分配的做地主体。县级国有平台公司作为做地主体的，与县本级按 50%:50%比例分配。各项规费和中央、省、县规定的政府专

项提存由县本级收入分配中承担，征地成本由各做地主体收入分配中承担。

根据桐庐县人民政府《关于确认 2018 年度桐庐城市基础建设有限公司做地补偿款的函》，2018 年度公司应获得原中大鳄鱼厂土地出让收入 1.31 亿元，已全部回款。2019 年，公司获得金东村方家自然村地块土地出让收入 1.10 亿元，已全部回款。目前公司无在建及拟建土地整理项目。

3. 未来发展

公司作为桐庐县内基础设施建设和水务运营主体，未来将继续以此为核心业务，抓好重点项目建设工作，严把项目质量关和安全关。随着桐庐县的进一步发展，公司基础设施建设业务有望保持稳定增长；随着未来公司新建水厂、城乡供水一体化以及千岛湖引水工程的实施，公司水务业务规模有望持续增长。

同时，公司正谋求市场化转型，将适时参与社会经营性房地产、健康养老产业以及收费停车场等项目，不断提高自身造血能力。目前，公司正在建设桐庐县智城大厦项目，项目用地面积 8216 平方米，项目建设内容包括商务楼、检验检测中心及智慧档案中心综合体，总建筑面积 27050.18 平方米。该项目计划总投资 1.36 亿元，截至 2020 年 9 月底已投资 1.49 亿元。该项目除部分公司自用外，其他均通过出售或出租来实现资金平衡。

总体看，随着桐庐县建设发展的进一步推进以及公司市场化转型的需求，公司未来投资规模将保持较高水平。

七、财务分析

1. 财务概况

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

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。

截至 2020 年 9 月底，公司有纳入合并范围的子公司 13 家。从合并范围变化上看，2018 年，公司合并范围无变化；2019 年，公司合并范围新增增加子公司 3 家；2020 年 1—9 月，公司合并范围未发生变化。总体看，新增的子公司资产和收入规模均较小，对公司财务数据可比性的影响较小。

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。

2. 资产质量

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

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 8 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和财务报表整理

流动资产

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 23.59%。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 9 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。

非流动资产

2017—2019 年，受政府注入的砂石资源计入“无形资产”科目影响，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 221.15%，2019 年底为 42.00 亿元，较 2018 年底增加 36.91 亿元。公司非流动资产主要由固定资产（占 5.11%）、

在建工程（占 10.72%）和无形资产（占 83.56%）构成。

2017—2019 年，公司固定资产基本保持稳定，分别为 2.14 亿元、2.05 亿元和 2.14 亿元，主要由房屋及建筑物（占 90.40%）和机器设备（占 7.88%）构成。

2017—2019 年，随着公司水务板块项目的持续投入，公司在建工程快速增长，年均复合增长 99.70%，2019 年底为 4.50 亿元，主要为桐庐县智城大厦项目、城乡供水一体化分水供水一期工程、桐庐县千岛湖配水配套饮水工程、桐庐农村生活污水提升改造项目等项目的建设成本。

2017—2019 年，公司无形资产快速增长，分别为 0.07 亿元、0.07 亿元和 35.09 亿元。2019 年底，公司无形资产较 2018 年底增加 35.02 亿元，主要系政府注入的砂石资源（账面价值 35.02 亿元）所致。

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，公司资产受限比例低。

3. 负债及所有者权益

近年来，公司所有者权益持续增长，以实收资本和资本公积为主；公司债务规模持续增长，整体债务负担尚可。

所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 56.20%。2019 年底，公司所有者权益 67.50 亿元，较 2018 年底增加 35.32 亿元，主

要系资本公积增长所致。2019年底，公司所有者权益主要由实收资本（占2.96%）、资本公积（占84.61%）和未分配利润（占11.33%）构成。

2017—2019年，公司实收资本均为2.00亿元；公司资本公积快速增长，年均复合增长68.71%，2019年底为57.11亿元，较2018年底增长145.12%，主要系政府注入的砂石资源所致；公司未分配利润持续增长，年均复合增长23.14%，2019年底为7.65亿元，较2018年底增长22.82%。

2020年9月底，公司所有者权益70.03亿元，较2019年底增长3.74%，主要系资本公积增长所致；公司资本公积较2019年底增长3.09%至58.88亿元，主要来源于政府的资本性注入。

负债

2017—2019年，公司负债总额持续增长，年均复合增长21.21%。2019年底，公司负债总额较2018年底增长26.54%至78.57亿元，主要系其他应付款、长期借款和长期应付款增长所致。从构成上看，2019年底，公司流动负债和非流动负债占比分别为45.43%和54.57%。

2017—2019年，公司流动负债持续增长，年均复合增长28.73%。2019年底，公司流动负债较2018年底增长19.94%至35.70亿元，主要由短期借款（占13.89%）、其他应付款（占59.93%）和一年内到期的非流动负债（占22.20%）构成。

2017—2019年，公司短期借款有所增长，年均复合增长29.23%。2019年底，公司短期借款较2018年底增长25.73%至4.96亿元，主要由质押借款（1.62亿元）和保证借款（2.85亿元）构成。

2017—2019年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长27.16%。2019年底，公司其他应付款21.40亿元，较2018年底增长60.70%，主要系应付桐庐国投的往来款增长所致。公司其他应付款由应付利息（140.42万元）和其他应付款项（21.38亿元）构成，其中其他应付款项主要为应付关联方的往来款。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动

负债有所波动，分别为4.87亿元、11.78亿元和7.93亿元。2019年底，公司一年内到期的非流动负债较2018年底下降32.70%，主要系一年内到期的长期借款下降所致。公司一年内到期的非流动负债中包括一年内到期的长期借款4.97亿元和长期应付款2.95亿元。

2017—2019年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长15.87%。2019年底，公司非流动负债较2018年底增长32.61%至42.88亿元，主要系长期借款和长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占73.52%）和长期应付款（占24.59%）构成。

2017—2019年，公司长期借款波动增长，年均复合增长5.79%。2019年底，公司长期借款较2018年底增长18.44%至31.52亿元，主要由保证借款（23.19亿元）、质押借款（5.60亿元）和抵押借款（2.00亿元）构成。

2017—2019年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长91.43%。2019年底，受融资租赁款增长影响，公司长期应付款较2018年底增加5.67亿元至10.54亿元，其中专项应付款0.75亿元，主要为融资租赁款。本报告将长期应付款中有息部分调整至长期债务计算。

2020年9月底，公司负债总额较2019年底增长30.79%至102.76亿元，其中流动负债占45.98%，非流动负债占54.02%；公司流动负债较2019年底增长32.35%至47.25亿元，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致；公司短期借款较2019年底增长8.77%至5.40亿元；公司其他应付款较2019年底增长28.88%至27.57亿元，主要系往来款增加所致；公司一年内到期的非流动负债较2019年底增长55.89%至12.35亿元；公司非流动负债较2019年底增长29.48%至55.52亿元，主要系应付债券和长期应付款增长所致；公司长期借款较2019年底下降3.64%至30.37亿元；公司新增应付债券5.96亿元，系子公司桐庐城发于2020年9月发行“20桐发01”（6.00亿元）所致。

从有息债务看，2017—2019年，公司全部

债务持续增长，年均复合增长19.02%，2019年底公司全部债务54.20亿元，较2018年底增长16.43%。近年来，公司债务结构以长期债务为主，2019年底，公司短期债务和长期债务分别占23.77%和76.23%。2020年9月底，公司全部债务68.07亿元，较2019年底增长25.59%，其中短期债务和长期债务分别占26.08%和73.92%。

从债务指标看，2017—2019年，公司资产负债率和长期债务资本化比率持续下降，全部债务资本化比率波动下降，2019年底分别为53.79%、44.53%和37.97%。2020年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为59.47%、49.29%和41.81%，均较2019年底有所提高，公司整体债务负担尚可。

表 10 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
短期债务	7.84	15.72	12.89	17.75
长期债务	30.42	30.83	41.31	50.32
全部债务	38.26	46.55	54.20	68.07
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

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入持续增长，期间费用占比持续下降，利润实现对政府补贴较为依赖，整体盈利能力一般。

2017—2019年，公司营业收入持续增长，分别为4.23亿元、4.87亿元和9.10亿元，年均复合增长46.63%。同期，公司营业成本持续增长，年均复合增长49.04%，高于营业收入增幅，2019年底为8.10亿元。2017—2019年，公司营业利润率有所波动，分别为13.24%、13.82%和10.57%。

2017—2019年，公司期间费用持续增长，年均复合增长9.83%，主要系管理费用持续增长所致。2019年，公司期间费用0.57亿元，同比增长14.42%，其中管理费用0.53亿元、财务费用-97.56万元、销售费用0.05亿元。2017—

2019年，公司期间费用占营业收入比重持续下降，分别为11.09%、10.15%和6.22%。

非经常性损益方面，2017—2019年，公司其他收益分别为1.41亿元、1.12亿元和1.20亿元，全部为政府拨付的各类补贴。2017—2019年，公司利润总额波动增长，分别为1.49亿元、1.28亿元和1.59亿元。

从盈利指标看，2017—2019年，公司总资产收益率和净资产收益率持续下降，2019年上述两项指标分别为1.18%和2.19%。

表 11 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	4.23	4.87	9.10
期间费用	0.47	0.49	0.57
利润总额	1.49	1.28	1.59
其他收益	1.41	1.12	1.20
营业利润率	13.24	13.82	10.57
总资产收益率	2.10	1.40	1.18
净资产收益率	5.38	3.95	2.19

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020年1—9月，公司实现营业收入4.01亿元；营业利润率为16.01%，利润总额为0.77亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力指标较弱，间接融资渠道有待拓宽，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。

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。

长期偿债能力指标方面，2017—2019年，公司EBITDA波动增长，分别为1.73亿元、1.53亿元和1.91亿元。2017—2019年，公司全部债

务/EBITDA分别为22.15倍、30.52倍和28.33倍，公司EBITDA利息倍数分别为0.97倍、0.49倍和1.17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。

6. 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。

十、结论

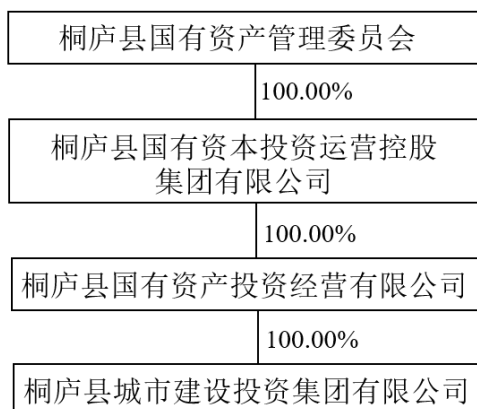
公司是桐庐县重要的基础设施建设和水务运营主体，近年来持续在资金及资产注入、股权划拨、债务置换和财政补贴方面获得桐庐县政府部门的有力支持。

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部门的有力支持，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。

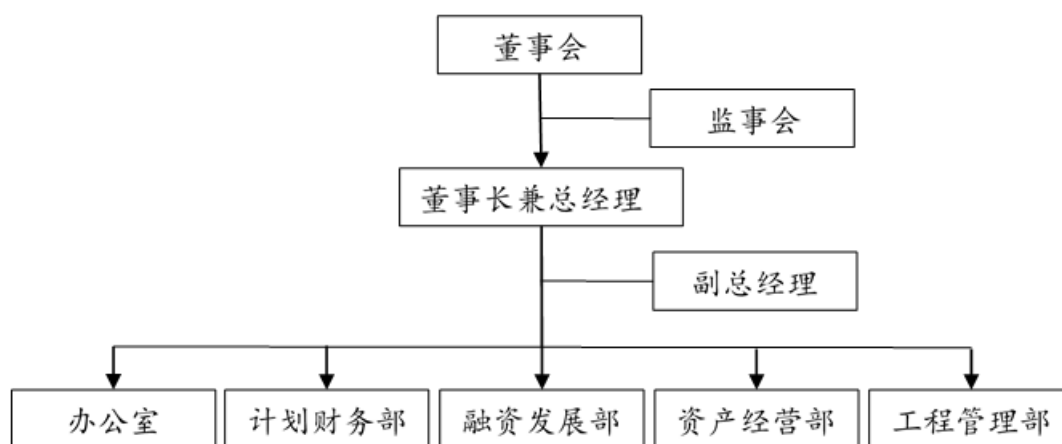
综合评估，联合资信认为公司主体长期信用风险很低。

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（%）	/	/	/	--
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 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	
净资产年复合增长率	(1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
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/营业收入×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+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 7-1 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 7-2 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

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，联合资信将在桐庐县城市建设投资集团有限公司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。联合资信将在发行人年报公告后 3 个月内出具一次定期跟踪报告。

桐庐县城市建设投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对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及外部经营环境等相关信息，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。