



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2018]Y037号

中诚信证券评估有限公司对桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司及其拟发行的“2018年桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；“2018年桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司公司债券”的信用等级为AA。

特此通告。



2018年桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司
公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司
发行规模	不超过人民币9.2亿元
债券期限	7年
债券利率	固定利率
偿还方式	每年付息一次，同时设置提前偿还条款，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金

概况数据

桐乡产投（合并口径）	2015	2016	2017
总资产（亿元）	54.95	67.87	76.92
所有者权益合计（亿元）	25.58	31.21	34.38
总负债（亿元）	29.37	36.65	42.54
总债务（亿元）	16.42	28.69	36.03
营业总收入（亿元）	4.38	3.59	3.62
经营性业务利润（亿元）	1.57	0.20	1.69
净利润（亿元）	1.64	1.40	1.82
EBIT（亿元）	1.77	1.55	2.04
EBITDA（亿元）	1.80	1.65	2.17
经营活动净现金流（亿元）	-3.13	-16.88	-6.17
收现比（X）	1.10	1.00	1.34
总资产收益率（%）	3.75	2.52	2.82
营业毛利率（%）	43.99	18.17	26.04
应收类款项/总资产（%）	8.51	11.75	12.04
资产负债率（%）	53.45	54.01	55.30
总资本化比率（%）	39.10	47.89	51.17
总债务/EBITDA（X）	9.13	17.39	16.64
EBITDA 利息倍数（X）	2.01	1.25	1.46

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信证评
债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2018年桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司公司债券”的信用等级为AA，该级别反映了本期债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司（以下简称“桐乡产投”或“公司”）主体信用级别为AA，评级展望为稳定。该级别反映了桐乡产投偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了桐乡市良好的区域经济环境、政府扶持政策有利于公司未来的发展、公司获现能力较好等因素对公司信用状况的支撑作用；同时，中诚信证评也关注到公司收入结构具有一定不稳定性、存在一定的资本支出压力、经营活动净现金流持续为负以及债务规模持续增长等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

正面

- 桐乡市良好的区域经济环境。2017年，桐乡市实现地区生产总值802.61亿元，同比增长7.1%；此外，桐乡崇福小城市培育处于稳步推进过程中，良好的区域经济环境为公司发展提供了良好保障。
- 公司业务服务于桐乡皮草产业发展，政府相关扶持政策将有利于公司未来的发展。公司作为桐乡崇福重要的建设主体，主要承担桐乡市皮草产业区域内基础设施投资与建设工作，服务于桐乡皮草产业的发展。桐乡崇福作为浙江省小城市培育试点得到省市政府在税费与要素保障上的支持，有利于公司未来的发展。
- 公司获现能力较好。2015~2017年，公司收现比分别为1.10倍、1.00倍和1.34倍，公司业务现金回款情况较好。

分析师

张卡 kzhang@ccxr.com.cn

刘倩 yqliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年11月22日

关注

- 收入结构的不稳定性。公司土地开发较易受政策调控与土地市场环境影响，呈现一定波动性；基础设施建设项目收入确认受完工进度与结算情况影响较大，收入确认具有不稳定性。
- 存在一定资本支出压力。公司土地开发与基础设施建设项目前期大多需要公司自筹资金，目前基础设施在建项目投资规模较大，公司存在一定的资本支出压力。
- 经营活动净现金流持续为负。2015~2017年，公司经营活动现金流均呈净流出状态，分别为-3.13亿元、-16.88亿元和-6.17亿元。
- 债务规模持续增长。2015~2017年末，公司总债务规模分别为16.42亿元、28.69亿元和36.03亿元，债务规模持续增长。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

- 1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。
- 2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。
- 3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。
- 4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。
- 5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

概 况

发债主体概况

桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司原名桐乡市崇福皮草产业园开发投资有限公司，公司成立于 2013 年 4 月 11 日，是依据《桐乡市人民政府关于同意设立桐乡市崇福皮草产业园开发投资有限公司的批复》(桐政函[2013]16 号) 批准，由桐乡市国有资产监督管理委员会办公室（以下简称“桐乡国资办”）出资设立的国有独资企业，初始注册资本 10,000 万元，公司设立登记时缴纳 5,000 万元，2013 年 7 月末之前已缴纳全部注册资本金。2017 年 5 月 15 日，公司名称变更为“桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司”。截至 2017 年末，公司注册资本和实收资本均为 10,000 万元，桐乡国资办持有公司 100% 股权，为公司控股股东和实际控制人。

公司是桐乡市人民政府为开发建设“中国皮草名城”，加快桐乡市皮草产业发展而设立，同时为支持块状经济发展，桐乡市政府还设立并委托桐乡市崇福皮毛市场管理委员会（以下简称“桐乡皮毛管委会”）管理与监督公司日常运行。公司目前主要负责桐乡市皮草产业投资发展及皮草产业所在范围的基础设施建设及土地一级开发等，经营范围包括：房地产开发与销售；园区基础设施建设；园区公益设施建设；兴办实业；房屋拆除；物业管理服务；土地开发整理。

截至 2017 年末，公司总资产 76.92 亿元，所有者权益合计 34.38 亿元，资产负债率 55.30%；2017 年，公司实现营业总收入 3.62 亿元，净利润 1.82 亿元，经营活动净现金流-6.17 亿元。

募集资金概况

本期债券发行规模不超过人民币 9.20 亿元，发行期限为 7 年。本期债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利。还本付息方式为每年付息一次，同时设置提前偿还条款，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金。本期债券以簿记建档、集中配售的方式，通过承销团成员设

置的发行网点向中华人民共和国境内机构投资者（国家法律、法规另有规定的除外）公开发行和通过上海证券交易所发行相结合的方式发行。

募集资金用途

本期债券募集资金总额为 9.20 亿元，其中 7.20 亿元用于桐乡“中国皮草名城”产业一体化建设项目的皮草产业园 A、B 区块的投资、建设，2.00 亿元用于补充公司营运资金。募集资金用途基本情况如下：

表 1：募集资金用途

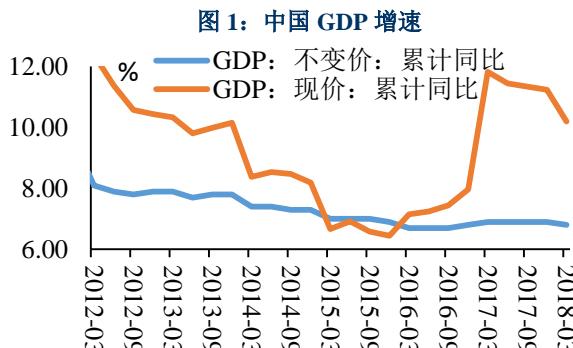
项目名称	总投资额 (万元)	拟用募集 资金 (万元)	募集资金 占总投资 比例(%)
桐乡“中国皮草名城”产业一体化建设项目的皮草产业园 A、B 区块	104,093.47	72,000.00	69.17
补充营运资金	--	20,000.00	--
合计	159,256.31	92,000.00	--

资料来源：募集说明书

桐乡“中国皮草名城”产业一体化建设项目的皮草产业园 A、B 区块，主要建设内容有皮草产业园 A、B 区块标准厂房、辅助用房等项目，项目总用地面积 190,913.93 平方米，总建筑面积 357,279.78 平方米，项目完成后，将实现集皮草设计研发、皮草企业培育、皮草品牌企业创建等诸多功能为一体的皮草产业一体化的皮草名城。项目已于 2018 年 3 月开工，截至 2018 年 4 月末，项目累计投资 4,285.00 万元，投资完成率为 4.12%，计划于 2019 年底竣工验收，建设工期为 24 个月。

宏观经济和政策环境

在全球经济持续复苏、国内改革效果继续显现背景下，2018 年中国经济平稳开局。但经济运行结构性矛盾仍存，内外约束加大，生产需求两端均存在放缓隐忧，全年下行压力将大于 2017 年。不过，民间投资回暖及新动能较快发展等因素增强了经济韧性，中国经济企稳基调并未改变。



资料来源：国家统计局

一季度，GDP 同比增长 6.8%，与去年三、四季度持平，但低于去年同期 0.1 个百分点；名义 GDP 同比增长 10.2%，较去年底回落超过 1 个百分点。从生产端来看，规模以上工业与制造业增长走势分化，采暖季环保限产措施结束并没有带动工业增加值回升，制造业同比走弱。从需求端来看，基建投资增速同比回落超过 10 个百分点，制造业投资持续低迷，房地产投资逆势回升、民间投资回暖依旧难以阻挡投资增速下行趋势；以社会消费品零售总额计算的消费弱于去年同期；进口虽然平稳但出口在 3 月份再现负增长，带动一季度出口对经济增长的贡献率重回负区间；新增社融较去年同期出现明显收缩，实体经济融资需求现走弱迹象，但一季度资金面较为宽松，债券融资回暖带动直接融资回升，宏观控杠杆背景下居民部门人民币贷款同比收缩，居民部门降杠杆初见成效。从价格水平来看，CPI 虽然在 2 月份出现较大幅度攀升但 3 月份再次回落，PPI 涨幅持续收缩，通胀担忧减弱。总而言之，一季度经济开局平稳中隐忧已现，其发展势头值得高度关注。

后续宏观经济走势面临四方面不确定性。一是春节假期因素的消退、采暖季限产措施的结束并没有带动生产如期回升，终端需求回暖存疑，后续工业增长依然存在不确定性；二是投资面临多重制约：地方政府债务监管趋严加压基建投资，制造业投资面临去产能力度边际减弱和国企去杠杆的双重制掣，主要由土地购置费带动的房地产投资的快速增长对 GDP 的拉动作用有限。三是居民部门杠杆率攀升、居民收入增长放缓将制约消费增长与升级。四是出口面临中美贸易冲突加剧、人民币汇率

总体上扬、全球经济回暖势头放缓等多方面挑战。

展望 2018 年，中国经济面临内外“双重约束”带来的下行压力。从内部环境看，地方政府债务监管趋严给投资尤其是基建投资带来较大压力。从外部环境来看，一方面，世界经济复苏势头减弱，贸易摩擦升级，外部需求下滑，前期外需的改善难以为继；另一方面，全球资产泡沫同步化，国际金融风险加大。但值得一提的是，当前我国经济运行中，民间投资回暖势头明显，新动能持续保持较快增长，经济增长韧性仍存，中国经济企稳基调仍未改变。

随着我国经济运行内外环境的变化，宏观调控政策有所微调，在货币政策稳健中性基调下，今年以来央行推出 CRA 并两次结构性降准。但稳增长、防风险“双底线”思维未变，宏观政策“稳中求进”。4 月 23 日政治局会议重提扩大内需，以保持宏观经济平稳运行，为风险防范、结构调整与改革开放提供良好环境；此次政治局会议还强调了推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，同时 4 月初召开的中央财经委首次会议明确“结构性去杠杆”思路，将地方政府和国有企业去杠杆作为重点，防风险继续走向纵深，思路进一步清晰；此外，支持海南建设自由贸易试验区等措施释放了深化改革开放的强烈信号，对外开放有望获得进一步推进。

中诚信证评认为，2018 年防风险、促改革有望取得进一步突破，社会资源配置将进一步优化，中国经济增长质量有望得到进一步提升。

区域经济概况

嘉兴市经济概况

嘉兴市位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹心地带，是长江三角洲重要城市之一。嘉兴市陆地面积 3,915 平方公里，与沪、杭、苏、湖等城市相距均不到百公里，区位优势明显。截至 2017 年末，嘉兴市全市户籍人口为 356.37 万人。

近年来嘉兴市经济保持平稳较快发展，2015~2017 年，嘉兴市地区生产总值分别为 3,517.06 亿元、3,760.12 亿元和 4,355.24 亿元，同比增速分别为 7.0%、7.0% 和 7.8%，2017 年经济增

速有所回升。嘉兴市经济总量居全省第 6 位，在浙江省地级市中处于中上游水平。2017 年，嘉兴市实现第一产业增加值 134.67 亿元，增长 1.2%；第二产业增加值 2,309.30 亿元，增长 8.6%；第三产业

增加值 1,911.27 亿元，增长 7.3%。三次产业结构由 2016 年的 3.8:50.9:45.3 调整为 3.1:53.0:43.9，第二产业比重小幅提高，第三产业占比略有下降。

表2：2017年浙江省各地级市经济情况（亿元）

	GDP（亿元）	同比增长（%）	固定资产投资（亿元）	同比增长（%）
杭州市	12,556	8.0	5,857	1.4
宁波市	9,847	7.8	5,010	3.5
温州市	5,453	8.4	4,179	11.9
绍兴市	5,108	7.1	3,116	11.1
台州市	4,388	8.1	2,518	15.5
嘉兴市	4,355	7.8	3,010	11.2
金华市	3,870	6.5	2,200	11.2
湖州市	2,476	8.5	1,731	13.7
衢州市	1,380	7.3	1,048	10.1
舟山市	1,219	8.8	1,450	15.0
丽水市	1,298	6.8	904	11.5
合计	51,951	--	31,022	--

资料来源：各市统计公报，政府工作报告

固定资产投资方面，2015~2017 年，嘉兴市固定资产投资分别为 2,513.82 亿元、2,790.16 亿元和 3,009.64 亿元，同比增速分别为 13.2%、11.0% 和 11.2%。其中，2017 年房地产开发投资 723.80 亿元，增长 51.3%。

总体来看，嘉兴市地理位置优越，经济规模处于浙江省中上游水平，近年来经济增速有所回升，略高于全国平均水平。

桐乡市经济概况

桐乡市是浙江省嘉兴市下辖县级市，位于浙江北部杭嘉湖平原，东连嘉兴市秀洲区，南邻海宁市，西毗德清县、杭州市余杭区，西北接湖州市南浔区，北接江苏省吴江市。桐乡市交通较为便利，市区距上海市 148 千米，距杭州市 65 千米。沪昆高速公路（G60）、申嘉湖高速公路（S12）、320 国道、沪杭铁路客运专线、京杭大运河等水陆交通要道贯穿全境。

桐乡市拥有毛衫针织、皮革皮毛、家纺、化纤以及玻纤五大特色产业，以及新材料、汽车汽配、机械装备、新能源、纺织服装、休闲养生及现代农业、旅游及文化创意等八大重点发展产业，并拥有桐昆集团股份有限公司、新凤鸣集团股份有限公

司和巨石集团有限公司等大型企业。

桐乡市境内土地肥沃，适宜种植水稻和经济类作物，拥有耕地 3.89 万公顷，占全市土地总面积的 53.5%。境内生物资源种类繁多，主要植物资源有 720 种，主要动物资源有 451 种。桐乡市旅游资源丰富，著名的国家 5A 级景区乌镇即隶属于该市。2014 年 11 月，第一届世界互联网大会在中国浙江乌镇举办，乌镇也成为世界互联网大会的永久会址。2017 年 12 月，第四届世界互联网大会在浙江省乌镇圆满落幕，未来，互联网将成为带动桐乡市经济发展的新动力。

桐乡市经济总量在嘉兴市下辖区、县及县级市中位居前列。2015~2017 年，桐乡市分别实现地区生产总值 652.63 亿元、693.73 亿元和 802.61 亿元，按可比价格计算，增速分别为 8.1%、6.4% 和 7.1%，2017 年经济增速较 2016 年略有回升。2017 年桐乡市实现第一产业增加值 25.68 亿元，增长 2.2%；第二产业增加值 406.05 亿元，增长 7.4%；第三产业增加值 370.89 亿元，增长 7.2%；桐乡市三次产业结构比由 2016 年的 4.1:47.8:48.1 调整为 2017 年的 3.2:50.6:46.2，第二产业占比较 2016 年略有回升。

表3: 2017年嘉兴市及其下辖区县市经济情况(亿元)

地区	GDP	
	数值	增速
嘉兴市(全市)	4,355.24	7.8%
海宁市	866.07	8.0%
桐乡市	802.61	7.1%
平湖市	605.80	9.5%
嘉善县	520.95	8.6%
秀洲区	503.96	7.4%
南湖区	512.89	8.1%
海盐县	460.10	7.1%

注: 表内秀洲区统计口径为大口径, 包含嘉北和塘汇。

资料来源: 嘉兴市政府网, 各区县市统计公报

2015~2017年, 桐乡市分别完成固定资产投资428.15亿元、480.61亿元和520.81亿元, 增速分别为15.0%、12.3%和11.1%。2017年, 桐乡市房地产开发投资为112.85亿元, 比上年增长43.6%, 全年商品房销售面积172.98万平方米, 比上年增长4.8%, 商品房销售额184.57亿元, 比上年增长33.0%, 房地产市场发展较快。

图2: 2013~2017年桐乡市GDP、固定资产投资及增速(亿元)



资料来源: 桐乡市统计公报

工业方面, 2017年桐乡市实现规模以上工业总产值1,501.16亿元, 实现规模以上工业销售产值1,466.17亿元, 规模以上工业产销率为97.7%; 2017年主导行业中化纤业、纺织业、建材业分别实现利润32.70亿元、15.46亿元和21.56亿元, 同比分别增长22.4%、6.0%和4.3%; 2017年桐乡市皮革皮草业实现利润2.19亿元。

第三产业方面, 桐乡市旅游业持续繁荣, 截至2017年末, 全市共有A级旅游景区(点)25个, 其中国家5A级景区1个。2017年, 桐乡市实现旅游总收入244.13亿元, 比上年增长20.1%。

总体来看, 桐乡市依托自身资源优势, 近年来经济发展较平稳, 产业结构以第二产业和第三产业

为主。未来桐乡市将继续壮大工业, 发挥“互联网+”的作用, 同时发展以旅游为代表的第三产业, 经济实力或将进一步提升。桐乡市的良好经济环境为公司发展提供了良好保障。

桐乡崇福概况

桐乡崇福位于杭嘉湖平原心腹地带--浙江省桐乡市西南部, 距离杭州市50公里, 距嘉兴市60公里。桐乡崇福总面积100.14平方公里, 京杭大运河、320国道横贯镇区, 沪杭高速公路穿越境南。

目前, 桐乡崇福已打造成以裘皮制衣为龙头的皮毛加工制造业基地和以皮毛市场为依托的皮毛集散中心, 发展成为国内规模较大的集皮革设计、研发、生产、出口于一体的产业基地之一。2012年10月, 中国皮革协会正式授予了桐乡崇福“中国皮革名城”的荣誉称号。此外, 桐乡崇福无独立财政。

自2011年开始, 桐乡崇福开始开展小城市培育试点工作, 构建以中国皮革之都、江南运河文化名城和杭州都市圈示范结点新市为特色的都市结点小城市。通过积极打造产业集群推动转型升级、实施旅游大县战略推进服务业发展、加快城市建设塑造城市形象、有效统筹城乡实现和谐发展、创新体制机制激发活力等举措, 崇福的小城市培育工作有了很大进展。崇福的经济实力实现提升, 皮革、纺织两大传统支柱产业进入转型轨道; 城乡面貌有所改善, 城区新增“一纵一横”主干道——世纪大道与语溪大道, 改造提升崇新线和320国道, 城乡交通路网已基本形成。

综合实力

桐乡崇福作为浙江省小城市培育试点得到省市政府在税费与要素保障上的支持, 公司作为桐乡崇福重要的建设主体, 主要承担桐乡市皮革产业区域内基础设施投资与建设工作, 服务于桐乡皮革产业的发展。

浙江省及桐乡市政府对崇福实施财政税费支持与要素资源保障政策, 有利于公司未来的发展。根据《中共桐乡市委桐乡市人民政府关于加快推进崇福镇第二轮小城市培育试点工作的若干政策意

见》(桐委发[2014]3号文件),为加快推进桐乡崇福小城市培育,浙江省及桐乡市政府对崇福实施财政税费支持与要素资源保障。财政税费支持方面,桐乡市对崇福税收超基数地方留成部分按100%比例分成,按市与省不低于3:1的比例落实地方配套奖励基金,土地出让金和净收益和城市基础设施配套费100%返还桐乡崇福,大型商贸企业相关税种地方分成部分全额拨补,优先安排桐乡崇福内重大基础设施等政府投资项目,市财政承担市级政府投资项目50%建设资金。要素资源保障上,每年安排不少于300亩小城市培育专项土地指标,执行盘活存量用地指标100%留用制度,给予桐乡崇福建设用地规划倾斜等。

资产注入后,公司的资产实力显著增强,融资能力和抗风险能力得到了提升。为推进桐乡皮革产业发展,整合国有资产优化配置,2016年12月,桐乡市人民政府将桐乡市崇福公益事业投资开发有限公司、桐乡市崇福经济区新市镇开发建设有限公司、桐乡市崇福两新建设开发有限公司(以下简称“两新建设公司”)、桐乡市崇福皮毛市场投资发展有限公司、桐乡市崇福城镇发展有限公司和桐乡市康居房产开发有限公司(以下简称“康居公司”)100%股权及桐乡市建筑装饰材料有限公司(以下简称“桐乡建材公司”)20.75%股权、桐乡市崇福皮毛市场有限公司(以下简称“崇福皮毛公司”)37%股权无偿划入公司,为公司业务增长和持续发展奠定了基础。

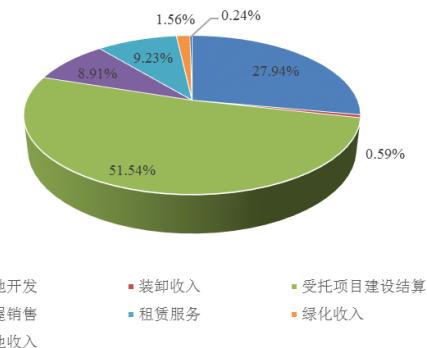
公司及子公司陆续收到桐乡市政府有关资产拨入、拨款及地方政府债券置换资金,进一步增加了公司资本公积。此外,2015~2017年,公司分别获得政府补贴收入0.06亿元、1.13亿元和1.25亿元,补贴力度逐年加大。

总体来看,公司在桐乡崇福皮革产业投资及基础设施建设领域地位重要,在获得资产注入、拨款及补贴收入后,公司具有较强的抗风险能力,同时,地方政府对崇福实施财政税费支持与要素资源保障政策有利于公司未来的发展。

业务运营

公司目前主要负责桐乡皮革产业投资发展及皮革产业所在范围的基础设施建设及土地一级开发等,土地开发整理、委托代建项目和租赁业务是公司业务的主要构成。2017年,公司实现营业总收入3.62亿元,其中受托项目建设结算收入1.87亿元,占营业总收入的比重达51.54%;土地开发收入受市场环境及政策影响较易产生波动,2017年收入为1.01亿元,占营业总收入的比重为27.94%;租赁服务收入为0.33亿元,占营业总收入的比重为9.23%;房屋销售、装卸收入、绿化收入及其他业务等收入目前规模较小。

图3: 2017年公司营业总收入构成



资料来源:公司财务报告

基础设施代建业务

公司基础设施建设业务运营主体主要是公司本部及下属子公司两新建设公司。桐乡皮毛管委会代表桐乡市政府授予公司及子公司在皮革产业所在区域内对桐乡崇福基础设施工程项目的运作权,并与之签署基础设施工程代建协议。

业务模式方面,公司及其子公司与桐乡皮毛管委会签署委托代建协议,并接受委托负责皮革产业区域内基础设施项目的建设工作,包括土地征迁、前期设计、施工建设、工程竣工结算、竣工验收、项目后期评估以及项目建设相关的其他工作。公司基础设施代建业务前期建设资金来源大部分为公司自筹,待项目建成竣工移交后,公司及其子公司与桐乡皮毛管委会进行结算,代建项目均按照建设成本加成方式(成本加成率5%左右)进行收入确认,之后由桐乡市财政局将相关收入直接返还公司。

2015 年, 公司无受托项目建设结算收入, 2016~2017 年, 公司分别确认受托项目建设结算收入 2.83 亿元和 1.87 亿元。其中, 2016 年公司确认收入的项目为桐乡市运河世纪公寓工程项目, 2017 年公司确认收入的项目为语溪花园和南沙花园。目前该项目已移交崇福皮毛管委会, 并由其负责后续事项。

截至 2017 年末, 公司主要在建项目包括小城

表 4: 截至 2017 年末公司主要在建基础设施项目情况

项目名称	总投资 (万元)	已投资 (万元)	建设周期
小城市培育提升化工程项目	150,000.00	72,260.71	2016~2018
中沙花园	24,092.00	22,658.93	2014~2017
品牌园	18,445.53	17,792.94	2014~2017
世纪大道综合改造	15,428.57	13,352.21	2014~2017
语溪中段	25,000.00	9,382.77	2015~2018
道路及其他工程	--	44,902.13	--
合计	232,966.10	180,349.70	--

注: 1、中沙花园、品牌园和世纪大道综合改造项目已接近尾声; 2、道路及其他工程下项目较零散, 故未列示总投资额。

资料来源: 公司提供

总体看来, 基础设施建设是公司目前重要的收入来源之一, 公司承建的项目在推进皮草产业发展中具有一定意义, 随着在建项目的逐步推进, 公司城市基础设施建设业务收入或将进一步增长; 同时中诚信证评也关注到, 公司基础设施建设项目面临一定的资本支出压力, 收入也具有不稳定性。

土地开发业务

公司作为桐乡市皮草产业区域内重要的基础设施建设运营主体及皮草产业投资主体, 受桐乡市人民政府委托, 负责皮草产业区域内的土地一级开发, 包括土地征迁、补偿、人员安置、场地平整及城市配套设施等。

运作模式方面, 公司与桐乡市财政局、桐乡市国土资源局签署合作开发土地协议, 公司根据土地一级开发控制性详细规划及拆迁安置补偿方案制定投资总体控制计划, 按时支付相关补偿资金及其他配套支出。土地一级开发工作完成后, 公司将开发整理后的土地交由桐乡市土储中心通过招、拍、挂系统进行交易, 土地出让后出让金上缴桐乡市财政局, 在扣除相关契税、规费后, 桐乡市财政局将剩余土地出让金返还给公司, 返还比例为土地出让金的 60%, 公司将返还的土地出让金确认为土地开

市培育提升化工程项目、中沙花园、品牌园和世纪大道综合改造等一批基础设施, 以上项目计划总投资 23.30 亿元(未包含道路及其他工程), 截至 2017 年末, 已投资金额为 18.03 亿元, 前期建设资金来源多为公司自筹, 面临一定的资本支出压力。此外, 基础设施建设项目建设易受项目完工进度及结算情况影响, 收入确认具有不稳定性。

发收入, 对应出让地块的开发成本结转为土地开发成本。

2015~2017 年, 公司土地整理面积分别为 969.80 亩、9.95 亩和 210.61 亩, 并分别于当年全部出让, 相应的土地出让收入分别为 5.93 亿元、0.30 亿元和 1.69 亿元, 公司获得土地出让收入返还分别为 3.56 亿元、0.18 亿元和 1.01 亿元。2016 年, 主要受政府土地调控及出让计划影响, 公司土地整理面积与出让面积较往年大幅下降, 导致土地开发整理收入较低。此外, 公司土地出让价格受地块位置与地块性质影响会有所差异, 其中 2015~2017 年, 公司整理后出让的土地分别主要系工业地、商业地和工业地。

表 5: 2015~2017 年公司主要土地开发项目整理运营情况

项目名称	2015	2016	2017
土地整理面积 (亩)	969.80	9.95	210.61
平均开发成本 (万元/亩)	21.04	24.05	24.84
土地开发总成本 (万元)	20,403.32	239.28	5,231.05
土地出让面积 (亩)	969.80	9.95	210.61
土地出让收入 (万元)	59,301.39	2,970.00	16,871.63
土地出让收入返还 (万元)	35,580.84	1,782.00	10,122.98

注: 表内列示的土地整理面积和成本与当年确认收入的情况相对应, 与公司每年实际完成土地整理面积及投入成本大致相同。

资料来源: 公司提供

截至 2017 年末, 公司正在进行整理开发的地块包括城郊村征迁区块、李家坝村征迁区块、新益村征迁区块、星火村征迁区块及南阳村征迁区块等, 整理开发面积达一万多亩, 全部计入存货中开发土地, 账面价值 25.04 亿元。

整体来看, 公司作为桐乡市皮草产业区域内唯一的土地整治主体, 根据资金需求与政府规划合理制定土地出让计划, 通过出让金返还保证土地整理业务的资金平衡。随着桐乡崇福小城市培育开发建设的逐步推进, 公司自身实力也将不断得到提升。但中诚信证评也关注到, 土地开发业务易受政策调控与土地市场环境影响, 公司土地出让收入具有一定的不稳定性。

租赁及其他业务

租赁业务目前由公司子公司崇福皮毛公司和桐乡建材公司负责运营, 主要采取出租的经营模式, 通过经营桐乡市崇福皮毛市场、桐乡市崇福南区皮毛市场及桐乡市建筑装饰材料市场, 以收取租金及物业管理费收入。

表 6: 截至 2017 年末公司主要经营性物业情况

市场名称	建筑面积 (平方米)	可租赁面积(平方米)	商铺数量 (家)	出租率 (%)
桐乡市崇福皮毛市场	20,514.21	17,508.72	610	100.00
桐乡市崇福南区皮毛市场	22,557.55	22,557.55	336	80.00
桐乡市建筑装饰材料市场	43,627.50	43,377.50	900	100.00
合计	86,699.26	83,443.77	1,846	--

资料来源: 公司提供

截至 2017 年末, 公司拟建桐乡“中国皮草名城”产业一体化建设项目, 总投资为 15.93 亿元, 其中, 皮草产业园 A、B 区块项目的总投资为 10.41 亿元, 已于 2018 年 3 月开工, 截至 2018 年 4 月末, 项目累计投资 4,285.00 万元, 桐乡“中国皮草名城”产业一体化建设项目其他部分暂未开工, 建成后经营收

截至 2017 年末, 公司名下桐乡市崇福皮毛市场等主要经营性物业可供租赁面积共计 8.34 万平方米, 主要商铺数量 1,846 家。目前桐乡市崇福皮毛市场和桐乡市建筑装饰材料市场商铺已全部对外出租, 桐乡市崇福南区皮毛市场因建成时间较短, 目前还有部分商铺处于招租中, 公司将依据市场行情和商铺位置对商铺租金进行具体调整。租金方面, 公司一般采取定价定向方式或招投标方式确定出租价格; 租赁合同 5 年一签, 租金收取采取预收方式, 在每个租赁期期初收取。公司每年可形成一定的租金收入, 是公司营业收入的重要补充。2015~2017 年, 公司租赁服务收入分别为 0.39 亿元、0.41 亿元和 0.33 亿元, 2017 年租赁服务收入小幅下降主要系桐乡市崇福南区皮毛市场采取招租优惠政策。未来随着桐乡“中国皮草名城”产业一体化建设项目”的建成, 将形成规模化的皮草产业园及皮草交易市场, 公司租赁业务收入或将进一步提升。

入包括出售收入、出租收入、物业管理费收入以及其他配套服务收入等。

除此之外, 公司还有少部分房屋销售业务和绿化业务。房屋销售业务主要由子公司康居公司负责, 主要为经济适用房、商品房销售以及少量商铺销售。2015~2017 年, 公司分别实现房屋销售收入

3,084.52 万元、472.62 万元和 3,229.52 万元。目前康居公司暂未有新的房屋储备项目，后期公司房屋销售收入情况有待进一步观察。

公司绿化业务主要由子公司嘉兴崇德园林市政工程有限公司（以下简称“崇德园林”）负责。崇德园林公司自 2015 年成立以来，主要负责桐乡市崇福区域全部道路、小区和建筑工程的园林绿化、花卉种植等方面的销售和租赁业务，先后已承接崇福区域绕城大道景观绿化带、主要入城口节点绿化等工程建设项目。崇德园林根据市场价格与客户签订项目合同，合同签订后收取 50% 预付款，待项目完成后收取剩下部分款项。2015~2017 年，公司分别实现绿化收入 744.24 万元、929.45 万元和 563.57 万元。

总体看来，为支持桐乡皮革产业发展，公司将桐乡市崇福皮毛市场等经营性物业进行出租，对公司营业收入形成一定补充。此外，公司还经营房屋销售业务和绿化业务，但目前体量较小。

战略规划

公司作为桐乡市皮革产业区域内基础设施建设和土地开发的唯一主体，其发展规划依托于桐乡市及桐乡崇福的规划和经济发展。

根据桐乡市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要，未来几年，桐乡市政府将进一步深化崇福小城市建设，优化崇福城市功能布局，推动城市公共核心，崇东生态居住区、崇南商贸流通区、崇北工业经济区和古城文化休闲区，“一核四区”联动发展，形成特色鲜明、功能集成、形态优化的城市空间布局；推进崇福老城区“三旧”改造，加快配套交通和商贸设施建设，促进产城融合发展；整合提升崇福皮革服装品牌培育园、绿色生态产业园、环保节能产业园三大平台，工业园区产业集聚率达到 85% 以上；积极引导崇福产业转型升级，打造皮革和纺织 2 个特色优势产业集群，培育以新材料为主体的战略性新兴产业，打造皮革品牌，实现城市建筑特色、皮革时尚、运河文化和现代商贸有机融合，全面塑造“皮革时尚创意之都 历史文化运河古镇”新形象。

公司以桐乡市十三五规划中深化崇福小城市

建设为主线，结合企业定位，制定了未来的发展战略。公司作为桐乡市皮革产业区域范围内基础设施建设和土地开发的重要主体，将在目前业务的基础上，继续发挥在崇福小城市培育中的主导作用；继续发挥土地一级开发的重要职能；同时公司将积极整合优质资源，推动桐乡皮革产业发展。

总体而言，公司战略制定结合了当地经济的发展现状和规划，充分考虑了自身实力和优势所在，明确了发展定位和实施方式，对公司未来业务突破具有一定的指导意义，有利于提升公司在市场环境下的竞争力。

公司治理和管理

产权结构

截至 2017 年末，桐乡国资办拥有公司 100% 股权，为公司控股股东和实际控制人，公司纳入合并报表范围的子公司共 20 家，其中一级子公司 8 家，二级子公司 12 家。

法人治理结构

根据《公司章程》以及现代企业制度，公司建立了较为完善的法人治理结构和内部控制制度。公司设立董事会、监事会和经理，形成了较为清晰的管理机制和决策流程。

公司为国有独资企业，由出资人直接行使决定公司的经营方针和投资计划，决定董事、监事，发行公司债券等重大权力。公司设立董事会，成员 5 人，董事会成员由出资人委派，职工董事由选举产生，设董事长 1 人，由出资人在董事会成员中指定。董事会拥有执行出资人决议、决定公司经营计划和投资方案等职权，董事会决议需经半数以上董事通过。公司设经理 1 名，由董事会决定聘任或解聘，对董事会负责，负责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等。公司还设立了监事会，成员 5 人，任期三年，除 2 名职工代表由职工代表大会选举产生外，其余由出资人委派。监事会主要负责检查公司财务，对高管进行监督等。

管理水平

在管理机构设置方面，公司设置了综合办公

室、规划基建部、市场招商部、经济发展部和财务管理部等机构。其中规划基建部负责项目规划、研究项目可行性规划等；市场招商部负责市场招商方案的研究部署等；经济发展部则分析行业态势，收集相关信息制定下一步发展规划；财务管理部作为结算和监督部门对公司的各类业务收支进行管理和检查，保障公司的资金、资产的安全；综合办公室主要从事行政管理职能。

在财务管理方面，公司制定了《财务两公开一监督制度》和《工程款支付制度》，对建设资金管理、收入管理、资产管理、财务公开与监督等都做了详细规定，并对工程款支付约定了详细流程，完善了公司财务管理制度。

在工程管理方面，公司制定了《工程管理细则》、《建设工程方案及图纸预审制度》、《建设工程材料价格定价、签证制度》、《建筑工程预算决算内审制度》，清楚界定工程部、项目负责人和驻地代表职责，并明晰了公司进行工程建设项目时方案预审、定价及预决算流程等。

目前公司管理制度主要集中在行政管理方面，公司制定了《财务人员、工程管理部人员、项目负责人、现场驻地代表岗位职责》、《学习管理制度》、《办公室工作制度》、《档案管理制度》、《车辆管理制度》等一系列较为完善的规章制度，规范了不同岗位员工需遵守公司职责规定、车辆等公司资产的使用方法以及公司档案管理等信息安全保密制度等。

总体来看，公司不断完善的各项管理制度对于业务发展和管理效率的提高提供了一定的支持；同时，公司管理提升不仅有赖于完善的制度，更需要有坚定的执行力，公司如何在进一步完善各项制度的基础上提高制度运行的有效性将是公司管理中长期面临的挑战。

财务分析

以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年三年连审审计报告，公司各期财务报表均采用新会计准则编制。截至2017年末，公司共有20家子公司纳入合并报表。

资本结构

近年来，随着公司经营规模的逐步扩大，公司总资产规模持续增长。2015~2017年末，公司总资产分别为54.95亿元、67.87亿元和76.92亿元，年均复合增长率为18.32%。

从资产构成来看，2015~2017年末，公司流动资产占总资产比重分别为71.20%、74.76%和76.44%。截至2017年末，公司流动资产为58.80亿元，主要由货币资金、其他应收款和存货构成，三个科目占流动资产的比重分别为4.12%、15.27%和78.79%。2015~2017年末，公司货币资金分别为2.88亿元、2.54亿元和2.42亿元，呈逐年下降的趋势，主要由银行存款构成，其中2017年末受限货币资金为0.70亿元。同期，公司其他应收款分别为4.65亿元、7.96亿元和8.98亿元，主要应收对象为桐乡市财政局。2015~2017年末，公司存货分别为30.62亿元、39.60亿元和46.33亿元，主要由开发土地和开发成本构成，开发土地主要系前期产生的征地成本、土地平整成本等；开发成本主要系项目建设开发成本；此外，开发产品主要系已完工的经济适用房、道路等项目，土地资产系项目建设用地。截至2017年末，公司存货较2015年末增加6.73亿元，其中，开发土地增加3.00亿元，开发成本中小城市培育提升化工程项目增加2.80亿元。

表7：截至2017年末公司其他应收款前五名情况

单位名称	金额 (亿元)	占其他应收款比例(%)
桐乡市财政局	6.71	74.35
桐乡市新市镇投资开发有限公司	0.55	6.15
桐乡市崇福镇城镇工业区	0.43	4.8
桐乡市崇福新市镇开发建设有限公司	0.21	2.32
桐乡市崇福镇星火股份经济合作社	0.20	2.22
合计	8.10	89.84

资料来源：财务报告

2015~2017年末，公司非流动资产占总资产比例分别为28.80%、25.24%和23.56%。截至2017年末，公司非流动资产为18.12亿元，主要由投资性房地产和固定资产构成。2015~2017年末，公司投资性房地产分别为11.69亿元、11.91亿元和12.14亿元，由房屋建筑物构成，呈逐年递增的趋势。同期，公司固定资产分别为3.78亿元、4.16亿元和

4.57 亿元，主要系子公司桐乡市崇福公益事业投资开发有限公司下属的公房，由桐乡国资办无偿划入。

随着项目建设进程的推进，公司负债规模逐年扩大，2015~2017 年末，公司总负债分别为 29.37 亿元、36.65 亿元和 42.54 亿元，年均复合增长率为 20.34%。

从负债构成来看，2015~2017 年末，公司流动负债占比为 49.21%、26.42% 和 27.07%，有所波动。截至 2017 年末，公司流动负债为 11.51 亿元，主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2015~2017 年末，公司短期借款分别为 1.99 亿元、2.16 亿元和 2.52 亿元，主要由保证借款构成。同期，公司其他应付款分别为 9.12 亿元、3.44 亿元和 1.59 亿元，主要系公司与桐乡市相关政府单位的往来款及保证金，随着往来款陆续结清而逐年减少。2015~2017 年末，公司一年内到期的非流动负债分别为 2.54 亿元、3.24 亿元和 6.30 亿元，均由一年内到期的长期借款构成。

表 8：截至 2017 年末公司其他应付款前五名情况

单位名称	金额 (亿元)	占其他应付 款比例 (%)
崇福镇南阳股份经济合作社	0.41	25.51
桐乡市崇福镇城市股份经济合作社	0.35	22.22
桐乡市城市建设投资有限公司	0.30	18.85
浙江景华建设有限公司	0.26	16.34
桐乡市住房和城乡规划建设局	0.14	8.91
合计	1.46	91.83

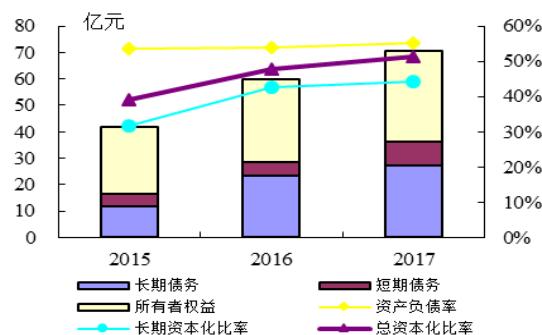
资料来源：财务报告

2015~2017 年末，公司非流动负债占比为 50.79%、73.58% 和 72.93%。截至 2017 年末，公司非流动负债余额为 31.02 亿元，主要由长期借款构成。2015~2017 年末，公司长期借款分别为 11.90 亿元、22.09 亿元和 26.04 亿元。截至 2017 年末，公司长期借款主要由抵押借款、保证借款、质押保证借款和保证抵押借款构成，同期，公司抵押借款为 1.84 亿元。

所有者权益方面，2015~2017 年末，公司所有者权益合计分别为 25.58 亿元、31.21 亿元和 34.38 亿元，呈逐年递增的趋势。2015~2017 年末，公司实收资本均为 1.00 亿元，系由桐乡国资办出资。同

期，公司资本公积分别为 14.18 亿元、18.44 亿元和 19.82 亿元。截至 2016 年末，公司资本公积较上年末增加 4.27 亿元，主要系子公司收到地方政府债券置换资金计入资本公积所致。截至 2017 年末，公司资本公积较上年末增加 1.38 亿元，主要系子公司收到地方政府债券资金及财政资产拨入所致。

图 4：2015~2017 年末公司资本结构情况

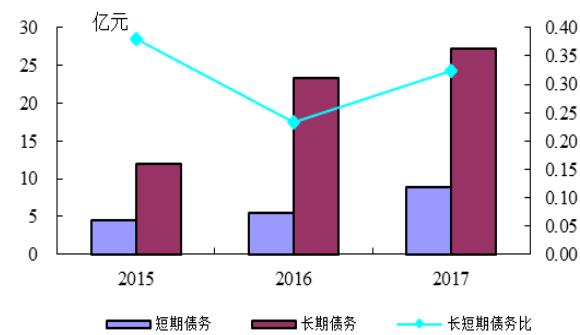


资料来源：公司财务报告

2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 53.45%、54.01% 和 55.30%；同期，总资本化比率分别为 39.10%、47.89% 和 51.17%。近年来，公司资产负债率和总资本化比率均呈小幅增长趋势。

2015~2017 年末，公司总债务规模分别为 16.42 亿元、28.69 亿元和 36.03 亿元。从债务构成来看，2015~2017 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.38 倍、0.23 倍和 0.32 倍。公司以长期债务为主的债务结构可以分散公司短期内的偿债压力，同时符合项目建设周期长、资金投入量大、需要长期占用资金的业务模式。

图 5：2015~2017 年末公司债务结构情况



资料来源：公司财务报告

总体来看，随着公司项目建设的加快，公司的资产规模进一步扩大。与此同时，公司的债务规模也有所扩张。公司以长期债务为主的债务结构符合

公司的业务模式，同时也有助于降低公司的流动性风险。但中诚信证评也关注到随着建设力度的加大，公司未来存在一定的偿债压力。

盈利能力

2015~2017 年，公司分别实现营业总收入 4.38 亿元、3.59 亿元和 3.62 亿元。公司收入主要来源于基础设施代建业务、土地开发业务和租赁业务。分业务板块来看，2015~2017 年，公司土地开发收入分别为 3.56 亿元、0.18 亿元和 1.01 亿元，2016 年土地开发收入大幅下降，主要系受政府土地调控及

出让计划影响所致。2016~2017 年，公司受托项目建设结算收入为 2.83 亿元和 1.87 亿元，主要系公司当年结算完工工程。

毛利率方面，2015~2017 年，公司的营业毛利率分别为 43.99%、18.17% 和 26.04%，呈现波动趋势。2016 年，公司毛利率下降 25.83 个百分点，主要系公司当年收入占比较大的委托代建业务毛利率较低所致。2017 年，公司毛利率回升 7.87 个百分点，主要系当年公司毛利率较高的土地开发业务收入占比较高。

表 9：2015~2017 年公司营业总收入和毛利率情况（万元、%）

项目名称	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发	35,580.84	42.66	1,782.00	86.57	10,122.98	48.33
装卸收入	2.00	-50.00	9.22	89.16	212.24	-188.87
受托项目建设结算	--	--	28,323.33	4.76	18,678.05	4.76
房屋销售	3,084.52	4.96	472.62	35.85	3,229.52	39.40
租赁服务	3,880.41	94.36	4,060.84	90.21	3,343.07	91.21
绿化收入	744.24	7.51	929.45	4.07	563.57	-45.59
其他收入	556.12	43.78	312.24	-80.27	88.02	-10.74
合计/综合	43,848.13	43.99	35,889.71	18.17	36,237.44	26.04

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2015~2017 年，公司三费合计分别为 0.28 亿元、0.38 亿元和 0.45 亿元，呈递增的趋势。公司大部分利息支出已进行资本化处理，财务费用较低，期间费用主要以管理费用为主。2015~2017 年，公司管理费用分别为 0.18 亿元、0.29 亿元和 0.32 亿元。2015~2017 年，公司三费收入占比分别为 6.48%、10.56% 和 12.32%，呈逐年增长趋势，但仍处于合理水平，公司对三费控制能力较强。

表 10：2015~2017 年公司期间费用情况

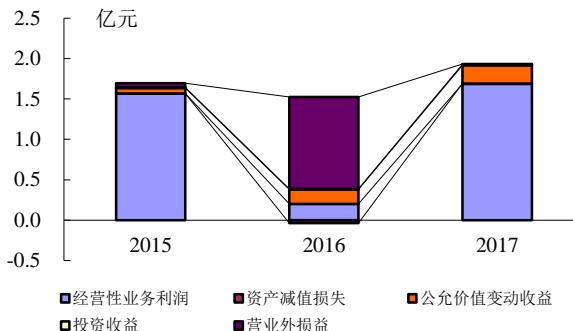
项目名称	2015	2016	2017
销售费用（亿元）	0.03	0.03	0.02
管理费用（亿元）	0.18	0.29	0.32
财务费用（亿元）	0.07	0.06	0.10
三费合计（亿元）	0.28	0.38	0.45
营业收入（亿元）	4.38	3.59	3.62
三费收入占比（%）	6.48	10.56	12.32

资料来源：公司财务报告

从利润总额构成来看，2015~2017 年，公司利润总额分别为 1.70 亿元、1.49 亿元和 1.93 亿元，主要来自于经营性业务利润、营业外损益和公允价值变动损益。2015~2017 年，公司经营性业务利润

分别为 1.57 亿元、0.20 亿元和 1.69 亿元。2016 年，公司经营性业务利润大幅下降，主要系营业收入下降和代建业务毛利率较低所致。2017 年公司经营性业务利润大幅提升，主要由于会计政策变更，公司将与企业日常生产经营活动相关的政府补助 1.25 亿元计入“其他收益”科目核算导致。2015~2017 年，公司营业外损益分别为 0.05 亿元、1.14 亿元和 0.002 亿元，其中 2015~2016 年主要由政府补助构成。此外，公司按公允价值计量的投资性房地产每年会产生少量的公允价值变动收益。

图 6：2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，近三年公司的营业总收入主要来源于代建业务、土地开发业务和租赁业务。利润来源于经营性业务利润和政府补助，2016年以来公司利润对政府补助依赖较大。

偿债能力

从长期偿债能力指标来看，由于近年来公司加大建设力度及融资力度，公司总债务规模持续增加，2015~2017年末，公司总债务分别为16.42亿元、28.69亿元和36.03亿元。2015~2017年，公司EBITDA分别为1.80亿元、1.65亿元和2.17亿元；同期，公司总债务/EBITDA分别为9.13倍、17.39倍和16.64倍，EBITDA对总债务的覆盖能力较弱；同期，公司EBITDA利息保障系数分别为2.01倍、1.25倍和1.46倍，EBITDA能够对利息支出形成有效覆盖，但呈现波动趋势。2015~2017年，公司经营活动净现金流均呈净流出状态，无法对债务本息形成有效覆盖。

表 11：2015~2017年公司偿债能力指标

项目名称	2015	2016	2017
短期债务（亿元）	4.53	5.41	8.82
长期债务（亿元）	11.90	23.28	27.21
总债务（亿元）	16.42	28.69	36.03
货币资金（亿元）	2.88	2.54	2.42
经营活动净现金流（亿元）	-3.13	-16.88	-6.17
EBITDA（亿元）	1.80	1.65	2.17
总债务/EBITDA（X）	9.13	17.39	16.64
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.19	-0.59	-0.17
EBITDA利息保障系数（X）	2.01	1.25	1.46
经营活动净现金流利息保障系数（X）	-3.50	-12.83	-4.17

资料来源：公司财务报告

截至2017年末，公司共收到政府债务置换资金7.70亿元，计入资本公积，已全部完成置换。同期，公司总债务中无政府性债务。

从债务到期分布来看，2018~2021年公司待偿还的到期债务金额分别为8.82亿元、7.74亿元和6.69亿元，公司未来三年到期债务分布较为均匀。

表 12：截至2017年末公司债务到期情况（亿元）

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年及以后
到期本金	8.82	7.74	6.69	3.83	8.96

资料来源：公司提供

或有负债方面，截至2017年末，公司对外担

保总额为1.25亿元，占净资产的3.64%，公司对外担保金额较小，或有负债风险可控。

表 13：截至2017年末公司对外担保情况（万元）

被担保方	担保金额	到期日
桐乡市洲泉工业区开发有限公司	4,500.00	2018年6月7日
桐乡市石门湾现代农业示范区投资开发有限公司	8,000.00	2018年8月1日
中节能（桐乡）环保科技有限公司	20.00	2021年11月9日
合计	12,520.00	--

资料来源：公司财务报告

受限资产方面，截至2017年末，公司受限资产包括货币资金、存货、投资性房地产和固定资产，均用于借款抵质押，受限资产账面价值总计为9.79亿元，占公司总资产的12.71%。

表 14：截至2017年末受限资产情况（亿元）

科目	账面价值
货币资金	0.70
存货	0.19
投资性房地产	7.80
固定资产	1.10
合计	9.79

资料来源：公司财务报告

截至2017年末，公司在多家银行共取得授信额度44.10亿元，其中，尚未使用的额度为9.24亿元，可在一定程度上满足公司资本支出的需求，公司流动性支持一般。

桐乡市良好的区域经济环境，桐乡崇福小城市培育也在稳步推进过程中，为公司提供了良好的外部环境；政府扶持政策有利于公司未来的发展；同时公司获现能力较强，中诚信证评肯定了上述因素对公司信用状况的良好支撑。同时，中诚信证评关注到公司收入结构具有一定不稳定性；公司存在一定的资本支出压力；经营活动净现金流持续为负以及公司债务规模持续增长等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

结 论

综上，中诚信证评评定桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司的主体信用等级为AA，评级展望为稳定；评定“2018年桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司公司债券”债项的信用等级为AA。

关于2018年桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日起（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级的权利。

同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

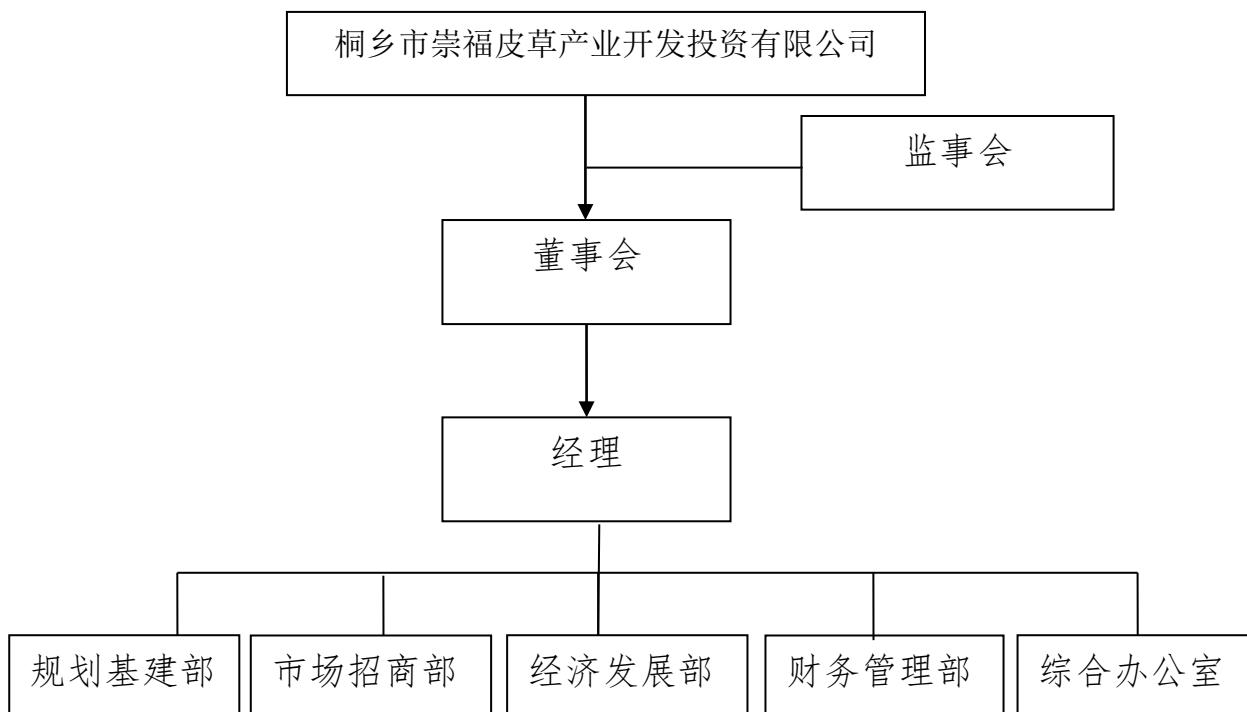
附一：桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



注：1、公司直接持有桐乡市崇福皮毛市场有限公司 37% 股权，桐乡市城市建设投资有限公司持有桐乡市崇福皮毛市场有限公司 35% 的股权，桐乡市城市建设投资有限公司与公司为一致行动人，委托公司行使表决权，合计持有桐乡市崇福皮毛市场有限公司 72% 股权，故将桐乡市崇福皮毛市场有限公司纳入合并范围。2、公司直接持有桐乡市建筑装饰材料有限公司 20.75% 股权，桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司持有桐乡市建筑装饰材料有限公司 33.60% 的股权，桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司与公司为一致行动人，委托公司行使表决权，合计持有桐乡市建筑装饰材料有限公司 54.35% 股权，故将桐乡市建筑装饰材料有限公司纳入合并范围。

资料来源：公司提供

附二：桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附三：桐乡市崇福皮草产业开发投资有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	28,823.04	25,404.12	24,229.74
应收账款	237.28	119.28	2,826.28
其他应收款	46,515.55	79,630.47	89,800.10
存货	306,210.89	395,992.31	463,298.71
可供出售金融资产	1,000.00	1,000.00	1,000.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00
在建工程	2,495.09	9,415.51	12,936.61
无形资产	0.00	0.00	1.90
总资产	549,489.09	678,664.83	769,205.85
其他应付款	91,197.70	34,421.32	15,911.80
短期债务	45,265.00	54,060.00	88,170.00
长期债务	118,950.00	232,800.00	272,108.71
总债务	164,215.00	286,860.00	360,278.71
总负债	293,724.68	366,545.01	425,360.61
费用化利息支出	767.18	614.25	1,077.14
资本化利息支出	8,175.84	12,542.70	13,721.83
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
少数股东权益	59,776.54	61,520.27	63,383.07
所有者权益合计	255,764.41	312,119.83	343,845.25
营业总收入	43,848.13	35,889.71	36,237.44
经营性业务利润	15,710.27	2,021.97	16,888.53
投资收益	56.72	81.36	130.23
营业外收入	647.91	11,422.80	49.18
净利润	16,393.50	14,015.90	18,244.87
EBIT	17,744.23	15,504.90	20,422.45
EBITDA	17,992.94	16,498.04	21,654.78
销售商品、提供劳务收到的现金	48,296.84	35,808.78	48,672.71
收到其他与经营活动有关的现金	77,494.63	105,395.60	136,241.90
购买商品、接受劳务支付的现金	81,345.92	161,190.39	106,294.29
支付其他与经营活动有关的现金	73,889.50	146,974.00	138,383.72
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00
资本支出	2,921.03	8,858.68	7,883.74
经营活动产生现金净流量	-31,288.43	-168,790.37	-61,678.83
投资活动产生现金净流量	-5,564.31	-8,772.65	-9,432.20
筹资活动产生现金净流量	27,593.00	172,644.09	64,436.65

财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率 (%)	43.99	18.17	26.04
三费收入比 (%)	6.48	10.56	12.32
应收类款项/总资产 (%)	8.51	11.75	12.04
收现比 (X)	1.10	1.00	1.34
总资产收益率 (%)	3.75	2.52	2.82
流动比率 (X)	2.71	5.24	5.11
速动比率 (X)	0.59	1.15	1.08
资产负债率 (%)	53.45	54.01	55.30
总资本化比率 (%)	39.10	47.89	51.17
长短期债务比 (X)	0.38	0.23	0.32
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.19	-0.59	-0.17
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-0.69	-3.12	-0.70
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-3.50	-12.83	-4.17
总债务/EBITDA (X)	9.13	17.39	16.64
EBITDA/短期债务 (X)	0.40	0.31	0.25
货币资金/短期债务 (X)	0.64	0.47	0.27
EBITDA 利息倍数 (X)	2.01	1.25	1.46

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信证评债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务。

附四：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益合计)

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA利息倍数=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
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。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。