

2019 年桐乡市工业发展投资有限公司

双创孵化专项债券（第二期）

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

# 概述

编号: 【新世纪债评(2019)010477】

**评级对象:** 2019年桐乡市工业发展投资有限公司双创孵化专项债券(第二期)

**主体信用等级:** AA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AA<sup>+</sup>

**评级时间:** 2019年5月15日

**计划发行:** 不超过12.00亿元

**本期发行:** 5.00亿元

**发行目的:** 用于乌镇互联网众创空间项目建设及补充流动资金

**存续期限:** 7年

**偿还方式:** 利息按年支付, 债券存续期第3-7年末分别偿付20%的本金

**增级安排:** 由桐乡市城市建设投资有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

## 主要财务数据及指标

项目	2016年	2017年	2018年
金额单位: 人民币亿元			
<b>母公司数据:</b>			
货币资金	0.43	3.64	0.91
刚性债务	4.85	1.85	3.22
所有者权益	27.11	31.96	33.39
经营性现金净流入量	-2.58	3.08	-3.00
<b>合并数据及指标:</b>			
总资产	54.39	68.86	74.66
总负债	21.12	30.47	33.71
刚性债务	18.07	22.07	23.39
所有者权益	33.27	38.38	40.95
营业收入	4.65	4.17	3.86
净利润	1.38	1.24	1.07
经营性现金净流入量	-3.53	-3.03	-5.02
EBITDA	1.48	1.37	1.30
资产负债率[%]	38.84	44.26	45.15
长短期债务比[%]	2834.22	1431.24	523.60
权益资本与刚性债务比率[%]	184.07	173.89	175.07
流动比率[%]	6681.04	3054.82	1193.61
现金比率[%]	453.69	525.04	116.57
利息保障倍数[倍]	0.84	0.77	0.76
EBITDA/利息支出[倍]	0.88	0.83	0.83
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.07	0.06
<b>担保人数据(合并口径):</b>			
所有者权益合计	109.29	113.78	127.34
权益资本与刚性债务余额比率[%]	110.70	115.55	131.77
担保比率[%]	20.31	18.77	11.37

注: 发行人数据根据桐乡工投经审计的2016-2018年度财务数据整理、计算; 担保人数据根据桐乡城投经审计的2016-2018年度财务数据整理、计算。

## 分析师

张雪宜 zxy@shxsj.com  
李娟 lijuan@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F  
<http://www.shxsj.com>

## 评级观点

### ➤ 主要优势:

- **良好的外部环境。**桐乡市经济持续增长,桐乡经开区承担着桐乡市招商引资的主要职责,发展潜力较大,可为桐乡工投发展提供较好的外部环境。
- **业务区域专营优势明显。**桐乡工投业务以桐乡经开区开发建设为核心,区域专营优势明显;且作为桐乡市人民政府重点构建的综合性城市建设运营主体之一,在资产划拨、政府补贴等方面可得到地方政府的有力支持。
- **资本实力不断增强。**得益于政府资产划拨、股东增资及自身经营积累,桐乡工投资本实力持续增强,负债经营程度尚处于适中水平。
- **担保增信。**本期债券由桐乡城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,有助于进一步提升偿付安全性。

### ➤ 主要风险:

- **资产流动性一般。**桐乡工投资产以应收款项和存货为主,资金被占用规模较大,款项收回时点及业务资金回笼进度存在不确定性,资产流动性一般。
- **资本支出压力。**由于桐乡经开区开发建设的需要,桐乡工投在建及拟建项目仍有相对较大规模的投入计划,面临一定的资本支出压力。
- **担保代偿风险。**桐乡工投对外担保规模较大,存在一定的担保代偿风险。
- **募投项目收益存在不确定性。**本期债券募投项目完工时点存在一定不确定性,且未来收益对区域后续招商情况依赖较大。

## ➤ 未来展望

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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 2019 年桐乡市工业发展投资有限公司

### 双创孵化专项债券（第二期）

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

桐乡市工业发展投资有限公司（以下简称“桐乡工投”、“该公司”或“公司”）前身为“桐乡市外商（台商）投资区基础设施建设有限公司”，系由桐乡市国有资产投资经营有限公司（以下简称“桐乡国有资产管理公司”）和桐乡市经济技术开发总公司（以下简称“桐乡经开总公司”）于 2001 年 9 月分别出资 0.10 亿元和 0.20 亿元成立，初始注册资本为 0.30 亿元。2007 年 6 月，桐乡国有资产管理公司更名为桐乡市城市建设投资有限公司（以下简称“桐乡城投”）。2008 年 8 月，公司更名为现名。2008 年 11 月，桐乡经开总公司将其所持公司的 66.67% 的股权转让给桐乡城投；2011 年 12 月，桐乡城投将其所持公司的 100% 股权转让给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”）；2017 年 9 月，桐乡国资办以货币形式增资 5.20 亿元，增资款已逐步到位，截至 2018 年末，公司注册资本及实收资本均为 5.50 亿元，桐乡国资办是公司唯一的股东，公司实际控制人为桐乡市人民政府。

该公司是桐乡市人民政府重点构建的综合性城市建设运营主体，主要负责桐乡经济开发区（以下简称“桐乡经开区”或“经开区”）范围内的土地一级开发、工程委托代建及相关配套资产的建设、经营管理等。

### 2. 债项概况

#### （1）债券条款

2018 年 12 月，该公司获得国家发展和改革委员会发改企业债券〔2018〕219 号文件批复，同意发行不超过 12.00 亿元的双创孵化专项债券；公司已于 2019 年 3 月发行了 7.00 亿元的“19 桐乡双创债 01”。本期债券拟发行金额为 5.00 亿元，期限为 7 年，其中 2.50 亿元用于中国乌镇互联网产业园众创空间项目，2.50 亿元用于补充营运资金。

**图表 1. 拟发行的本期债券概况**

<b>债券名称:</b>	2019 年桐乡市工业发展投资有限公司双创孵化专项债券（第二期）
<b>总发行规模:</b>	不超过 12.00 亿元人民币
<b>本期发行规模:</b>	5.00 亿元人民币
<b>本期债券期限:</b>	7 年
<b>债券利率:</b>	固定利率
<b>定价方式:</b>	按面值发行
<b>偿还方式:</b>	每年付息一次，同时设置提前偿付条款，自本期债券存续期第 3 年末起，逐年分别兑付债券本金的 20%，最后五期利息随本金一起支付
<b>增级安排:</b>	由桐乡市城市建设投资有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

资料来源：桐乡工投

## (2) 募集资金用途

该公司本期拟发行债券规模为 5.00 亿元，其中 2.50 亿元用于中国乌镇互联网产业园众创空间项目，2.50 亿元用于补充营运资金，以满足公司在日常经营中的营运资金需求，缓解流动资金压力，更好地推动公司经营活动的顺利开展。

为了充分发挥世界互联网大会红利、大力发展互联网经济、推动互联网创业创新，桐乡市政府计划打造乌镇互联网众创空间项目，并将其建设成以“创新发展、混合高效、绿色生态”为核心的国家级互联网试验区的先导产业区，发展成为具有乌镇特色的集互联网产业设计研发、创新企业孵化、品牌企业创建等诸多功能为一体的中国互联网产业特区。

乌镇互联网众创空间项目共分为创业中心、互联网产业孵化园 A、B 区域和互联网企业服务中心四个建设区域，项目总建设用地面积为 15.46 万平方米，计划投资总额为 11.06 亿元，建设期为 2 年，经营期为 20 年，其中，创业中心建设用地面积为 4.82 万平方米，共分为互联网创业园、互联网企业孵化器、互联网创业展厅、电子商务区及商业配套区五大区域，规划建筑面积 14.35 万平方米，其中电子商务用房部分 1.03 万平方米将公开对外销售，剩余部分对外出租，另包括地上、地下停车场车位共计 1130 个；互联网产业孵化园 A 区块建设用地面积为 6.14 万平方米，规划建筑面积 6.67 万平方米，其中除 270 平方米物管用房后，其余 6.65 万平方米全部用于出租；互联网产业孵化园 B 区块建设用地面积为 2.91 万平方米，规划建设大型生产企业厂房，建筑面积 1.69 万平方米；互联网企业服务中心建设用地面积为 1.60 万平方米，建筑面积 4.16 万平方米，规划建造公寓服务用房 2.80 万平方米、配套商业服务用房 0.46 万平方米、地上、地下停车场车位共计 326 个。截至 2019 年 3 月末，乌镇互联网众创空间项目已完成投资 0.89 亿元。

根据浙江勋达工程咨询有限公司出具的《中国·乌镇互联网产业园众创空间项目可行性研究报告》，乌镇互联网众创空间项目收益来源于各区块的出租收益以及部分电子商务用房销售所产生的收益。其中，可供出售的电子商务用房建筑面积为 1.03 万平方米，预计项目完工后两年内可销售完成，实现销售收入

入 2.06 亿元；可供出租的资产面积合计为 21.28 万平方米，包括创业展厅、互联网产业孵化园、商业配套用房、公寓服务用房等，预计经营期前 1-4 年可分别实现租赁收入 0.99 亿元、1.07 亿元、1.15 亿元和 1.23 亿元，第 5 年及以后年度，每年可实现租赁收入 1.23 元；物业管理方面，该项目在经营期前 1-4 年预计可分别实现物业管理收入 598.42 万元、657.75 万元、655.41 万元和 714.74 万元，第 5 年及以后年度，每年预计可形成收入 714.74 万元；在停车费收入方面，该项目将形成可收费的地上、地下停车场共计 2.20 万平方米，共计车位 1456 个，预计经营期内每年可实现停车费收入 0.19 亿元。此外，通过提供咨询和培训服务、信息服务、技术支持服务、投融资环境服务等各项创业服务亦可产生一定收益。

根据《中国乌镇互联网产业园众创空间项目可行性研究报告》，乌镇互联网众创空间项目在运营期 20 年内预计可实现收入合计 31.80 亿元，净收益 25.80 亿元，税后财务内部收益率为 8.67%，项目投资回收期为 11.19 年（含建设期）。在本期债券存续期后 5 年内，该项目预计每年可实现收入 2.29 亿元、2.37 亿元、1.43 亿元、1.51 亿元和 1.51 亿元，累计实现收入 9.11 亿元，净收益 7.53 亿元，可为本期债券偿付提供一定支撑。

### （3）信用增进安排

本期债券由桐乡城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有助于进一步提升偿付安全性。

## 业务

### 1. 外部环境

#### （1）宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币

政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便

利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步推进落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## （2） 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。**43号文**以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。**2017年以来**，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，**2018年下半年**，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重

不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018年末，我国城镇化率为59.58%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或

政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

### （3）区域经济环境

桐乡市是全国县域经济与县域基本竞争力百强县之一，工业及旅游业基础较好，且区位优势较为显著。近年来，依托于世界互联网大会红利效应，桐乡市以互联网为重点的现代服务业实现快速发展；同时，随着产业转型升级的不断深入，全市经济总量保持增长，区域综合实力不断增强。

桐乡市是浙江省嘉兴市下辖的县级市，位于浙江北部杭嘉湖平原腹地，南临海宁市，西毗杭州市余杭区，北界江苏省苏州市，市区距上海市148公里，是连接沪杭城市发展轴的中心节点，区位优势较为显著。目前，桐乡市下辖8个镇、3个街道，全市行政面积为727平方公里；2018年末桐乡市户籍人口为70.13万人。此外，沪昆高速公路、申嘉湖高速公路、沪杭高速、320国道、沪杭铁路客运专线、杭申线、京杭大运河等水陆交通要道贯穿全境，便捷的交通为桐乡与沪杭融合发展提供了较为有利的条件。

桐乡市是浙江省首批小康县（市）之一，是全国县域经济与县域基本竞争

力百强县之一。近年来，桐乡市经济发展态势良好，2016-2018年全市分别实现地区生产总值693.73亿元、802.61亿元和893.51亿元，同比增速分别为6.4%、7.1%和8.2%。2018年，桐乡市第一、二、三次产业分别实现增加值21.76亿元、466.94亿元和404.81亿元，同比增速分别为1.3%、9.5%和7.2%，其中第二产业增加值增速较上年上升2.1个百分点，主要系随着传统制造业转型升级加快推进，当年桐乡市工业企业经济效益有所提升所致；全年规模以上工业企业实现主营业务收入1678.19亿元，同比增长16.4%。同样受此影响，2018年全市三次产业结构比重由上年的3.2:50.6:46.2调整为2.4:52.3:45.3，第二产业增加值占比有所上升。桐乡市固定资产投资对经济增长贡献明显，2018年全市完成固定资产投资<sup>1</sup>395.00亿元，同口径增长8.6%；三次产业投资分别为1.02亿元、138.15亿元和255.82亿元，分别较上年增长-71.9%、-8.2%和22.0%。其中，全市完成工业技术改造投资104.46亿元，占工业投资的比重为75.6%；民间投资、高新技术产业投资、生态环境和公共设施投资、交通运输投资分别同比增长18.5%、57.1%、63.6%和199.2%。同期，全市实现社会消费品零售总额392.74亿元，同比增长8.9%；实现进出口总值426.00亿元，同比增长18.2%。

**图表2. 2016年以来桐乡市主要经济指标及增速<sup>2</sup>（单位：亿元，%）**

	2016年		2017年		2018年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	693.73	6.4	802.61	7.1	893.51	8.2
第一产业增加值	28.20	0.5	25.68	2.2	21.76	1.3
第二产业增加值	331.94	3.4	406.05	7.4	466.94	9.5
第三产业增加值	333.59	10.2	370.89	7.2	404.81	7.2
三次产业结构	4.1:47.8:48.1		3.2:50.6:46.2		2.4:52.3:45.3	
规模以上工业总产值	1352.85	-2.6	1501.16	18.3	1703.53	17.3
固定资产投资额	480.61	12.3	520.81	11.1	395.00	8.6
社会消费品零售总额	327.87	10.9	361.55	10.3	392.74	8.9
进出口总值	281.53	6.7	360.47	28.0	426.00	18.2
城镇居民人均可支配收入（万元）	4.80	7.4	5.21	8.4	5.67	8.9
农村居民人均可支配收入（万元）	2.96	8.3	3.20	8.0	3.49	9.1

资料来源：桐乡市2016-2018年国民经济和社会发展统计公报

桐乡市工业基础较好，是浙江省首批“工业强市”，拥有七大国家级产业名镇<sup>3</sup>，已形成具有桐乡特色的块状经济形态。经过多年发展，桐乡市形成了化学纤维、纺织服装、皮草皮革、建筑材料等特色优势产业，同时，依托世界互联网大会举办地、G60沪杭科创大走廊和环杭州湾“大湾区”建设三大战略机遇，桐乡市新能源、新材料、高端装备制造等新兴产业发展较快，全市已形成新兴产业与特色优势产业并驾齐驱的工业发展格局。2018年，全市实现规模以上工业总产值1703.53亿元，同比增长17.3%；工业经济效益整体实现较快增长，全年实现规模以上利润总额120.74亿元，同比增长19.8%，主导行业中化

<sup>1</sup> 指计划总投资500万元及以上投资项目。

<sup>2</sup> 表中数据增加值绝对数按现价计算，增长速度按可比价计算。

<sup>3</sup> 分别为中国羊毛衫名镇—濮院、中国皮草名镇—崇福、中国化纤名镇—洲泉、中国绢纺织名镇—河山、中国家纺布艺名镇—大麻、中国植绒纺织名镇—屠甸和中国历史文化名镇—乌镇。

学纤维业、非金属矿物制品业、纺织业和计算机、通信和其他电子设备制造业分别实现利润 40.51 亿元、30.45 亿元、12.82 亿元和 9.97 亿元，同比分别增长 27.5%、60.6%、-4.9% 和 14.4%。此外，为加强“工业强市”建设，近年来桐乡市实施“四换三名”、“两改两创”、“两退两进”等工程项目<sup>4</sup>，淘汰落后产能项目，腾退低效用地，传统工业转型升级有序推进，2018 年全市规模以上工业实现新产品产值 814.92 亿元，同比增长 30.4%；新产品产值率为 47.8%，较上年提高 4.8 个百分点。同期，规模以上工业中装备制造业、高新技术产业和战略新兴产业分别实现工业增加值 150.59 亿元、49.80 亿元和 127.79 亿元，分别同比增长 8.5%、14.4% 和 9.3%。

2011 年起，桐乡市全面实施服务业倍增行动计划，加快发展现代服务业，稳步推进服务业集聚区建设。2018 年，桐乡市成功承办第五届世界互联网大会乌镇峰会，成为全国首个获批建设国际互联网数据专用通道的县级城市；并借助峰会红利效应引进互联网项目 296 个，总投资 49.5 亿元，宇视科技全球智能制造基地一期项目顺利投产；成立工业互联网企业联盟，实施“机器换人”项目 502 个，完成投资 127.5 亿元；加快企业上云步伐，新增上云企业 2030 家。同时，依托于世界互联网大会永久举办地效应，桐乡市加快推进以互联网为重点的现代服务业体系建设，乌镇、濮院服务业集聚区分列省级现代服务业集聚示范区综合评价第 8 和第 14 位，入围省文化产业发展专项资金扶持市名单；乌镇互联网产业园先导区一期等 12 个项目列入省服务业重大项目，濮院时尚中心建成运营；积极发展总部经济、楼宇经济，凤凰湖总部基地 5 个项目成功签约，桐昆总部项目开工建设，振石总部大楼投入使用。此外，旅游业是桐乡市传统优势产业，已连续五年获得“浙江省旅游发展十佳县市”；目前，桐乡市拥有国家 A 级景区 24 个，其中 5A 级景区 1 个（乌镇）。2018 年，桐乡市共接待游客 2286.57 万人次，较上年增长 12.6%；实现旅游总收入 281.68 亿元，同比增长 15.4%。

房地产市场方面，2016-2018 年，桐乡市房地产开发投资额分别为 78.56 亿元、112.85 亿元和 175.36 亿元，同比分别增长 12.3%、43.6% 和 55.4%；近年来，在一系列房地产利好政策的叠加及沪嘉同城房地产市场行情的刺激下，桐乡市房地产市场景气度不断提升，房地产开发投资额保持快速增长。2018 年，桐乡市完成房地产施工面积 866.90 万平方米，同比增长 14.9%；竣工面积 180.71 万平方米，同比增长 55.0%。同期，随着房地产调控政策趋严，外来投资性需求有所减少，2018 年桐乡市房地产销售市场有所降温，但整体仍较好；全年全市商品房销售面积为 154.00 万平方米，较上年下降 11.0%；实现商品房销售额 203.53 亿元，同比增长 10.3%；2018 年末，全市待售面积 42.28 万平方米，同比增长 12.1%。

从土地出让情况来看，近年来持续高涨的房地产市场行情及良好的招商引

<sup>4</sup> “四换三名”即推进腾笼换鸟，发展高附加值、低能耗、低污染产业；推进机器换人，实现减员增效；推进空间换地，实现节约土地；推进电商换市，发展电子商务。着力培养知名企业、知名品牌、知名企业家。“两改两创”即加快技术改造、股份制改造、品牌创新和管理创新；“两退两进”即“退低进高”、“退二进三”。

资情况助推桐乡市土地成交量持续增长，2016-2018 年全市土地成交面积分别为 258.48 万平方米、332.47 万平方米和 367.06 万平方米；但受价格较高的住宅用地成交量影响，土地成交总价呈现波动态势，近三年土地成交总价分别为 61.27 亿元、139.68 亿元和 87.49 亿元，其中 2018 年较上年下降 37.36%，主要系当年出让土地中价格较高的住宅用地面积有所下降所致。

**图表 3. 2016 年以来桐乡市土地供应及出让情况**

项目	2016 年	2017 年	2018 年
供应土地数量（宗）	102	160	127
供应土地面积（万平方米）	266.83	350.54	380.56
成交土地数量（宗）	99	147	119
成交土地面积（万平方米）	258.48	332.47	367.06
成交总价（亿元）	61.27	139.68	87.49
溢价率（%）	53.76	75.08	30.57

资料来源：中指指数

**2017 年 8 月，原桐乡经开区与高桥街道实现“区街合一”，桐乡经开区（高桥街道）仍承担着桐乡市招商引资的主要职责，已形成特色优势产业和新兴产业并驾齐驱的发展格局。近年来，桐乡经开区（高桥街道）招商引资情况良好，经济实现较快发展。**

桐乡经开区成立于 1992 年 7 月，1993 年 11 月经浙江省人民政府批准成为首批省级经济开发区之一，2016 年其综合实力跻身省级开发区前三位并被评为“先进省级经济开发区”。经开区规划面积为 85 平方公里，现已完成开发 28.53 平方公里。经开区位于桐乡市南部，地处上海一小时经济圈和杭州半小时经济圈范围内，拥有高速、高铁“双门户”，交通便利。2017 年 8 月，高桥镇建制撤销并设立高桥街道，同时，桐乡经开区和高桥街道实施“区街合一”、以区为主的管理体制；至此，桐乡经开区（高桥街道）<sup>5</sup>区域面积达 93.31 平方公里。

原桐乡经开区承担着桐乡市招商引资的主要职责，由新能源产业园、新材料产业园、智能装备产业园、中国乌镇互联网产业园 4 个功能园区构成；目前已形成复合新材料、纺织新材料等特色优势产业和智能制造、电子信息等新兴产业并驾齐驱的发展格局。高桥街道（原高桥镇）地方工业以包装、皮革等传统产业为主，同时大力发展生物技术、新能源、装备制造等新兴产业。实施“区街合一”后，桐乡经开区将进一步接轨沪杭，融入大湾区和“G60 科技走廊”建设；在产业布局上，经开区将继续围绕以汽车汽配为主的高端装备制造业、新材料新能源及现代服务业等几大重点产业，大力实施产业链的衔接、补链和强链；同时，积极推进平安创新园<sup>6</sup>、互联网产业园等园中园建设。2018 年，经开区加大招商引资力度，新签内外资项目 26 个，引进世界 500 强项目 2 个，

<sup>5</sup> 如未特殊注明，以下“桐乡经开区”或“经开区”均指合并后的桐乡经开区（高桥街道）。

<sup>6</sup> 平安创新园系由平安集团投资的“平安养生养老综合服务社区”项目，位于高桥街道（原高桥镇）和乌镇，项目总投资为 170 亿元，总建筑面积约 150 万平方米。

总投资超亿美元及 10 亿元项目 6 个；新增规模以上工业企业 30 家，规模以上服务业企业 13 家；此外，2018 年经开区 40 个市级重点项目全部开工建设，完成投资 60.5 亿元；巨石智能制造等 8 个项目成功入选省级重大产业项目。

桐乡经开区以发展成为先进制造业集聚区、创新驱动示范区、产城融合新城区为目标，近年来经济实现快速发展。2016-2018 年，全区分别实现地区生产总值 71.37 亿元、117.50 亿元和 158.60 亿元，得益于“区街合一”及入驻企业规模效应的体现，近两年经开区经济总量实现较大幅提升，2017-2018 年地区生产总值分别同比增长 18.0% 和 11.2%。近三年，全区分别实现工业增加值 93.17 亿元、115.18 亿元和 140.28 亿元，其中 2018 年实现规模以上工业增加值 89.87 亿元。随着经开区入驻企业税收效应的逐步显现，2018 年全区企业实缴税金实现大幅提升，当年入驻企业实缴税金为 31.53 亿元，同比增长 72.48%；纳税企业主要集中在新能源、化学纤维、建筑业、新材料等行业，其中前五大超亿元纳税主体巨石集团、巨匠集团、巨成置业、恒盛化纤和华友钴业合计缴纳税金 10.08 亿元，占当年经开区入驻企业实缴税金的比重约为 31.97%。桐乡经开区固定资产投资以工业投资为主，2018 年全区完成固定资产投资 80.19 亿元，其中工业投资为 52.02 亿元。

**图表 4. 2016-2018 年桐乡经开区主要经济指标**

	2016 年	2017 年	2018 年
地区生产总值（亿元）	71.37	117.50	158.60
地区生产总值增速（%）	--	18.0	11.2
工业增加值（亿元）	93.17	115.18	140.28
其中：规模以上工业增加值	72.90	85.00	89.87
工业生产性投入（亿元）	38.10	54.00	52.02
企业实缴税金（亿元）	16.48	18.28	31.53
固定资产投资（亿元）	51.37	89.20	80.19
其中：工业投资	38.10	53.98	52.02
进出口（亿美元）	16.26	23.55	--
其中：出口	11.34	14.75	17.31

资料来源：桐乡工投

## 2. 业务运营

该公司以桐乡经开区的开发建设为核心业务，目前其收入主要来源于一级土地开发和工程委托代建业务；但收入实现和资金回笼进度受经开区招商引资、开发计划及土地出让情况等因素影响，存在一定的不确定性。此外，由于经开区开发建设的需要，公司在建及拟建项目仍有相对较大规模的投入计划，未来面临一定的资本支出压力。

该公司是桐乡市人民政府重点构建的综合性投资和建设主体，以桐乡经开区的开发建设为核心业务。受桐乡经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）委托，经开区范围内的四个功能产业区的一级土地开发、工程代建

业务均由公司本部及子公司承接，项目所需资金主要依赖于外部筹资。2017年8月，经开区与高桥街道实现“区街合一”，目前，公司的业务范围仍集中在原经开区。

2016-2018年，该公司分别实现营业收入4.65亿元、4.17亿元和3.86亿元，其中，一级土地开发和委托代建业务收入合计占比均在90%以上，是公司业务收入和盈利的主要来源。此外，公司还承担经开区范围内的安置房建设和经营、代收水电费等其他业务，但由于其他业务规模较小，目前对公司盈利贡献有限。2016-2018年，公司在一级土地开发、工程代建业务方面收到的经开区管委会支付的项目回款分别为3.72亿元、4.39亿元和2.51亿元，截至2018年末，公司尚未收回的项目回购款为2.84亿元，款项回收进度主要受经开区土地出让情况影响。

**图表5. 2016年以来公司营业收入构成及毛利率情况**

业务类型	2016年		2017年		2018年	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
<b>营业收入</b>	<b>4.65</b>	<b>100.00</b>	<b>4.17</b>	<b>100.00</b>	<b>3.86</b>	<b>100.00</b>
一级土地开发	3.45	74.17	3.38	81.22	3.45	89.29
委托代建业务	1.18	25.45	0.75	17.99	0.22	5.68
其他业务	0.02	0.37	0.03	0.79	0.19	5.03
<b>毛利率</b>	<b>4.90</b>		<b>5.31</b>		<b>6.46</b>	
一级土地开发	4.76		4.76		4.76	
委托代建业务	4.76		4.76		4.76	
其他业务	42.36		74.42		38.44	

资料来源：桐乡工投

### (1) 一级土地开发

受经开区管委会委托，该公司从事桐乡经开区范围内的一级土地开发，负责征迁、九通一平等工作。截至2018年末，公司累计已投入40.36亿元，共完成25.53平方公里的一级土地开发，已完成开发尚未交付的地块面积为9077亩。根据委托协议，土地一级开发前期所需资金由公司自筹，待完成开发的地块移交至经开区管委会后，公司按照全部成本（含直接成本和间接成本）加成5%确认收入。公司地块交付时点受土地开发进度、经开区土地出让计划等因素影响较大，经开区管委会一般于年末就当年土地交付情况与公司进行结算。

2016-2018年，该公司分别投入3.61亿元、2.80亿元和4.58亿元用于一级土地开发<sup>7</sup>，受征迁进度、经开区招商引资和开发计划等因素影响，公司每年土地研发投入额变动较大；同期，公司分别交付1287.83亩、1000.30亩和885.99亩土地至经开区管委会，分别确认收入3.45亿元、3.38亿元和3.45亿元。

截至2018年末，该公司主要进行新材料产业园一期、二期、三期一级土地开发，计划总投资额为15.00亿元，已投资11.88亿元；其中，新材料产业

<sup>7</sup> 该统计口径包括尚未支付、但已审定的开发成本。

园一期和二期土地一级开发工作已基本完成，尚有部分土地征迁补偿款未支付。公司未来拟进行新材料产业园四期土地一级开发工作，计划投资 8.00 亿元，预计在 5 年内完成征迁工作。

**图表 6. 截至 2018 年末公司土地开发项目情况（单位：亿元，亩）**

在整理土地项目	计划总投资	规划开发土地面积	已投资	已完成开发土地面积	未来投资额		
					2019年	2020年	2021年
新材料产业园一期 <sup>8</sup>	4.00	2957.78	4.21	2957.78	0.10	-	--
新材料产业园二期	7.50	5111.76	5.46	5111.76	0.10	0.50	1.44
新材料产业园三期	3.50	2066.95	2.21	2066.95	0.50	0.50	0.79
<b>合计</b>	<b>15.00</b>	<b>10136.49</b>	<b>11.88</b>	<b>10136.49</b>	<b>0.70</b>	<b>1.00</b>	<b>2.23</b>
拟整理土地项目	计划总投资	规划开发土地面积			建设周期		
新材料产业园四期	8.00	--			5 年		
<b>合计</b>	<b>8.00</b>	<b>--</b>			<b>--</b>		

资料来源：桐乡工投

## (2) 委托代建业务

受经开区管委会委托，该公司承担桐乡经开区范围内的道路、桥梁、管网、绿化等工程的建设，具体代建项目由双方每年以补充协议的方式确认，代建工程前期建设资金由公司自筹。根据委托协议，公司按照项目投资建设进度核算每年实际投资额并确定应收的工程代建费，报经开区管委会审定后，由经开区管委会支付审定的代建费用。实际操作中，公司待项目竣工决算后，按照实际投资额确认营业成本、按照实际投资金额加成 5% 确认收入。截至 2018 年末，公司已完工的委托代建工程项目（包含部分未决算项目）的投入额合计为 5.93 亿元，累计确认收入 3.99 亿元。

截至 2018 年末，该公司正在从事新材料产业园一期、新材料产业园二期、新能源产业园和汽车产业园的道路、桥梁、绿化等代建项目的建设，计划投资总额为 12.50 亿元，累计已投入 10.98 亿元，2019-2020 年计划分别投入 1.42 亿元和 0.10 亿元。此外，公司重点拟建项目主要包括新材料产业园三期和四期的代建工程项目，计划投资额合计为 7.00 亿元。

**图表 7. 截至 2018 年末公司主要在建代建工程情况<sup>9</sup>（单位：亿元）**

项目	计划总投资	已投资额	计划投资额	
			2019 年	2020 年
新材料产业园一期	4.00	3.46	0.54	-
新材料产业园二期	3.00	2.47	0.53	-
新能源产业园	3.50	3.25	0.25	-
汽车产业园	2.00	1.80	0.10	0.10
<b>合计</b>	<b>12.50</b>	<b>10.98</b>	<b>1.42</b>	<b>0.10</b>

资料来源：桐乡工投

<sup>8</sup> 该项目计划投资额为 4.00 亿元，由于征迁成本的增加，累计已投入约 4.21 亿元。

<sup>9</sup> 以下项目投资额仅为工程款部分，不包含征迁投入。

### (3) 其他业务

除一级土地开发和工程委托代建外，该公司还承担安置房建设和经营、代收水电费、房产出租等其他业务。2016-2018 年，公司其他业务收入分别为 174.42 万元、328.56 万元和 1943.63 万元，主要为管网收入、安置房经营收入及房产出租收入。

#### A. 管网建设

受经开区管委会委托，该公司子公司桐乡市畅达现代服务业综合开发有限公司（以下简称“畅达现代”）负责桐乡经开区范围内的管网建设，前期资金由公司自筹，完工后由经开区管委会按照实际投资金额加成 5% 购买，目前暂未有管网项目实现购买，截至 2018 年末，畅达现代管网建设（含在建和已完工）累计已投入 1.14 亿元。随着管网逐渐投入使用，2015 年起，桐乡市申和水务有限公司根据已投入使用的管网实际污水处理量，按照 0.1 元/立方米与畅达现代进行结算；待畅达现代建设的管网全部由经开区管委会购买后，公司将不再享有该部分污水处理费收入。2016-2018 年，双方结算的污水处理量分别为 700.95 万立方米、773.69 万立方米和 879.11 万立方米；同期，畅达现代分别确认收入 70.09 万元、75.11 万元和 82.62 万元。

#### B. 安置房经营

该公司还承担桐乡经开区部分安置房建设工作，安置房所需建设用地均为政府划拨地，前期建设资金均由公司自筹。安置房建好后，公司按照开发成本销售给拆迁户，置换面积超过规定面积的部分则由拆迁户按照市场价格补足差额款，目前不存在置换面积小于规定面积的情况。2016-2018 年，公司分别确认安置房置换收入 69.34 万元、0.00 万元和 567.30 万元。

截至 2018 年末，该公司共获得经开区管委会划拨的用于安置房建设的土地 2.94 万平方米，其中，已完工的安置房面积为 0.54 万平方米，累计投资额为 0.25 亿元。目前，公司主要从事康和家园安置房、新材料产业园安置房一期和二期建设，计划投资总额为 2.26 亿元，截至 2018 年末已完成投资 0.58 亿元。

#### C. 租赁业务

通过自建、外购、政府划拨等方式，该公司持有一部分可供出租的标准厂房和人才公寓，均位于桐乡经开区内。其中，4 幢标准厂房、3 幢人才公寓系公司自建，面积分别为 1.85 万平方米和 2.55 万平方米；根据桐国资办函[2016]26 号，经开区管委会将桐乡经开总公司名下的 7 幢标准厂房无偿划拨给畅达现代，入账价值为 2.74 亿元（含土地资产价值），标准厂房面积合计为 4.40 万平方米。此外，公司外购 6 幢标准厂房用于对外出租，外购标准厂房账面价值合计为 0.30 亿元，面积为 3.00 万平方米。从租赁价格看，为配合经开区招商引资，公司房产租赁价格均低于市场价格，其中，政府无偿划拨的标准厂房出租单价为 15 元/平方米/月，自建的标准厂房出租单价为 30 元/平方米/月，人才公寓出

租单价为 300-500 元/间/月。

该公司上述可供出租的资产暂由经开区管委会统一对外出租，且出租率均达到 100%，但 2017 年之前上述收入未归公司所有，故公司账面无租赁收入；经与经开区管委会协商，2017 年起，公司开始收取部分租金，2017-2018 年，公司分别确认租赁收入 253.45 万元和 793.35 万元。目前，公司仍有部分标准厂房和人才公寓在建，计划投资总额为 2.41 亿元，截至 2018 年末，累计已投入 1.77 亿元。

**图表 8. 截至 2018 年末公司在建的房产项目情况（单位：亿元）**

在建房产	计划投资额	累计已投入	计划投资额		
			2019 年	2020 年	2021 年
同德公寓	1.61	1.21	0.40	--	--
科技园标准厂房 B	0.80	0.56	0.24	--	--
康和家园安置房	0.09	0.12	--	--	--
新材料产业园安置房一期	1.10	0.45	0.65	--	--
新材料产业园安置房二期	1.07	0.01	0.50	0.56	--
<b>合计</b>	<b>4.67</b>	<b>2.35</b>	<b>1.79</b>	<b>0.56</b>	<b>--</b>

资料来源：桐乡工投

此外，该公司在建项目还包括本期债券募投项目中国乌镇互联网产业园众创空间项目，计划总投资 11.06 亿元，截至 2018 年末已完成投资 0.89 亿元；项目建成后将对外出售或出租，在运营期 20 年内预计可实现收入合计 31.80 亿元，净收益 25.80 亿元。

## 管理

该公司控股股东为桐乡国资办，实际控制人为桐乡市人民政府，产权结构清晰。公司已建立相应的法人治理结构和职能部门，并制定了符合现阶段管理目标的各项规章制度，基本能够满足日常经营管理需要。

### 1. 产权关系与公司治理

#### (1) 产权关系

自成立以来，该公司股东多次变更，截至 2018 年末，桐乡国资办是公司唯一的控股股东，实际控制人为桐乡市人民政府。公司产权状况详见附录一。

#### (2) 公司治理

根据《公司章程》，该公司设立董事会和监事会，不设股东会。公司董事会由 5 人组成，其中 4 人为非职工代表董事，由桐乡国资办委派；1 人为职工代表董事，由公司职工代表大会选举产生；董事会设董事长 1 人，由桐乡国资

办从董事会成员中指定；董事每届任期 3 年，任期届满后经委派和选举可连任。公司监事会由 5 人组成，其中 2/3 为非职工代表，由桐乡国资办委派；1/3 为职工代表，由公司职工代表大会选举产生；监事会设主席 1 名，由桐乡国资办从监事会成员中指定。监事每届任期三年，届满后经委派和选举可连任。公司设经理 1 名，由董事会聘任或解聘，经理对董事会负责，可列席董事会会议。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构及模式

该公司根据自身经营管理及业务发展需要，设置了办公室、财务部、征迁科、规划科和工程科，部门设置和职责分工基本能够满足公司日常经营管理需要。同时，公司结合自身工作管理需要，在资金管理、融资管理、投资管理、对外担保等方面均实行了较为规范的制度化管理，上述内部控制制度均适用于子公司。

### (2) 管理制度及水平

在资金管理方面，该公司制定了《资金管理办法》，由财务部对资金支付的合法性、合规性和合理性进行审核，且资金支付须按性质逐级向上审核或审批。其中，单笔资金支付额在 500 万元以下（含 500 万元）的，由总经理审批；单笔资金支付在 500 万元至 5000 万元的，需经董事会审批；单笔资金支付在 5000 万元以上的，需提交公司股东批复。

在融资管理方面，该公司制定了《融资管理办法》，由母公司财务部统一负责公司资金的筹措、管理、协调和监督。公司融资方案由财务部提出，经财务总监审核后，融资额度在董事会授权范围以内的，经总经理办公会讨论后由总经理批准；董事会授权范围以外的，需报董事会批准。

在投资管理方面，该公司制定了《对外投资管理办法》，明确了对外投资项目的运作和与管理程序、对外投资的转让与收回、对外投资的监督与检查等事项，并规定董事会是公司对外投资的决策机构；同时，公司设置投资委员会，由公司总经理、分管副总及相关部门经理组成，负责统筹、协调和组织对外投资项目的分析和研究，为决策提供建议。

在对外担保方面，该公司制定了《对外担保管理办法》，明确公司对外担保需经董事会审议，未经母公司批准，子公司不得对外提供担保、不得互保、不得请外部单位为其担保。此外，公司对外担保原则上要求对方提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力。

### (3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的本部及子公司 2019 年 4 月 29 日《企业信用报告》，公司本部、子公司桐乡市凤鸣两新建设开发有限公司（以下简称“凤鸣两新”）、

桐乡市高新实业有限公司和桐乡市乌镇互联网产业园投资开发有限公司（以下简称“乌镇互联网投资公司”）近五年不存在不良信贷情况，子公司桐乡市经开新材料产业投资开发有限公司于 2017 年 4 月有过一笔欠息，金额为 11.85 万元，系银行系统故障导致利息扣转后系统显示异常所致，交通银行嘉兴桐乡支行对上述事项已出具相关说明。除此之外，公司经营正常，无债务违约情况。

此外，根据 2019 年 5 月 7 日国家企业信用信息公示系统、国家税务总局——重大税收违法案件信息公开栏、中国执行信息公开网、证券期货市场失信记录查询平台查询结果，该公司未存在重大异常情况。

### 3. 发展战略

该公司未来将立足于桐乡市、特别是桐乡经开区的发展，配合经开区“产业兴区、科技强区、环境立区、和谐安区”四大战略，按照经开区整合提升后的产业布局，建设公共配套、生产生活配套、重大绿化节点和标志性景点，提高经开区与大项目配套的承载能力，将其建设成为桐乡市的新兴产业集聚示范区、综合经济功能区和现代化工业新城。

## 财务

受益于政府资产划拨、股东增资及自身经营积累，近三年该公司资本实力保持增长，负债经营程度尚处于适中水平；公司负债偏长期，即期债务偿付压力不大。公司资产以应收款项和存货为主，资金被占用规模较大，且回笼时点存在不确定性，公司长期债务偿付能力主要取决于经开区土地出让及相关款项收回情况。此外，公司对外担保规模较大，存在一定的代偿风险。公司整体毛利率水平较为稳定，但受业务性质限制，其主营业务盈利能力较弱，盈利对政府补助的依赖度较大。

### 1. 公司财务质量

大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016-2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及相关规定。

截至 2018 年末，该公司纳入合并范围的一级子公司共 7 家，均为基础设施建设业务的承担主体。其中，子公司桐乡市经济开发区基础设施建设投资有限公司（以下简称“经济开发区基建公司”）、畅达现代、凤鸣两新和乌镇互

联网投资公司<sup>10</sup>系根据桐国资办[2016]25号文件，由桐乡市人民政府无偿划拨至公司，其余3家子公司均通过设立取得。主要子公司及其概况详见附录三。

## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

#### A. 债务结构

该公司经营所需资金主要依赖于外部筹资，受桐乡经开区开发进度及资金回笼情况影响较大。2016-2018年末，公司负债总额分别为21.12亿元、30.47亿元和33.71亿元；同期末，公司资产负债率分别为38.84%、44.26%和45.15%，负债经营程度虽逐年上升，但目前尚处于适中水平。

该公司负债主要为非流动负债，由长期借款和长期应付款构成。2018年末，公司非流动负债余额为28.30亿元，较上年末略降0.64%，占负债总额的比重为83.96%；其中，长期借款余额为18.31亿元，同比减少9.50%，均为保证借款；长期应付款余额为9.99亿元，同比增长21.07%，主要系将桐乡市高桥街道20家经济合作社对子公司畅达现代的增资款1.74亿元计入该科目所致<sup>11</sup>，其余款项主要系子公司乌镇互联网投资公司收到产业投资基金投资款7.67亿元<sup>12</sup>，及从桐乡市新市镇投资开发有限公司（以下简称“新市镇投资公司”）、桐乡市凤鸣街道长新股份经济合作社（以下简称“凤鸣经济合作社”）等单位取得的借款。公司流动负债规模较小，2018年末余额为5.41亿元，同比大幅增长171.60%，主要系公司将一年内到期的长期借款调整至流动负债科目，年末一年内到期的非流动负债余额为4.50亿元；公司其他应付款主要为收到的浙江中南建设集团有限公司、中元建设集团股份有限公司等单位支付的工程履约保证金，年末其他应付款余额为0.67亿元。

#### B. 刚性债务

该公司负债中刚性债务占比较高，2016-2018年末刚性债务余额分别为18.07亿元、22.07亿元和23.39亿元，占负债总额的比重分别为85.56%、72.43%和69.40%；股东权益与刚性债务比率分别为184.07%、173.89%和175.07%，得益于公司资本实力的逐步增强，目前股东权益对刚性债务的保障能力仍较好。

<sup>10</sup> 桐乡市人民政府无偿划转的股权均为本部股权；其中乌镇互联网投资公司的原控股股东桐乡市金开实业有限公司（以下简称“金开实业”）原为畅达现代下属子公司，2017年11月，金开实业控股股东变更为桐乡经开总公司。截至2018年末，乌镇互联网投资公司另一股东桐乡市旅游与互联网产业发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“产业投资基金”）持股比例为62.96%，根据投资协议，产业投资基金不享有乌镇互联网投资公司的控制权，故乌镇互联网投资公司纳入该公司合并范围。

<sup>11</sup> 截至2018年末，该公司对子公司畅达现代的持股比例变为87.18%。

<sup>12</sup> 根据《增资扩股协议》，产业投资基金以货币资金7.67亿元对乌镇互联网投资公司进行增资，其中1.70亿元用于增加注册资本、5.97亿元计入“资本公积”；投资期限为7年。根据协议，投资期内由乌镇互联网投资公司原股东金开实业每年按投资额的5.537%支付投资收益；在投资期限届满日，由金开实业回购其所持股权。2017年，桐乡市人民政府将金开实业所持的乌镇互联网投资公司的股权无偿划转给该公司，但产业投资基金每年享有的收益支付方及期限届满日股权回购方仍按原协议执行。故本评级报告中将该笔投资款不作为公司“刚性债务”核算。

该公司刚性债务主要为金融机构借款，2018年末公司金融机构借款余额为22.81亿元，利率为4.75%~6.98%，其中包括通过上海兴瀚资产管理有限公司发行资管计划筹集资金7.60亿元，计入“长期借款”。此外，公司通过新市镇投资公司、凤鸣经济合作社等单位借款0.58亿元，计入“长期应付款”。从借款方式看，公司银行借款均为保证借款，保证人主要为桐乡经开总公司<sup>13</sup>、桐乡市临杭经济区城镇建设有限公司等。从借款期限看，公司1年内到期的借款余额4.50亿元，其余均为长期借款，即期债务偿付压力不大。

截至评级报告出具日，该公司已发行待偿还债券本金余额为7.00亿元，系公司于2019年3月发行的“19桐乡双创债01”，发行期限为7年，利率为5.38%。除此之外，公司无其他已发行待偿还债券。

### C. 或有负债

截至2018年末，该公司对外担保余额为21.75亿元，担保比率为53.11%，被担保对象均为桐乡市国有企业。目前，被担保企业均经营正常，但公司对外担保规模较大且集中度较高，仍存在一定代偿风险。

**图表9. 截至2018年末公司对外担保明细（单位：亿元）**

担保方	被担保方	担保余额	担保起始日	担保到期日
桐乡市工业发展投资有限公司	桐乡市振东新区建设投资有限公司	2.00	2016.06.03	2026.06.01
	桐乡市乌镇国际旅游区物业发展有限公司	0.95	2014.11.25	2021.11.24
桐乡市凤鸣新市镇投资开发有限公司	桐乡市高桥新区新城开发建设有限公司	2.50	2016.01.13	2020.01.13
	乌镇互联网产业园（桐乡）开发建设有限公司	2.70	2016.04.28	2027.12.31
桐乡市经济开发区基础设施建设投资有限公司	浙江乌镇互联网特色小镇投资建设有限公司	4.00	2016.02.06	2021.02.05
	桐乡市临杭水环境治理有限公司	3.00	2016.03.01	2023.12.20
	桐乡市临杭水环境治理有限公司	0.50	2017.03.17	2024.03.16
	桐乡市崇福公益事业投资开发有限公司	2.00	2017.02.04	2020.02.03
	桐乡市凤栖自来水有限公司	0.37	2017.02.04	2020.02.03
	桐乡市城市污水处理有限责任公司	0.17	2017.02.06	2020.02.05
桐乡市畅达现代服务业综合开发有限公司	桐乡市金开实业有限公司	3.56	2018.09.25	2023.08.15
	合计	21.75	--	--

资料来源：桐乡工投

### (2) 现金流分析

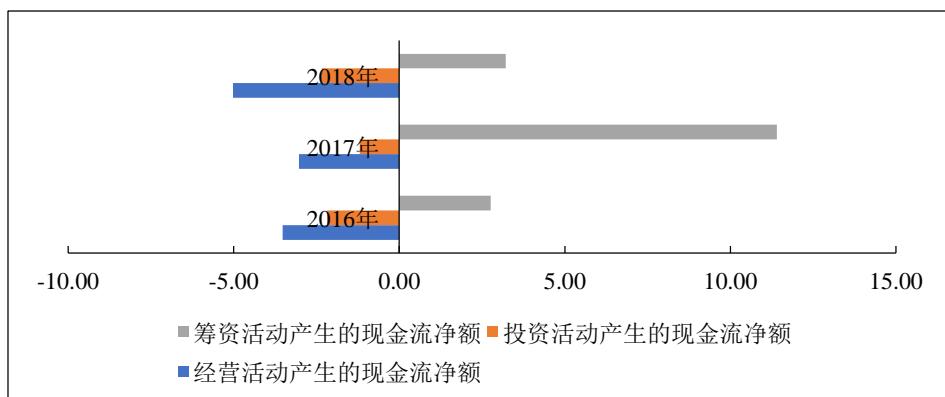
该公司经营性现金流主要反映土地一级开发和代建项目的资金收付、政府补助及往来款情况。受经开区土地出让及委托代建业务回款进度影响，公司营业收入现金率各年度间存在较大差异，2016-2018年分别为79.96%、105.87%和68.29%。同期，公司经营活动产生的现金流持续呈净流出状态，净流出量分别为3.53亿元、3.03亿元和5.02亿元，其中2016-2017年主要系公司退回项目保证金及往来款支出规模相对较大所致；2018年主要系土地一级开发等项

<sup>13</sup> 桐乡经开总公司为全民所有制企业，目前无实际业务运作。

目投入规模相对较大所致。

该公司投资性现金流主要核算自有资产的外购和计入“在建工程”科目的自建项目支出、子公司畅达现代的管网建设支出等，2016-2018年，公司投资活动产生的现金净流出量分别为2.18亿元、1.19亿元和2.35亿元。公司经营和投资活动所产生的资金缺口主要依赖于外部筹资，2016-2018年筹资活动产生的现金流量净额分别为2.76亿元、11.40亿元和3.22亿元；其中2017年净流入量大幅增加，主要系当年公司收到股东桐乡国资办增资款3.70亿元及子公司乌镇互联网投资公司收到产业投资基金支付的投资款5.29亿元所致。

**图表 10. 2016年以来公司现金流情况（单位：亿元）**



注：根据桐乡工投提供的资料整理、绘制

该公司EBITDA主要由利润总额构成，2016-2018年分别为1.48亿元、1.37亿元和1.30亿元，其中，利润总额占比均在80%以上。近三年公司刚性债务维持在较大规模，EBITDA对利息支出及刚性债务的保障程度均较弱；此外，受业务收支及保证金、往来款流出规模较大影响，公司经营性现金流持续呈净流出状态，无法对债务形成有效保障。

**图表 11. 2016-2018年公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况**

指标名称	2016年	2017年	2018年
EBITDA/利息支出(倍)	0.88	0.83	0.83
EBITDA/刚性债务(倍)	0.07	0.07	0.06
经营性现金流净额(亿元)	-3.53	-3.03	-5.02
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-609.83	-223.42	-135.82
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-15.18	-11.73	-15.65

资料来源：桐乡工投

### (3) 资产质量分析

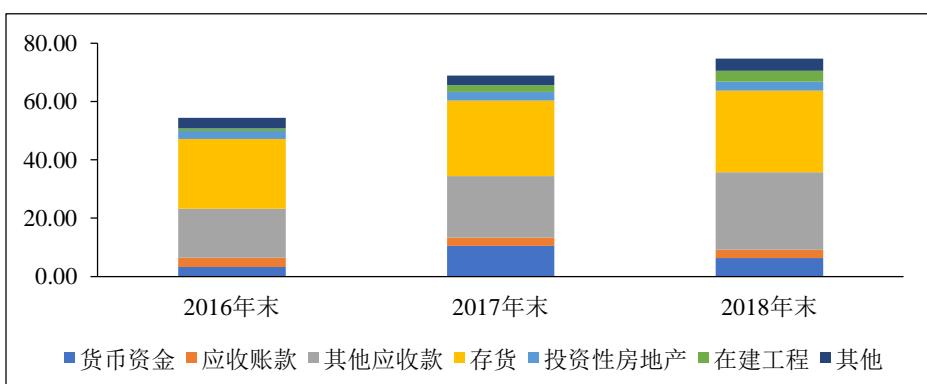
受益于地方政府资产划拨、股东增资及自身经营积累，近年来该公司资本实力保持增长，2016-2018年末，公司所有者权益分别为33.27亿元、38.38亿元和40.95亿元；2017年9月，桐乡国资办以货币形式增资5.20亿元，随着增资款的逐步到位，2017-2018年末所有者权益分别同比增长15.38%和6.69%。2018年末，公司实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重为83.45%，资

本结构稳定性较好。

近年来，该公司资产规模持续扩张，2016-2018年末资产总额分别为54.39亿元、68.86亿元和74.66亿元，其中流动资产占比均在86%以上。2018年末，公司流动资产余额为64.52亿元，较上年末增长6.12%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，四者占流动资产的比重分别为9.77%、4.41%、41.13%和43.50%。其中，年末货币资金余额为6.30亿元，同比大幅下降39.70%，主要系当年项目投入增加所致，无使用受限的货币资金；公司应收账款主要为应收经开区管委会的土地款和工程代建款，年末余额为2.84亿元。其他应收款主要为公司与经开区管委会、桐乡经开总公司、金开实业等单位的往来款，年末余额为26.53亿元，同比增长26.41%，其中应收经开区管委会的款项余额为14.29亿元，主要为代垫的征拆迁费用，资金回笼主要依赖于桐乡经开区土地出让情况；应收桐乡经开总公司的往来款余额11.52亿元，资金回笼时点亦存在较大不确定性。存货主要核算公司一级土地开发和工程代建支出，年末余额为28.07亿元，其中开发成本余额24.18亿元，同比增长8.20%，主要系项目投入增加所致。

2018年末，该公司非流动资产余额为10.14亿元，较上年末增长25.81%，主要由投资性房地产和在建工程构成。其中，年末投资性房地产余额为2.99亿元，与上年末相比变化不大，主要为经开区管委会无偿划拨的标准厂房等；在建工程余额为3.82亿元，同比大幅增长68.24%，主要为标准厂房、人才公寓及产业园区一期工程等自建项目投入增加所致。此外，无形资产均为土地使用权，年末余额为1.79亿元；年末公司固定资产余额为1.54亿元，同比增长57.64%，主要系当年部分在建工程完工转入所致。

**图表 12. 2016-2018年末公司资产构成情况（单位：亿元）**



注：根据桐乡工投提供的资料整理、绘制

#### (4) 流动性/短期因素

该公司资产以货币资金、其他应收款和存货为主，而负债以长期借款和长期应付款为主，因此流动资产对流动负债的覆盖程度高，流动比率及速动比率处于高水平。但考虑到应收款项的资金回笼时点存在较大的不确定性，且存货变现能力受项目开发进度及交付时点影响较大，公司实际资产流动性弱于指标

所示。2016-2018 年末公司货币资金余额分别为 3.27 亿元、10.45 亿元和 6.30 亿元，其对流动负债的覆盖程度整体处于较高水平，公司即期支付能力有一定保障。

**图表 13. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
流动比率（%）	6681.04	3054.82	1193.61
速动比率（%）	3232.50	1736.68	669.25
现金比率（%）	453.69	525.04	116.57
应收账款周转速度[次]	1.71	1.36	1.34

资料来源：桐乡工投

根据该公司 2018 年度审计报告，截至 2018 年末，公司投资性房地产中存在 1.60 亿元所有权和使用权受限制的资产，主要为用于借款抵押的土地使用权；除此之外，公司无其他资产受限情况。

### 3. 公司盈利能力

近三年，该公司营业毛利分别为 0.23 亿元、0.22 亿元和 0.25 亿元，综合毛利率分别为 4.90%、5.31% 和 6.46%，经营性业务盈利能力基本稳定，但受业务性质影响，整体毛利率水平较低。从具体业务板块看，公司一级土地开发和委托代建业务盈利稳定，近年来业务毛利率均为 4.76%；公司其他业务毛利率波动较大，2016-2018 年分别为 42.36%、74.42% 和 38.44%，其中 2017 年大幅提升主要系毛利率较高的房屋租赁业务收入占比较高所致；2018 年其他业务毛利率较上年大幅下降，主要系当年盈利水平较低的安置房收入大幅增加所致；由于其他业务规模相对较小，其对公司综合盈利能力贡献较小。

目前，该公司项目大多处于在建状态，相关借款利息已进行资本化处理，其财务费用规模很小；公司期间费用主要由管理费用构成，2016-2018 年，期间费用分别为 0.22 亿元、0.26 亿元和 0.34 亿元；期间费用率分别为 4.77%、6.26% 和 8.67%，公司期间费用水平较低，对营业毛利侵蚀较小。公司盈利对政府补助的依赖度较大，2016-2018 年公司分别获得政府补助 1.42 亿元、1.25 亿元和 1.20 亿元<sup>14</sup>；同期，公司净利润分别为 1.38 亿元、1.24 亿元和 1.07 亿元。近三年，总资产报酬率分别为 2.89%、2.05% 和 1.64%；净资产收益率分别为 5.32%、3.47% 和 2.70%，整体资产获利能力较弱。

<sup>14</sup> 其中，2016 年获得的政府补助均计入“营业外收入”，2017 年起，根据财政部修订的《企业会计准则第 16 号——政府补助》，自 2017 年起该公司将与日常经营活动相关的补助计入“其他收益”，与公司日常经营活动无关的补贴计入“营业外收入”。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

桐乡市是全国县域经济与县域基本竞争力百强县之一，工业及旅游业基础较好，且区位优势较为显著；同时，依托全国首个旅游综合改革试点县建设和世界互联网大会落户乌镇的契机，桐乡市预计将实现“接沪融杭”，获得较大的发展机遇。2017年8月，原桐乡经开区与高桥街道实现“区街合一”，桐乡经开区承担着桐乡市招商引资的主要职责，已形成特色优势产业和新兴产业并驾齐驱的发展格局，经济实力不断增强。

该公司以桐乡经开区的开发建设为核心业务，目前一级土地开发和工程委托代建是其收入的主要来源；但收入和资金回笼进度主要受经开区招商引资、开发计划及土地出让情况等因素影响。公司整体毛利率水平较为稳定，但受业务性质限制，其主营业务盈利能力较弱，公司盈利对政府补助的依赖度较大。受益于政府资产划拨、股东增资及自身经营积累，近年来公司资本实力保持增长，负债经营程度尚处于适中水平；公司债务期限结构较合理，目前短期债务偿付压力不大。公司资产以应收款项和存货为主，资金被占用规模较大，且回笼时点存在不确定性，公司长期债务偿付能力主要取决于经开区土地出让及相关款项收回情况。此外，公司对外担保规模较大，存在一定的代偿风险。

### 2. 外部支持因素

该公司是桐乡市人民政府重点构建的综合性投资和建设主体，以桐乡经开区的开发建设为核心业务，在资产划拨、财政补贴等方面能够得到地方政府的有力支持。在资产划拨方面，2016年12月，桐乡市人民政府将经济开发区基建公司、畅达现代、凤鸣两新和乌镇互联网投资公司的股权划拨给公司；根据桐国资办函[2016]26号，经开区管委会将桐乡经开总公司的部分资产无偿划拨给公司子公司昌达现代，划拨房产建筑面积合计达6.36万平方米，入账价值合计为2.74亿元。2017年9月，公司获得股东桐乡国资办增资5.20亿元。在财政补贴方面，2016-2018年，公司分别收到政府补贴1.42亿元、1.25亿元和1.20亿元。此外，截至2018年末，公司债务累计纳入政府性债务的规模为14.25亿元，现已全部实现置换。

此外，该公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至2018年末，公司合并口径获得银行授信额度42.55亿元，尚未使用的授信额度为13.39亿元。

## 本期债券偿付保障分析

### 1. 盈利保障分析

2016-2018 年，该公司分别实现营业收入 4.65 亿元、4.17 亿元和 3.86 亿元，实现净利润 1.38 亿元、1.24 亿元和 1.07 亿元，可对利息支出形成一定保障。

### 2. 偿债资金来源保障分析

本期债券募投项目为乌镇互联网众创空间项目，根据《中国·乌镇互联网产业园众创空间项目可行性研究报告》，该项目在运营期 20 年内预计实现收入合计 31.80 亿元，净收益 25.80 亿元，项目投资回收期为 11.19 年（含建设期）；在本期债券存续期内，该项目预计累计可实现收入 9.11 亿元，净收益 7.53 亿元，可为本期债券偿付提供一定支撑。

### 3. 担保分析

本期债券由桐乡城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有助于进一步提升债券偿付的安全性。

桐乡城投是桐乡市财政局下属的国有独资企业，是桐乡市主要的国有资产投资运营和管理主体。截至 2018 年末，桐乡城投经审计的合并口径资产总额为 269.94 亿元，所有者权益为 127.34 亿元；当年营业收入 14.20 亿元，实现净利润 3.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 10.05 亿元。

桐乡城投业务种类较为多元化，主要业务在桐乡市内具备一定区域专营优势。其中，城市水务业务盈收较为稳定，是其收入和毛利的主要来源；土地一级开发收入受政府土地出让计划和当地土地市场行情影响而存在较大波动；供热与供电业务短期内面临环保监管要求停产搬迁带来的负面影响。目前桐乡城投基础设施代建及土地一级开发已沉淀较大规模资金，整体回笼进度较缓，且未来仍有较大规模投资安排，面临较大资金压力。

近年来桐乡城投负债规模持续扩张，但得益于股东资金及资产注入，资本实力不断增强，目前负债经营程度处于合理水平。桐乡城投已积累较大规模刚性债务，同时持续净流出的非筹资性现金流无法对债务偿付提供有效保障，且整体资产流动性一般，债务偿付对外部融资存有较大依赖。但桐乡城投债务期限结构较为合理，目前货币资金保持充裕，且有一定规模的外部融资空间，可为即期债务偿付提供支撑。

作为桐乡市最主要的国有资产运营和管理主体，桐乡城投可获得政府较大力度的支持。2016-2018 年，桐乡城投获得的政府补助金额分别为 2.31 亿元、3.81 亿元和 3.52 亿元；截至 2018 年末，获得的政府债券置换资金 14.44 亿元。同时，2017 年股东桐乡市财政局向桐乡城投增资 4.00 亿元。此外，桐

乡城投与多家金融机构建立了较好的合作关系，截至 2018 年末桐乡城投共获得银行授信 53.69 亿元，尚未使用额度 24.83 亿元。

## 评级结论

桐乡市是全国县域经济与县域基本竞争力百强县之一，工业及旅游业基础较好，且区位优势较为显著，区域经济实力较强。桐乡经开区承担着桐乡市招商引资的主要职责，已形成特色优势产业和新兴产业并驾齐驱的发展格局。近年来，经开区招商引资情况良好，经济实现较快发展。

该公司以桐乡经开区的开发建设为核心业务，目前一级土地开发和工程委托代建是其收入的主要来源；但收入和资金回笼进度主要受经开区招商引资、开发计划及土地出让情况等因素影响。公司整体毛利率水平较为稳定，但受业务性质限制，其主营业务盈利能力较弱，公司盈利对政府补助的依赖度较大。受益于政府资产划拨、股东增资及自身经营积累，近年来公司资本实力保持增长，负债经营程度尚处于适中水平；公司负债偏长期，即期债务偿付压力不大。公司资产以应收款项和存货为主，资金被占用规模较大，且回笼时点存在不确定性，公司长期债务偿付能力主要取决于经开区土地出让及相关款项收回情况。未来公司在经开区的开发建设方面仍有一定规模的投入，面临一定的资本支出压力。此外，公司对外担保规模较大，存在一定的代偿风险。但作为桐乡市人民政府重点构建的综合性投资和建设主体，公司区域专属优势明显，可得到地方政府的有力支持。同时，本期债券由桐乡城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有助于进一步保障其偿付安全性。

## 跟踪评级安排

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

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

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

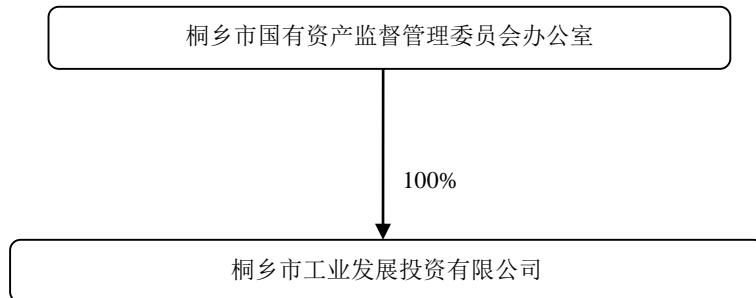
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

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

**附录一：**

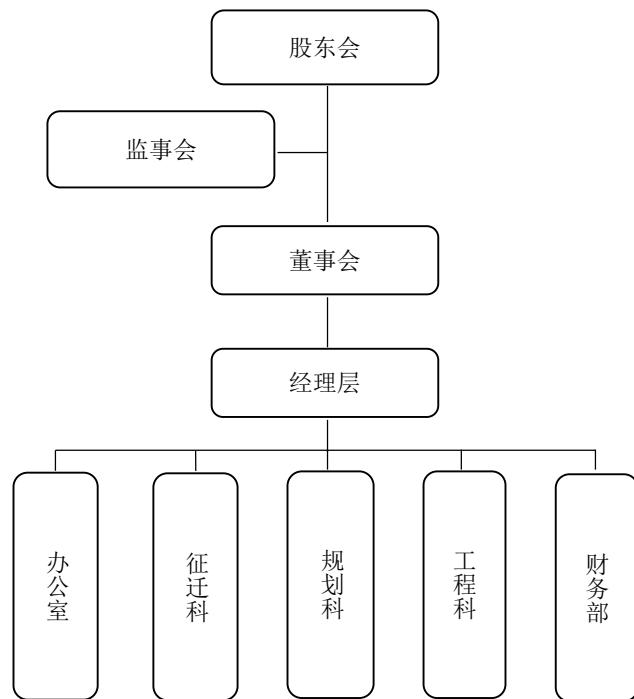
**公司与实际控制人关系图**



注：根据桐乡工投提供的资料绘制（截至 2018 年末）

**附录二：**

**公司组织结构图**



注：根据桐乡工投提供的资料绘制（截至 2018 年末）

**附录三：**

**公司主业涉及的经营主体及其概况**

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)				
全称	简称			刚性债务	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量
桐乡市工业发展投资有限公司	本部	-	基础设施建设、土地开发整理	3.22	33.39	0.99	-0.07	-3.00
桐乡市经济开发区基础设施建设投资有限公司	经济开发区基建公司	100.00	基础设施建设投资、土地开发	0.00	5.83	0.12	64.50万元	-55.74万元
桐乡市凤鸣新市镇投资开发有限公司	凤鸣新市镇	100.00	新城镇投资开发建设、绿化工程	0.00	5.24	1.03	0.04	0.82
桐乡市畅达现代服务业综合开发有限公司	畅达现代	100.00	市政管道投资、建设、经营	3.41	13.49	0.28	0.04	-0.76
桐乡市凤鸣两新建设开发有限公司	凤鸣两新	100.00	新市镇、新社区的建设开发	0.21	3.34	0.00	-27.92万元	-0.39
桐乡市经开新材料产业投资开发有限公司	新材料投资	60.00	新材料产业投资及开发、市政工程建设	12.38	1.00	0.00	5.84万元	-1.24
桐乡市高新实业有限公司	高新实业	100.00	物业管理、基础设施及标准厂房建设、自有房屋租赁	0.37	6.44	1.44	1.21	0.37
桐乡市乌镇互联网产业园投资开发有限公司	乌镇互联网投资公司	37.04	互联网产业投资及开发	3.80	0.74	43.42万元	-0.07	-0.83

注：根据桐乡工投提供的子公司报表整理、编制

#### 附录四：

#### 发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 [亿元]	54.39	68.86	74.66
货币资金 [亿元]	3.27	10.45	6.30
刚性债务[亿元]	18.07	22.07	23.39
所有者权益[亿元]	33.27	38.38	40.95
营业收入[亿元]	4.65	4.17	3.86
净利润 [亿元]	1.38	1.24	1.07
EBITDA[亿元]	1.48	1.37	1.30
经营性现金净流入量[亿元]	-3.53	-3.03	-5.02
投资性现金净流入量[亿元]	-2.18	-1.19	-2.35
资产负债率[%]	38.84	44.26	45.15
长短期债务比[%]	2834.22	1431.24	523.60
权益资本与刚性债务比率[%]	184.07	173.89	175.07
流动比率[%]	6681.04	3,054.82	1,193.61
速动比率 [%]	3232.50	1,736.68	669.25
现金比率[%]	453.69	525.04	116.57
利息保障倍数[倍]	0.84	0.77	0.76
担保比率[%]	37.27	51.22	53.11
毛利率[%]	4.90	5.31	6.46
营业利润率[%]	-0.09	29.16	28.14
总资产报酬率[%]	2.89	2.05	1.64
净资产收益率[%]	5.32	3.47	2.70
净资产收益率*[%]	5.37	3.51	2.72
营业收入现金率[%]	79.96	105.87	68.29
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-609.83	-223.42	-135.82
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-15.18	-11.73	-15.65
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-987.17	-311.48	-199.24
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-24.57	-16.36	-22.96
EBITDA/利息支出[倍]	0.88	0.83	0.83
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.07	0.06

注：表中数据依据桐乡工投经审计的 2016-2018 年度财务数据整理、计算。

## 附录五：

### 担保方主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 [亿元]	242.14	253.50	269.94
货币资金 [亿元]	22.48	16.43	27.47
刚性债务[亿元]	98.72	98.47	96.64
所有者权益 [亿元]	109.29	113.78	127.34
营业收入[亿元]	14.97	13.79	14.20
净利润 [亿元]	2.91	2.92	3.05
EBITDA[亿元]	7.50	7.66	8.48
经营性现金净流入量[亿元]	-7.77	2.52	10.05
投资性现金净流入量[亿元]	0.94	-14.12	-3.53
资产负债率[%]	54.87	55.12	52.83
长短期债务比[%]	396.31	316.56	166.24
权益资本与刚性债务比率[%]	110.70	115.54	131.77
流动比率[%]	646.64	514.38	355.08
速动比率 [%]	354.37	302.98	230.48
现金比率[%]	84.17	49.19	51.32
利息保障倍数[倍]	1.56	1.51	1.66
有形净值债务率[%]	125.07	126.10	114.78
担保比率[%]	20.31	18.77	11.37
毛利率[%]	21.26	12.23	13.80
营业利润率[%]	6.75	21.33	23.18
总资产报酬率[%]	2.61	2.44	2.56
净资产收益率[%]	2.70	2.61	2.53
净资产收益率*[%]	2.57	2.56	2.52
营业收入现金率[%]	103.12	105.21	109.96
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-23.38	8.37	23.08
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.42	1.85	7.12
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-20.55	-38.45	14.97
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.64	-8.51	4.62
EBITDA/利息支出[倍]	1.95	1.91	2.10
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.08	0.09

注：表中数据依据桐乡城投经审计的 2016-2018 年度财务数据整理、计算。

## 附录六：

### 各项财务指标的计算公式

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

- 注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。
- 注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务
- 注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

## 附录七：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

## 评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了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。

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

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

## 本次评级所依据的评级技术文件

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

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。