

2021 年乌镇实业（桐乡）有限公司公司债券信用 评级报告

项目负责人：江林燕 lyjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：郑豆豆 ddzheng@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 02 月 02 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2019]2059D 号

乌镇实业（桐乡）有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2021 年乌镇实业（桐乡）有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年二月二日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
乌镇实业（桐乡）有限公司	12 亿元人民币（基础发行额 7 亿元，弹性配售额 5 亿元）	不超过 7 年（含 7 年）	本期债券每年付息一次，在债券存续期的第 3 年至第 5 年分别按照本期债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金。本期债券设置调整票面利率选择权和投资者回售选择权，即在债券存续期的第 5 年末，公司可选择在原债券票面利率基础上上调或下调 0-300 个基点（含本数），投资者有权将持有的本期债券部分或全部回售给公司。投资者行使回售选择权后，自债券存续期第 6 年起，公司逐年分别按照剩余债券每百元本金值 50% 的比例偿还债券本金	用于桐乡市乌镇互联网大会永久落户地配套建设项目和补充公司流动资金

评级观点：中诚信国际评定乌镇实业（桐乡）有限公司（以下简称“乌镇实业”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定桐乡市城市建设投资有限公司（以下简称“桐乡城投”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；评定“2021 年乌镇实业（桐乡）有限公司公司债券”的债项信用等级为 **AA+**；该信用等级充分考虑了桐乡城投提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；中诚信国际肯定了桐乡市经济环境良好、业务可持续性较强及良好的偿债保障措施等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司资产质量一般，流动性不足、公司负债规模增长较快及担保方债务规模较大且增长较快，存在一定资本支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

乌镇实业（合并口径）	2017	2018	2019	2020.9
总资产（亿元）	62.30	72.02	105.89	132.35
所有者权益合计（亿元）	29.05	40.45	41.68	46.64
总负债（亿元）	33.25	31.57	64.21	85.71
总债务（亿元）	12.97	22.13	45.13	77.49
营业总收入（亿元）	5.35	6.54	6.50	5.33
净利润（亿元）	1.62	1.58	1.51	1.48
EBITDA（亿元）	1.71	1.87	2.09	-
经营活动净现金流（亿元）	-3.85	-9.40	0.44	-1.38
资产负债率(%)	53.37	43.84	60.64	64.76
桐乡城投（合并口径）	2017	2018	2019	2020.9
总资产（亿元）	253.50	269.94	733.27	851.44
所有者权益合计（亿元）	113.78	127.34	306.06	314.87
总负债（亿元）	139.72	142.60	427.21	536.57
总债务（亿元）	96.97	94.60	294.63	387.02
营业总收入（亿元）	13.79	14.20	38.97	23.61
净利润（亿元）	2.92	3.05	8.83	2.15
EBITDA（亿元）	7.75	8.48	16.86	-
经营活动净现金流（亿元）	2.52	10.05	4.66	-20.03
资产负债率(%)	55.12	52.83	58.26	63.02

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年三季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际将公司长期应付款和其他非流动负债中的带息部分调整至长期债务，将其他应付款中的有息部分调整至短期债务。

正面

■ **桐乡市经济环境良好。**桐乡市依托自身资源优势，近年来经济实力稳步增长。2017~2019 年，桐乡市分别实现地区生产总值 802.61 亿元、893.51 亿元和 968.17 亿元，按可比价格计算，增速分别为 7.1%、8.2%和 7.0%，稳步发展的区域经济为公司提供了良好的外部环境。

■ **业务可持续性较强。**公司作为乌镇地区唯一的土地一级开发及基础设施建设主体，目前仍有较大规模的待开发土地，业务持续性较强。

同行业比较

2019 年同区域部分基础设施投融资企业主要指标对比表						
公司名称	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
乌镇实业（桐乡）有限公司	105.89	41.68	60.64	6.5	1.51	0.44
桐乡市崇德投资发展集团有限公司	95.80	41.90	56.26	3.98	1.30	-4.49

资料来源：中诚信国际整理

■ **良好的偿债保障措施。**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。桐乡城投系桐乡市重要的基础设施建设投融资主体和重要的公用事业服务主体，受桐乡市政府的支持力度较大，为本期债券的还本付息起到良好的保障作用。

关注

■ **公司资产质量一般，流动性不足。**目前公司资产以流动资产为主，主要由存货和其他应收款构成，截至 2020 年 9 月末，公司其他应收款及存货分别占总资产的比重为 21.91%和 37.66%，资产流动性及收益性不足。

■ **公司负债规模增长较快。**随着土地开发及基础设施建设工程的持续推进，2017~2019 年末及 2020 年 9 月末，公司总债务分别为 12.97 亿元、22.13 亿元、45.13 亿元和 76.99 亿元，呈增长态势，中诚信国际对公司面临的偿债压力表示关注。

■ **担保方债务规模较大且增长较快，存在一定资本支出压力。**2017~2019 年及 2020 年 9 月末，桐乡城投总债务分别为 96.97 亿元、94.60 亿元、294.63 亿元和 387.02 亿元，随着股权划转的完成，债务规模增长较快，且在建项目投资规模较大，未来存在一定的资本支出压力。

评级展望

中诚信国际认为，乌镇实业（桐乡）有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**桐乡市经济实力显著增强或获得新增政策红利，上级政府向桐乡市倾斜大量资源；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**地方经济环境恶化，公司地位下降，致使股东及各方支持能力或支持意愿减弱；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

发行主体概况

乌镇实业（桐乡）有限公司（原名“桐乡市乌镇国际旅游区投资建设有限公司”，以下简称“乌镇实业”或“公司”）系由桐乡市国有资产监督管理委员会办公室（以下简称“桐乡市国资办”）于 2010 年 12 月 8 日设立，成立时注册资本为 1.00 亿元。2018 年 12 月 29 日，根据《桐乡市国有资产监督管理委员会办公室关于同意桐乡市乌镇国际旅游区投资建设有限公司增资及更名事宜的复函》，公司更名为现名，注册资本由 1.00 亿元变更为 5.00 亿元。截至 2018 年末，公司由桐乡市国资办 100.00% 控股，实收资本为 3.00 亿元，剩余资本金将由桐乡市国资办计划于 2020 年 12 月 31 日前缴纳到位。2019 年 7 月 5 日，根据《桐乡市人民政府国有资产监督管理委员会办公室关于同意无偿划转桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司等三家国有独资公司股权的批复》（桐政国资办发[2019]31 号），桐乡市国资办将所持有的公司 100.00% 股权无偿划转至桐乡城投。截至 2020 年 9 月末，公司注册资本为 3.00 亿元，实收资本为 3.00 亿元，控股股东为桐乡城投，实际控制人为桐乡市财政局。

公司定位为乌镇地区土地一级开发主体，受桐乡市人民政府委托，根据城市建设和规划由政府统一部署实施乌镇地区的土地整理开发，同时还经营商贸服务和出租业务等。截至 2020 年 9 月末，公司纳入合并范围的一级子公司共计 5 家。

表 1：截至 2020 年 9 月末，公司子公司情况（%）

公司名称	简称	持股比例
桐乡市乌镇人家旅游开发有限公司	乌镇旅游	100.00
乌镇世界互联网产业园（桐乡）开发建设有限公司	互联网公司	97.08
桐乡市乌镇人家置业有限公司	乌镇置业	100.00
云享乌镇（桐乡）股权投资有限公司	云享乌镇	100.00
桐乡市乌镇人家人才服务有限公司	人才服务	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本期债券发行金额 12 亿元人民币，基础发行额 7 亿元，弹性配售额 5 亿元。期限不超过 7 年期

（含 7 年），为固定利率债券，本期债券每年付息一次，在债券存续期的第 3 年至第 5 年分别按照本期债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金。本期债券设置调整票面利率选择权和投资者回售选择权，即在债券存续期的第 5 年末，公司可选择在原债券票面年利率基础上上调或下调 0-300 个基点（含本数），投资者有权将持有的本期债券部分或全部回售给公司。投资者行使回售选择权后，自债券存续期第 6 年起，公司逐年分别按照剩余债券每百元本金值 50% 的比例偿还债券本金。

本期债券 7.20 亿元用于桐乡市乌镇互联网大会永久落户地配套建设项目，4.80 亿元用于补充公司流动资金。

桐乡市乌镇互联网大会永久落户地配套建设项目共分为四个子项目，分别为互联网之光博览会展馆扩建项目、乌镇互联网智慧创业园 A、B 区块和乌镇互联网培训中心建设工程项目。募投项目建设地址根据乌镇城镇总体规划以及桐乡市城市总体规划的需要，均选址于桐乡市乌镇区范围内。互联网之光博览会展馆扩建项目选址于智程路西侧、云享路南侧、创维路东侧；互联网智慧创业园 A 区位于环河北路北侧、北大街东侧；互联网智慧创业园 B 区位于子夜路北侧、隆源路东侧、凤仙路南侧；互联网培训中心选址于乌镇中学西侧、陈庄村综合用房北侧。项目估算总投资 182,503.18 万元，四个子项目的工程费用为 163,520.81 万元；工程建设其他费用为 2,616.33 万元；预备费为 8,176.04 万元；建设期利息 8,190.00 万元。项目建成后，将实现会展会务租赁收入、商品零售及服务收入、门票收入、停车费及充电桩收入、智创园销售收入、智创园租赁收入及培训收入等，项目财务内部收益率为 13.22%。截至 2020 年 9 月末，该项目已投资 9.79 亿元。

表 2：本期债券募投项目使用募集资金情况（万元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金金额	占项目总投资比例
桐乡市乌镇互联网大会永久落户地配套建设项目	182,503.18	72,000.00	39.45%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：2020年，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程，GDP同比增长2.3%，是大疫之年全球唯一实现正增长的主要经济体。受低基数影响，2021年经济增长中枢将显著高于2020年，全年走势前高后低。

2020年经济运行基本遵循了“疫情冲击—疫后修复”的逻辑，疫情冲击下一季度GDP同比大幅下滑，二季度以来随着疫情得到控制和稳增长政策效果的显现逐步修复。从生产侧来看，工业生产反弹迅速且在反弹后维持了较高增速，服务业生产修复相对较为缓慢。从需求侧来看，政策性因素先复苏、市场性因素后复苏是其典型特征。这一特征在投资方面表现得尤为明显：基建投资、房地产投资率先复苏，市场化程度较高的制造业投资恢复较为缓慢；国有投资恢复较快，民间投资恢复相对较慢。此外，居民消费等受市场因素制约较大的变量改善有限。出口的错峰增长是需求侧最为超预期的变量，中国在全球率先复工复产为出口赢得了错峰增长的机会，使出口在下半年出现高速增长。从价格水平来看，“猪周期”走弱背景下CPI回落，需求疲弱PPI低位运行，通胀通缩压力均可控。但值得关注的是，虽然经济延续修复，但季调后的GDP环比增速逐季回落，经济修复动能边际趋弱。

宏观风险：尽管经济持续修复，但2021年经济运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，疫情对逆全球化的影响短期内仍不会消除，大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济修复仍然面临多重挑战。首先，国内经济复苏并不平衡，存在结构分化，这将影响经济修复的可持续性和质量。其次，应对疫情的稳增长政策导致非金融部门债务增长加快，宏观杠杆率上扬，还本付息压力突出，需警惕债务风险超预期释放引发系统性风险。再次，2020年信用风险呈现先抑后扬走势，一些体制性、周期性、行为性信用事件强烈冲击资本市场，2021年随着政策调整以及债务到期压

力加大，信用风险释放或将加速，尤其需要警惕国企信用风险频发导致信用体系重构，加剧市场波动。第四，2020年以来政府部门显性及隐性债务压力均有所加大，2021年随着对地方政府债务管理的加强，地方政府债务风险或将在部分高风险区域有所暴露，在适当推动债务市场化处置的同时，仍需防范区域风险暴露对金融市场带来的冲击。

宏观政策：2020年12月中央经济工作会议明确提出，“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，这意味着宏观政策将不会出现“急转弯”，但随着经济修复，宏观政策边际调整不可避免。财政政策将在2020年超常规发力的基础上边际收紧，但大幅收缩概率较低；货币政策将继续向常态化回归，坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，继续积极引导资金精准投向实体经济。值得一提的是，在着力构建以内循环为主体的新发展格局背景下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

宏观展望：疫后修复仍然是2021年经济运行的主旋律。从全年经济运行的走势来看，受基数效应的影响，2021年中国经济增长中枢将显著高于2020年，甚至高于新常态以来的历年平均水平。基数效应导致的高增长将突出表现在第一季度，后续将逐步回落，全年呈现“前高后低”走势。但值得关注的是，宏观经济数据同比高位运行与微观主体感受分化较大，宏观经济分析需高度关注微观主体运行所面临的实际困难及经济数据的环比变化。

中诚信国际认为，虽然2021年政策性因素对经济的支撑将有所弱化，但随着市场性因素的逐步发力，经济修复趋势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

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；随着经

济的发展桐乡市财政实力逐步提高，但财政支出增幅较大，财政自给能力减弱

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，以及新特材料、汽车汽配、机械装备、新型能源、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。2017~2019 年，桐乡市分别实现地区生产总值 802.61 亿元、893.51 亿元和 968.17 亿元，按可比价格计算，增速分别为 7.1%、8.2%和 7.0%，近年来经济发展态势良好。2019 年，桐乡市实现第一产业增加值 23.51 亿元，增长 2.1%；第二产业增加值 510.50 亿元，增长 7.0%；第三产业增加值 434.15 亿元，增长 7.3%。三次产业结构比例为 2.4:52.7:44.8。按户籍人口计算人均生产总值 137,721 元，比上年增长 6.5%。2020 年上半年，桐乡市 2020 年上半年实现地区生产总值 437.2 亿元，名义增速为 8.88%。

表 3：2019 年嘉兴市及其下辖区县市经济情况

地区	GDP（亿元）	GDP 增速（%）
嘉兴市	5,370.32	7.00
海宁市	1,026.57	7.10
桐乡市	968.17	7.00
平湖市	765.77	7.60

秀洲区	676.35	5.70
嘉善县	626.81	7.30
南湖区	620.82	8.00
海盐县	539.65	6.30

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

财政收入方面，2017~2019 年，桐乡市一般公共预算收入分别为 61.69 亿元、72.40 亿元和 79.65 亿元，财政实力不断增强。其中，税收收入占公共财政收入的比重分别为 93.16%、92.58%和 90.33%，公共财政收入的质量相对较好。同期，全市政府性基金预算收入分别为 112.89 亿元、143.54 亿元和 111.53 亿元，2019 年降低主要系国有土地使用权出让收入减少 17.94 亿元所致。

财政支出方面，近年来公共财政预算支出不断增加，2017~2019 年，桐乡市一般公共预算支出分别为 66.50 亿元、73.29 亿元和 100.72 亿元，2019 年同比增长 37.4%，主要系用于公共安全、教育和科学技术等民生支出增加所致。2017~2019 年，政府性基金预算支出分别为 115.14 亿元、151.29 亿元和 114.81 亿元。同期，桐乡市公共财政平衡率为 92.77%、98.79%和 79.08%，2019 年受一般公共预算支出增加的影响，公共财政平衡率降幅较大，财政自给能力减弱。

最新财政情况方面，2020 年 1~11 月，桐乡市一般公共预算收入 87.26 亿元，同比增长 11.4%，一般公共预算支出为 89.45 亿元，财政平衡率为 97.55%；同期，政府性基金预算收入为 109.04 亿元，政府性基金预算支出为 121.98 亿元。

表 4：2017~2019 年及 2020 年 1~11 月桐乡市财政相关情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~11
一般公共预算收入	61.69	72.40	79.65	87.26
其中：税收收入	57.47	67.03	71.95	84.54
政府性基金预算收入	112.89	143.54	111.53	109.04
一般公共预算支出	66.50	73.29	100.72	89.45
政府性基金预算支出	115.14	151.29	114.81	121.98
一般公共预算平衡率（%）	92.77	98.79	79.08	97.55

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

乌镇作为首批中国历史文化古镇，旅游资源优质，近年来经济运行稳中有进，为公司未来的稳定运营奠定了基础

乌镇位于浙江省嘉兴市桐乡市，素有“中国最后的枕水人家”之誉，拥有 7,000 多年文明史和 1,300 年建镇史，是典型的中国江南水乡古镇，有“鱼米之乡、丝绸之府”之称。1991 年，乌镇被评为首批中国历史文化名镇，2010 年成为嘉兴市首个国家 AAAAA 旅游景区，2014 年乌镇成为世界互联网大会永久会址。

2019 年，乌镇全年实现生产总值（GDP）68.30 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%，其中：第一产业增加值 2.84 亿元，增长 7.6%；第二产业增加值 32.14 亿元，增长 0.9%；第三产业增加值 33.32 亿元，增长 5.8%。三次产业结构比例为 4:47:49。

2019 年乌镇全年共引进互联网及相关企业 503 家，注册资金 25.20 亿元；累计达到 1,070 家，总注册资金 100.7 亿元；计划总投资 146.8 亿元；完成数字经济核心产业投资 12.71 亿元，其中数字经济制造业投资 1.72 亿元；规上工业数字经济产值完成 19.27 亿元，增加值增速为 21.0%，实现规上软件及信息服务业营收 1.64 亿元。

业务运营

公司作为乌镇唯一的土地一级开发以及国有资本运营主体，收入来源主要来自土地开发收入、商贸服务收入和出租收入等。2017~2019 年，公司分别实现营业收入 5.35 亿元、6.54 亿元和 6.50 亿元，其中，土地一级开发收入分别为 5.32 亿元、5.64 亿元和 3.50 亿元。2018~2019 年，商贸服务收入分别为 0.80 亿元和 1.30 亿元，2019 年公司新增委托代建业务，同年实现营业收入 1.47 亿元。2020 年 1~9 月，公司营业收入为 5.33 亿元，其中，土地一级开发收入为 0.80 亿元，委托代建收入为 0.50 亿元。同期，商贸业务增长较快，2020 年前三季度收入为 3.21 亿元，主要系贸易收入增长。

表 5：2017~2019 年及 2020 年 1~9 月公司营业收入构成（万元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~9
土地一级开发	53,161.91	56,358.83	35,035.30	8,000.00
委托代建收入			14,692.05	5,000.00
商贸服务		7,968.80	13,025.88	32,088.00
出租	24.56	338.73	1,243.00	4,435.00
其他	311.80	754.95	964.56	3,728.50
合计	53,498.27	65,421.31	64,960.78	53,251.50
占比	2017	2018	2019	2020.1~9
土地一级开发	99.37	86.15	53.93	15.02
委托代建收入			22.62	9.39
商贸服务	-	12.18	20.05	60.26
出租	0.05	0.52	1.91	8.33
其他	0.58	1.15	1.48	7.00
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司作为乌镇地区唯一的土地开发主体，近年来运营情况较为稳定，且公司目前土地资源较丰富，业务持续性较好

公司作为桐乡市重要的土地一级开发主体，受桐乡市人民政府委托，负责乌镇地区土地一级开发事宜，系乌镇唯一的土地开发主体。公司土地一级开发业务运营主体为公司本部和互联网公司。公司本部主要负责老乌镇地区的土地整理业务，互联网公司主要负责龙翔街道区块的土地整理。

业务模式方面，公司本部和互联网公司分别就各自区域内的约 8,800 亩土地和约 3,000 亩土地与桐乡市财政局、桐乡市土地储备中心签订《土地开发整理项目委托三方协议书》。根据协议，公司本部和互联网公司前期自筹资金进行项目建设，土地开发整理完成并交由桐乡市土地储备中心验收合格后，公司据移交土地面积确认相关地块的土地一级开发收入，回款方面，桐乡市财政局授权将土地开发整理费用支付给桐乡市乌镇国际旅游区管理委员会（以下简称“乌镇管委会”）或乌镇财政所，再由乌镇管委会或乌镇财政所向公司支付土地一级开发费用，土地一级开发费用每年年终进行结算。土地一级开发费用包括土地一级开发直接成本和土地委托开发收益，土地一级开发直接成本包括前

期费用、征地成本、城市配套建设费用、相关设施建设有关费用及土地储备开发供应过程中发生的审计、律师、工程监理等费用以及经同级财政和土地主管部门核准的其他支出；土地委托开发收益按照土地一级开发直接成本的 18% 进行核算。此外，土地一级开发过程中产生的管理费、人员工资、临时设施摊销费用和资本化利息等间接费用由公司自行承担，如间接费用金额超过委托开发收益，由公司自负盈亏。

2017~2019 年，公司土地开发支出分别为 2.02 亿元、7.87 亿元和 9.04 亿元。2017~2019 年，公司分别移交土地 1,250.00 亩、1,080.00 亩和 530.74 亩，分别实现土地开发收入 5.32 亿元、5.64 亿元和 3.50 亿元。2017~2019 年，公司土地平均结算成本分别为 41.10 万元/亩、50.59 万元/亩和 63.84 万元/亩。同期，公司分别实现土地开发业务回款 0.22 亿元、7.27 亿元和 4.21 亿元。2020 年 1~9 月，公司土地开发支出为 4.82 亿元，移交土地面积为 180.00 亩，实现土地开发收入 0.80 亿元，回款共 3.50 亿元，回款情况整体情况较好。

表 6：2017~2019 年及 2020 年 1~9 月公司土地开发业务情况

项目名称	2017	2018	2019	2020.1~9
土地开发支出（万元）	20,203.00	78,727.95	90,357.47	48,233.00
土地移交面积（亩）	1,250.00	1,080.00	530.74	180.00
土地开发平均结算成本（万元/亩）	41.10	50.59	63.84	42.98
土地开发结算成本（万元）	51,372.64	54,636.26	33,883.57	7,737.00
土地开发收入（万元）	53,161.91	56,358.83	35,035.27	8,000.00
土地开发业务回款（万元）	2,246.20	72,737.47	42,147.46	35,000.00

注：1、公司本部和互联网公司对各自区域内土地进行整体开发，故无法提供每年土地整理面积；2、土地开发总成本系公司当年整理土地的投入成本。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地资源方面，截至 2020 年 9 月末，公司已开发完成尚未结算的土地共计 3,214.66 亩，总投资共 10.69 亿元，未开发土地面积共计 4,315.60 亩，

公司土地资源较丰富，业务可持续性较强。

2019 年公司委托代建业务模式发生变动，目前来看回款情况较好

公司作为乌镇重要的基础设施建设主体，主要负责代建道路、桥梁、管网等工程，运营主体为公司本部，2019 年前，公司将相关委托代建成本纳入土地开发板块进行核算。2019 年该板块业务模式发生变动，针对 2019 年及以后开工的项目，由公司本部与乌镇镇人民政府签订委托代建协议，由公司负责代建道路、桥梁、管网等工程。在项目实施现场基本满足工程进场施工条件后，由公司按照业主提供相关施工图纸、技术要求及标准，自主进行建设、投资，乌镇镇人民政府对项目建设过程中的工程质量、进度进行适当的监控和管理；工程竣工验收无误后，乌镇镇政府按约定的代建工期、投资回报率、偿还期限、付款时点等内容分期偿还乌镇实业代建投资形成的工程款总额。工程代建费根据项目实际投资额，按照 5% 利润率计算代建费。2019 年确认收入项目为隆源路改造工程，确认收入 1.47 亿元，确认成本 1.40 亿元，已回款 1.00 亿元。

2020 年 1~9 月，公司确认收入项目为在建项目水乡寻梦研学路，总投资为 9,800.00 万元，已投资额为 6,210.00 万元，确认收入为 8,000.00 万元，暂未回款。

在建工程方面，该板块在建工程包括龙翔工业园区道路改造工程一期（东怡路）、龙翔工业园区道路改造工程一期（花石东路）、水乡寻梦研学路、道路新建项目及互联网产业园基础配套工程基础设施改造提升，计划总投资共 8.36 亿元，已完成投资 2.52 亿元。

表 7：截至 2020 年 9 月末公司在建项目情况（万元）

项目名称	总投资	建设期间	已投资
龙翔工业园区道路改造工程一期（东怡路）	1,379.00	2019.6-2020.10	1,120.00
龙翔工业园区道路改造工程一期（花石东路）	471.00	2019.6-2020.11	360.00
水乡寻梦研学路	9,800.00	2019.7-2020.11	6,210.00
道路新建项目	23,500.00	2020.3-2021.12	2,378.00

互联网产业园基础配套设施工程基础设施改造提升	48,496.00	2019.8~2021.8	15,101.00
合计	83,646.00		25,169.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2020 年 9 月末，公司拟建项目包括小木桥路（龙翔大道—运河大道）综合改造工程、东升大道（姚太线—光明桥路）综合改造工程和和顺路综合改造工程项目，计划总投资为 1.16 亿元。

表 8：公司拟建项目情况（万元）

项目名称	总投资	计划建设期间
小木桥路（龙翔大道—运河大道）综合改造工程	2,200.00	2021.4-2021.11
东升大道（姚太线—光明桥路）综合改造工程	6,500.00	2021.4-2021.11
和顺路综合改造工程	2,900.00	2021.4-2021.11
合计	11,600.00	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司会展业务为公司营业收入形成一定的补充，收入主要来自乌镇镇政府，盈利能力稍有波动

公司会展业务主要由下属子公司乌镇旅游负责运营。自 2018 年起，乌镇旅游开始承担互联网大会的委托承办业务。运营模式上，乌镇旅游子公司乌镇国际会展（桐乡）有限公司（以下简称“会展公司”）与桐乡市乌镇镇人民政府签订《会议会展服务合同》，合同委托会展公司负责世界互联网大会的筹办工作。合同约定，会展公司全部经费支出在扣除乌镇镇人民政府协助会展公司取得相关企业单位的赞助金额后，差额部分由乌镇镇人民政府补齐¹。赞助方面，2018 年公司前五大赞助商分别为中国第一汽车股份有限公司、中青旅联科（北京）公关顾问公司、中国光大银行嘉兴分行、杭州尚尚签网络科技有限公司和乌镇文化创意股份有限公司，赞助金额合计为 1,931.23 万元，占总赞助金额比重为 51.35%，毛利率为 1.48%。2019 年公司未收到相关赞助商赞助，均来自于政府补贴，毛利率为 11.59%。

¹ 实际运作中，乌镇镇政府会给予子公司少量利润。

表 9：2018 年公司前五大赞助商赞助情况

赞助商	赞助金额（万元）	占总赞助金额比重（%）
中国第一汽车股份有限公司	686.79	18.26
中青旅联科（北京）公关顾问公司	583.96	15.53
中国光大银行嘉兴分行	350.00	9.31
杭州尚尚签网络科技有限公司	174.15	4.63
乌镇文化创意股份有限公司	136.32	3.62
合计	1,931.23	51.35

注：赞助金额与合计数加总不一致系四舍五入所致

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年 9 月 18 日，2020 年第二届全球工业互联网大会暨中国国际工业互联网博览会在乌镇召开，由公司负责相关会议的筹办工作。2020 年 1~9 月实现收入 8,200.00 万元，主要系乌镇镇政府补贴，成本约 1,000.00 万元，成本较低系尚未将场馆折旧计入，于 2020 年末统一结算，故 2020 年 1~9 月毛利率较高。

为更好承接互联网大会承办任务，促进乌镇互联网产业发展，公司在建项目为桐乡市乌镇互联网大会永久落户地配套建设项目建设，为本期债券募投项目，项目建设总投资 18.25 亿元，截至 2020 年 9 月末已投资约 9.79 亿元。

公司 2020 年新增贸易板块，2020 年前三季度收入增长较快，但目前毛利率较低，中诚信对公司未来该板块发展及持续性保持关注

公司 2020 年 3 月新增贸易业务，贸易收入计入商贸服务板块，贸易业务运营主体为云享乌镇（桐乡）贸易有限公司，贸易产品为发光二极管、变压器、电容器、透镜、LED 贴片、熔断电阻、彩盒、包塑杯、电路板、集成电路等。供应商主要为焊曜贸易（重庆）有限公司、江西鸿利光电有限公司、嘉兴市广杰塑业有限公司、桐乡市乌镇丰润包装厂和中铝瑞闽股份有限公司。客户主要为生迪光电科技股份有限公司、浙江生辉照明有限公司和嘉兴中泽科技有限公司，均为桐乡市本地企业。公司与供应商的结算方面，结算周期期限一般为一个月，上月付款清单于下月 15 日统一支付；结算方式基本为银行汇款，少部分商票。

与客户的结算方面，结算周期期限为 6 个月，结算方式为银行汇款。2020 年 3~9 月，公司贸易板块实

现营业收入 2.04 亿元，同期，成本为 1.99 亿元，毛利率为 2.57%，处于较低水平。

表 10：公司主要供应商及客户情况（万元）

2020.1~9	供应商名称	金额	种类
1	烨曜贸易（重庆）有限公司	1,817.31	电子材料
2	江西鸿利光电有限公司	1,268.85	电子材料
3	嘉兴市广杰塑业有限公司	1,058.77	塑料件
4	桐乡市乌镇丰润包装厂	1,196.21	包装材料
5	中铝瑞闽股份有限公司	341.68	灯具五金
合计		5,682.82	
2020.1~9	客户名称	金额	种类
1	生迪光电科技股份有限公司	12,241.69	电子材料等
2	浙江生辉照明有限公司	10,013.60	电子材料等
3	嘉兴中泽科技有限公司	843.16	灯具五金等
合计		23,098.45	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司租赁业务收入增长明显，且目前仍有较多的在建项目，建成后该板块收入将有所增长，但同时，中诚信国际对该板块面临的资本支出压力表示关注

公司租赁业务主要由乌镇人家置业有限公司对各类政府划拨的房屋、店面、摊位等进行出租，收取租金，截至 2020 年 9 月末，公司可供出租面

积为 8.86 万平方米，已出租面积为 8.68 万平方米。

除上述业务外，公司还进行自营项目建设及改造，预计完工后可以为公司贡献一定收益。运营模式上，公司前期自筹资金进行项目建设，项目建设完成后通过出租等实现资金回流。截至 2020 年 9 月末，公司在建项目总投资为 37.63 亿元，已投资额为 9.44 亿元。

表 11：公司在建工程情况

项目名称	总投资（亿元）	已投资（亿元）	建筑面积（平方米）	建设周期
中市广场综合大楼工程	1.79	1.13	16,000.00	2019.5-2020.12
乌镇智慧社区一期	3.00	1.45	28,000.00	2019.4-2021.1
乌镇啤酒厂改造项目	3.50	0.13	3,200.00	2020.3-2022.3
乌镇城市客厅装修项目	0.06	0.04	7,000.00	2019.6-2020.9
乌镇锅厂改造项目	0.50	0.01	10,230.00	2019.7-2020.9
互联网广场（会展中心）项目	12.00	5.78	123,000.00	2019.8-2021.3
民兴菜场改造工程	0.10	0.05	11,230.00	2019.9-2021.4
总部大楼	15.00	0.04	101,269.00	2020.8-2022.8
宴会中心	0.90	0.26	9,000.00	2020.5-2022.5
原乌镇电机厂址两创中心建设项目	0.78	0.55	7,600.00	2019.4-2020.9
合计	37.63	9.44	345,329.00	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

战略规划及管理

公司作为乌镇重要的基础设施建设运营主体，公司将持续推进土地开发及基础设施建设，提升国有资产投资经营运作水平

公司将紧密围绕国家产业政策、桐乡市城市发展定位和目标，牢牢抓住城市化建设的机遇，不断

提升管理能力和业务能力，以市场化运作为手段，对所有项目实行制度化管理，建立重大项目责任追究制，努力使国有资产投资经营运作水平得到显著提升。

第一，公司将强化对城市基础设施和公用设施的建设和管理，提高城市资产的利用率，为城市发展服务；积极筹措资金，确保重点项目的顺利建设。根据行业特性、运营上的垄断性以及投资额大、

回收周期长等特性，公司将集中精力做好区域内城建项目立项、投资、建设，进一步加强自身在桐乡市乌镇地区城市经营中的主导地位。

第二，公司将规范项目管理，进一步提升管理水平，对公司投资的各重点项目，严格招投标和合同管理，明确相关部门职责，充分发挥各参建单位作用，提高工作效率，同时加强重点项目资金监管力度，提高管理水平，坚持重点工程月报制度，深入工地现场及时掌握工程项目进展和资金需求，确保重点建设项目管理的规范性、连续性和完整性。

第三，公司将通过市场化运作，综合运用土地资产、地域空间和其他经济要素，通过积极经营区域内存量资产、实行多渠道融资等方式为城市建设筹措资金，实现资源效益最大化和最优化，促进桐乡市持续快速健康发展。公司将充分挖掘桐乡市已有的商业经营等项目的潜在资源，通过市场确定经营主体，增强桐乡市范围内城市经营的前瞻性；通过市场化运作模式，加大宣传推介，引导社会资本投入，多渠道筹集建设资金；同时进一步加强土地的市场化运作研究，通过基础设施的建设、引导、开发，实现土地增值，充分发挥资源的最大效应。

总体来看，公司战略规划合理，为公司未来发展提供了战略保障。

公司法人治理结构完善，内部管理制度和内部控制制度已基本建立健全，能够适应公司管理的需要和发展的需要

公司根据《公司法》以及有关法律法规的规定，制定了公司章程。治理结构上，公司不设立股东会。由出资人行使股东会职权。公司依法设立董事会，董事会成员为 3 人，其中由股东委派 2 人，由公司职代会选举产生 1 人。董事会设董事长 1 人，由董事会选举产生。公司设总经理一人，由董事会决定聘任或者解聘，总经理对董事会负责。公司设监事会，监事会成员为 5 人，其中股东代表监事 3 人，有股东委派产生；职工代表监事 2 人，由职工代表大会选举产生。

公司建立了一整套较为完善的内部控制体系，包括《公司章程》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理办公会议事规则》等管控流程。同时，公司还制定了一系列较完善的管理制度，包括财务管理制度、资金管理制度、投融资管理制度、对外担保管理制度、关联交易管理制度、项目管理制度、人力资源管理制度等，针对各业务领域的不同特点，公司严格把控业务流程，为促进各项管理工作的科学化和规范化奠定了坚实的制度基础。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年连审审计报告及 2019 年审计报告及 2020 年 1~9 月未经审计的财务报表。公司各期财务报表均根据新会计准则编制。2017~2018 年数据为 2016~2018 年连审报告当期数，2019 年数据为 2019 年审计报告期末数。

盈利能力

随着土地开发及基础设施建设业务的持续开展，公司收入规模有所上升，毛利率波动上升；公司利润主要来自经营性业务利润，且政府补贴是公司利润的重要补充部分

2017~2019 年，公司分别实现营业收入 5.35 亿元、6.54 亿元和 6.50 亿元。其中，土地一级开发收入分别为 5.32 亿元、5.64 亿元和 3.50 亿元，2018~2019 年，商贸服务收入分别为 0.80 亿元和 1.30 亿元，2019 年新增委托代建业务，2019 年实现收入 1.47 亿元。2020 年 1~9 月，公司营业收入为 5.33 亿元，土地一级开发为 0.80 亿元，委托代建收入为 0.50 亿元，同期，因新增贸易业务，公司商贸服务收入增长至 3.21 亿元。

毛利率方面，2017~2019 年，公司毛利率分别为 3.83%、3.39%和 6.89%，2019 年毛利率提高主要系商贸服务毛利率增长。其中，土地一级开发板块毛利率分别为 3.37%、3.06%和 3.35%，基本保持稳

定。2018~2019 年，公司商贸服务毛利率分别为 1.48%和 11.59%，2019 年增长主要系乌镇镇人民政府对世界互联网大会补贴增加。2019 年，委托代建板块毛利率为 4.76%，系按照成本加成 5%确认收入。2020 年 1~9 月，公司毛利率为 20.83%，其中，土地一级开发毛利率为 3.29%，委托代建板块毛利率为 4.76%。

表 12：近年来各板块营业收入及毛利率（万元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~9
土地一级开发	53,161.91	56,358.83	35,035.30	8,000.00
委托代建收入			14,692.05	5,000.00
商贸服务		7,968.80	13,025.88	32,088.00
出租	24.56	338.73	1,243.00	4,435.00
其他	311.80	754.95	964.56	3,728.50
合计	53,498.27	65,421.31	64,960.78	53,251.50
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~9
土地一级开发	3.37	3.06	3.35	3.29
委托代建收入	-		4.76	4.76
商贸服务	-	1.48	11.59	26.00
出租	100.00	76.54	66.09	26.04
其他	75.91	15.40	28.33	29.27
合计	3.83	3.39	6.89	20.83

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2017~2019 年，公司期间费用分别为 0.16 亿元、0.21 亿元和 0.54 亿元，主要为管理费用。2017~2019 年，公司管理费用分别为 0.13 亿元、0.14 亿元和 0.27 亿元，主要系劳务费、奖励、员工薪酬及无形资产摊销构成，2019 年增长主要系无形资产中土地使用权摊销增加。同期，公司三费占比分别为 3.04%、3.15%和 8.34%。2020 年 1~9 月，公司期间费用为 0.23 亿元，其中，管理费用和财务费用分别为 0.19 亿元和 0.03 亿元。

公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2017~2019 年，公司利润总额分别为 1.63 亿元、1.60 亿元和 1.61 亿元。同期，经营性业务利润分别为 1.64 亿元、1.58 亿元和 1.39 亿元，其中，其他收益分别为 1.61 亿元、1.59 亿元和 1.57 亿元，均为政府补贴。2020 年 1~9 月，公司利润总额为 0.87 亿元，均为经营性业务利润，当期公司未收到政府补

贴。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~9
销售费用	0.00	0.00	0.02	0.01
管理费用	0.13	0.14	0.27	0.19
财务费用	0.03	0.06	0.26	0.03
期间费用合计	0.16	0.21	0.54	0.23
期间费用收入比	3.04	3.15	8.34	4.41
利润总额	1.63	1.60	1.61	0.87
经营性业务利润	1.64	1.58	1.39	0.87
其中：其他收益	1.61	1.59	1.57	0.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

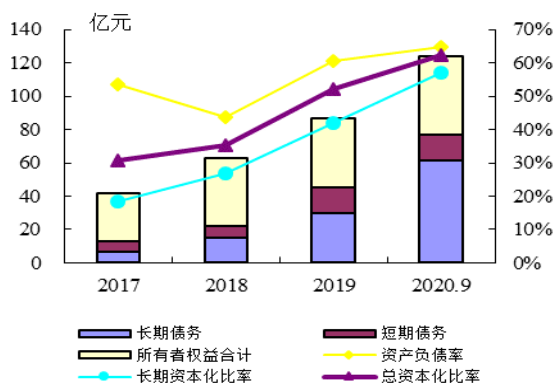
资产质量

随着项目的持续推进，公司资产及负债规模有所扩张，但是，公司资产目前主要是其他应收款和存货，整体资产流动性和收益性不足

近年来，随着项目的持续推进，公司整体发展稳定，资产、负债及所有者权益规模均呈增长态势。2017~2019 年末，公司总资产分别为 62.30 亿元、72.02 亿元和 105.89 亿元，同期末，总负债分别为 33.25 亿元、31.57 亿元和 64.21 亿元。2017~2019 年末，公司所有者权益分别为 29.05 亿元、40.45 亿元和 41.68 亿元，2018 年增长一方面系桐乡市财政局投资款增加，另一方面系桐乡市国资办同意将经营公司和浙江乌镇互联网特色小镇投资建设有限公司已开发尚未出让的土地资产及原有部分不动产无偿划转至公司子公司桐乡市乌镇人家置业有限公司。2020 年 9 月末，公司总资产为 132.35 亿元，增长主要系项目投入增加，同期末，总负债为 85.71 亿元，增长主要系融资需求增加。2020 年 9 月末，公司所有者权益为 46.64 亿元，其中，实收资本为 3.00 亿元，资本公积为 32.73 亿元，资本公积增长主要系财政资金注入。

近年来，公司财务杠杆比率波动增长，2017~2019 年末，公司资产负债率分别为 53.37%、43.84%和 60.64%，总资本化比率分别为 30.87%、35.36%和 51.99%。2020 年 9 月末，公司资产负债率为 64.67%，总资本化比率为 62.42%，杠杆比率进一步加大。

图 1：2017~2020.9 公司资本结构情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产结构方面，公司资产以流动资产为主。流动资产方面，2017~2019 年末，公司流动资产分别为 60.79 亿元、66.77 亿元和 92.18 亿元，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。货币资金方面，2017~2019 年末，公司货币资金分别为 1.18 亿元、1.32 亿元和 10.71 亿元，主要为银行存款，截至 2019 年末，公司货币资金中无受限部分。其他应收款方面，2017~2019 年末，公司其他应收款分别为 13.14 亿元、18.92 亿元和 28.31 亿元，截至 2019 年末，公司其他应收款前五名分别为桐乡市乌镇国际旅游区经营管理有限公司（以下简称“乌镇经营管理”）、浙江乌镇互联网特色小镇投资建设有限公司（以下简称“乌镇互联网小镇”）、桐乡市乌镇国际旅游区物业发展有限公司（以下简称“乌镇旅游区物业发展”）、桐乡市乌镇南宫基础设施投资有限公司和乌镇国际旅游区建设管理委员会，均为往来款。存货方面，2017~2019 年末，公司存货分别为 34.69 亿元、39.87 亿元和 45.72 亿元，主要为土地开发成

本。2020 年 9 月末，公司流动资产为 110.65 亿元，其中，货币资金为 19.32 亿元，无受限部分。同期末，其他应收款为 29.00 亿元，其他应收款前五名分别为乌镇经营管理、乌镇互联网小镇、桐乡市运北投资建设有限公司、桐乡市望龙物业管理有限公司及乌镇旅游区物业管理。2020 年 9 月末，公司存货为 49.84 亿元，主要是土地开发成本及基础设施建设项目成本。

非流动资产方面，2017~2019 年末，公司非流动资产分别为 1.51 亿元、5.25 亿元和 13.71 亿元。主要为投资性房地产、在建工程和无形资产。投资性房地产方面，2017 年公司无投资性房地产，2018~2019 年末，公司投资性房地产分别为 2.24 亿元和 2.46 亿元，主要系根据桐国资办[2018]48 号文件从桐乡市国际旅游区经营管理有限公司无偿划转至公司的 276 处房产及其公允价值变动。在建工程方面，2017~2019 年末，公司在建工程分别为 0.46 亿元、0.95 亿元和 6.91 亿元，2019 年增加主要系互联网广场（会展中心）、中市广场综合大楼工程、乌镇电机厂址两创中心等项目。无形资产方面，2017~2019 年末，公司无形资产分别为 0.80 亿元、1.67 亿元和 3.89 亿元，主要系土地使用权。

2020 年 9 月末，公司非流动资产为 21.71 亿元，其中，长期股权投资为 2.59 亿元，主要系公司 2020 年前三季度新增对外投资，公司在各类股权投资合伙企业中均任普通合伙人，享有享有标的企业利润分红及所持股权未来全部/部分出售所获得的收益等。

表 14：2020 年前三季度部分新增对外投资明细（万元）

	基金认缴 出资额	公司认缴 出资额	已投资 金额	期限	出资比例	投资行业	退出方式
桐乡市乌镇 云扬股权投资 合伙企业	5,010.00	2,000.00	1,200.00	5 年（投资 期 3 年，退 出期 2 年）	39.92%	非公开交易的集成电路产业 领域内的企业顾群和该领域 内具有创新创业（人才）类 的项目	享有标的企业利润 分红及所持股权未 来全部/部分出售所 获得的收益等
桐乡市乌镇 云祥股权投资 合伙企业	5,010.00	2,000.00	800.00	5 年（投资 期 3 年，退 出期 2 年）	39.92%	非公开交易的人工智能产业 领域内的企业股权和该领域 内具有创新创业（人才）类 的项目	享有标的企业利润 分红及所持股权未 来全部/部分出售所 获得的收益等

桐乡市乌镇佳域数字经济产业股权投资合伙企业（有限合伙）	50,000.00	10,000.00	2,000.00	7年（投资期4年，退出期3年）	20.00%	总认缴出资额的80%投资于5G通信、物联网、智慧城市、人工智能、大数据、智能家居、高端智能制造等战略性新兴产业，同时，应不低于合伙企业总认缴出资额的70%（人民币3.5亿元）投资于服务与康佳股份有限公司产业发展的相关项目	封闭运作方式投向标的企业，享有标的企业利润分红及所持股权未来全部/部分出售所获得的收益等
合计	60,020.00	14,000.00	4,000.00				

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020年9月末，公司投资性房地产为2.53亿元，在建工程为9.67亿元，增长主要系各项目投入增加。2020年9月末，公司无形资产为6.53亿元，主要系公司前三季度通过招拍挂新增土地资产，后续用于自营项目开发。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主。流动负债方面，2017~2019年末，公司流动负债分别为23.46亿元、13.68亿元和33.34亿元，主要为短期借款和其他应付款。短期借款方面，2018~2019年末，公司短期借款分别为1.40亿元和4.66亿元，主要为保证借款。其他应付款方面，2017~2019年末，公司其他应付款分别为21.80亿元、9.83亿元和25.88亿元，2018年，公司偿还较多单位往来款，其他应付款大幅减少，截至2019年末，公司其他应付款前五名分别为乌镇国际旅游区经营管理公司、桐乡市乌镇镇单桥股份经济合作社单桥村、桐乡市龙翔街道规划建设管理站、浙江乌镇互联网特色小镇投资建设有限公司以及桐乡市乌镇国际旅游区物业发展有限公司等。2020年9月末，公司流动负债为23.18亿元，其中，短期借款为12.07亿元，其他应付款为10.46亿元，同比2019年减少59.59%，主要系乌镇国际旅游区经营管理公司应付款项减少。

非流动负债方面，2017~2019年末，公司非流动负债分别为9.79亿元、17.89亿元和30.87亿元，主要为长期借款和长期应付款。长期借款方面，2017~2019年末，公司长期借款分别为6.57亿元、12.33亿元和23.97亿元，主要为抵押借款和保证借款。长期应付款方面，2017~2019年末，公司长期

应付款分别为2.03亿元、4.49亿元和5.99亿元，截至2019年末，公司长期应付款主要为宁波永赢金融租赁有限公司融资租赁款26,910万元，期限为5年，其中18,000万元利率为5.1%，8,910万元利率为8.8%；陆家嘴国际信托有限公司信托款32,890万元，期限为2年，其中29,890万元利率为7.9%，剩余3,000万元利率为7.5%。2020年9月末，公司非流动负债为62.53亿元，其中，长期借款为45.01亿元，增长主要系融资需求增加，平均利率在5%左右，期限以15年为主。同期末，公司长期应付款为16.76亿元，主要系新增陆家嘴国际信托信托融资、债权融资计划等，利率分布在5.1%~7.9%，期限为2~8年。

从债务期限结构来看，公司债务以长期债务为主，2017~2019年末，公司总债务分别为12.97亿元、22.13亿元和45.13亿元，长短期债务比分别为0.98倍、0.50倍和0.51倍，公司以长期债务为主。2020年9月末，公司总债务为77.49亿元，长短期债务比为0.25倍，公司以长期债务为主，债务增加主要系用于土地开发、基础设施建设及自营项目的长期借款。

现金流及偿债能力

公司经营活动净现金流呈现波动，EBITDA虽有所增长，但对债务本金覆盖能力欠佳；公司目前仍有一定的备用流动性，短期偿债压力可控

经营活动净现金流方面，2017~2019年，公司经营活动净现金流分别为-3.85亿元、-9.40亿元和0.44亿元，2017~2018年经营活动净现金流对公司

本息不具备覆盖能力。2019 年，经营活动净现金流/总债务为 0.01 倍，经营活动净现金流利息覆盖倍数为 0.85 倍，经营活动净现金流对债务本息的保障较弱。

获现能力方面，2017~2019 年，公司 EBITDA 分别为 1.71 亿元、1.87 亿元和 2.09 亿元，主要由利润总额、折旧和摊销构成。同期，总债务/EBITDA 分别为 7.58 倍、11.82 倍和 21.57 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 3.28 倍、1.84 倍和 4.01 倍。EBITDA 对利息支出具有一定的保障能力。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.1~9
短期债务	6.41	7.36	15.18	15.72
长期债务	6.57	14.77	29.95	61.77
总债务	12.97	22.13	45.13	77.49
货币资金/短期债务	0.18	0.18	0.71	1.23
EBITDA/短期债务	0.27	0.25	0.14	-
经营活动净现金流	-3.85	-9.40	0.44	-1.38
经营活动净现金流/总债务	-0.30	-0.42	0.01	-0.02
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-7.36	-9.23	0.85	-
EBITDA	1.71	1.87	2.09	-
总债务/EBITDA	7.58	11.82	21.57	-
EBITDA 利息倍数	3.28	1.84	4.01	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从债务分布来看，公司 2020 年 10~12 月到期债务为 5.80 亿元，2021 年到期债务为 21.10 亿元，2022 年到期债务为 7.00 亿元，2023 年及以后到期债务为 43.59 亿元。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2020.10~12	2021	2022	2023 年及以后
到期债务	5.80	21.10	7.00	43.59

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2020 年 9 月末，公司获得各银行授信共计人民币 100.00 亿元，已使用银行授信 59.13 亿元，剩余使用授信额度共计 40.87 亿元。

受限资产方面，截至 2020 年 9 月末，公司受限资产为 9.53 亿元，主要受限资产包括在建工程、投资性房地产及无形资产，占当期总资产的比重为 7.20%。

或有负债方面，截至 2020 年 9 月末，公司对外担保余额为 9.40 亿元，占当期净资产的比重为 20.15%，主要担保对象为浙江乌镇互联网特色小镇投资建设有限公司、桐乡市乌镇国际旅游区物业发展有限公司及桐乡市望龙物业管理有限公司。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2016~2021 年 1 月 8 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为乌镇唯一的土地一级开发以及国有资本运营主体，在资本金注入和政府补助方面得到股东及有关方面的有力支持

资本注入方面，根据《桐乡市国有资产监督管理委员会办公室关于同意桐乡市乌镇国际旅游区投资建设有限公司增资及更名事宜的复函》，公司注册资本由 1.00 亿元变更为 5.00 亿元。截至 2019 年末，公司实收资本增加至 3.00 亿元。此外，根据 2016 年 12 月 30 日桐乡市财政局《关于规范地方政府置换债券会计处理的通知》，公司将地方政府债券资金计入资本公积，专项用于项目建设；2017 年根据《乌镇镇人民政府关于结转资本公积会计处理的通知》（乌政[2017]69 号），同意公司将桐乡市财政局拨入的 2.00 亿元投资款结转资本公积，根据 2017 年 12 月 30 日桐乡市财政局《关于规范地方政府置换债券会计处理的通知》，公司将地方政府债券资金计入资本公积，专项用于项目建设；2018 年，依据乌镇[2018]197 号、桐国资办（2018）48 号函等文件，2018 年桐乡市国资办同意将经营公司和浙江乌镇互联网特色小镇投资建设有限公司已开发尚未出让的土地资产及原有部分不动产无偿划转至公司二级子公司桐乡市乌镇人家置业有限公司。

政府补助方面，2017~2019 年，公司分别获得政府补助 1.61 亿元、1.59 亿元和 1.57 亿元，用于支持公司在乌镇国际旅游区中各项项目的建设。

偿债保障措施

桐乡市城市建设投资有限公司作为担保人对本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体实力

桐乡市城市建设投资有限公司（以下简称“桐乡城投”或“公司”）是经桐乡市人民政府桐政发[2003]58号文件批准成立，于2003年11月26日由桐乡市国有资产管理办公室（以下简称“桐乡市国资办”）投资组建的国有独资公司，初始注册资本为3.00亿元。2005年12月，公司变更出资人为桐乡市财政局，同期，公司吸收合并桐乡市国有资产投资经营有限公司（注册资本7,361万元），由桐乡市财政局全额出资；2006年桐乡市财政局以货币资金增加注册资本2,639万元；2015年12月，公司出资人桐乡市财政局决定将注册资本由4亿元增加至10亿元，2016年1月已完成工商变更，至2017年底实收资本为10亿元。2019年7月5日，桐乡市财政局下发《桐乡市财政局关于同意对桐乡市城市建设投资有限公司增加投资的批复》（桐财发[2019]59号），同意对公司增加注册资本10亿元，其中实物出资9.3亿元，其余为货币资金。增资后，桐乡城投注册资本增至20亿元。2019年12月26日根据《桐乡市财政局关于同意对桐乡市城市建设投资有限公司增加投资的批复》（桐财发[2019]117号）文件精神，桐乡市财政局再次向公司增加投资10亿元，增资后注册资本增至30亿元。

2019年，为完善国有资产管理体制，深化国有企业改革，国有资产保值增值，桐乡市国资办将多家公司100%股权划转至公司，根据桐政国资办发[2019]31号、[2019]50号及[2019]56号文件，桐乡市国资办同意将桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司（以下简称“金凤凰发展”）、桐乡市工业发展投资有限公司（以下简称“桐乡工投”）、乌镇实业（桐乡）有限公司（以下简称“乌镇实业”）、桐乡市崇德投资发展集团有限公司（原桐乡市崇福皮

草产业开发投资有限公司，于2020年4月17日更为现名，以下简称“崇德投资”）及桐乡市农信融资担保有限责任公司（以下简称“桐乡农信融资担保”）100%股权无偿划入公司。截至2020年9月末，公司注册资本为30亿元，实收资本为15.21亿元，公司控股股东及实际控制人为桐乡市财政局。

公司作为桐乡市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，目前业务范围包括基础设施建设、土地一级开发及公用事业等业务，受益于2019年金凤凰发展、乌镇实业及桐乡工投等子公司纳入公司合并报表范围，公司收入水平增长显著，目前公司收入主要来源于土地一级开发、代建回购、天然气、房屋销售、自来水销售及污水处理费。2017~2019年及2020年9月末，桐乡城投分别实现营业收入13.79亿元、14.20亿元、38.97亿元和23.61亿元。近年来随着业务及资产重组的稳步发展，桐乡城投资产总计分别为253.50亿元、269.94亿元、733.27亿元和851.44亿元。同期末，桐乡城投总负债分别为139.72亿元、142.60亿元、427.21亿元和536.57亿元。净资产方面，2017~2019年末及2020年9月末，所有者权益分别为113.78亿元、127.34亿元、306.06亿元和314.87亿元，主要为资本公积。

作为桐乡市重要的基础设施建设开发主体，公司在资本金注入、政府补贴及股权划转等方面获得了桐乡市人民政府的有力支持。

鉴于此，中诚信国际评定桐乡市城市建设投资有限公司的主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，本期公司债券信用等级充分考虑了桐乡城投作为担保方对本期公司债券本息偿付的保障作用。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定乌镇实业（桐乡）有限公司主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；评定“2021年乌镇实业（桐乡）有限公司公司债券”的债项信用等级为AA⁺。

中诚信国际关于 2021 年乌镇实业（桐乡）有限公司 公司债券的跟踪评级安排

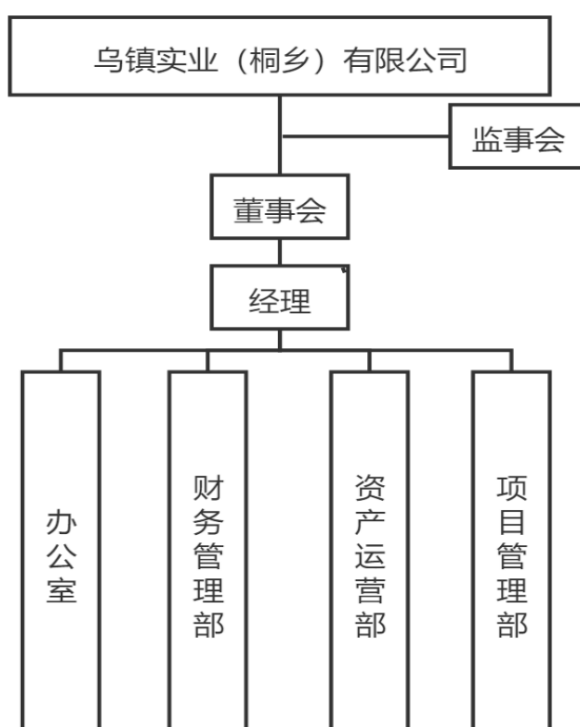
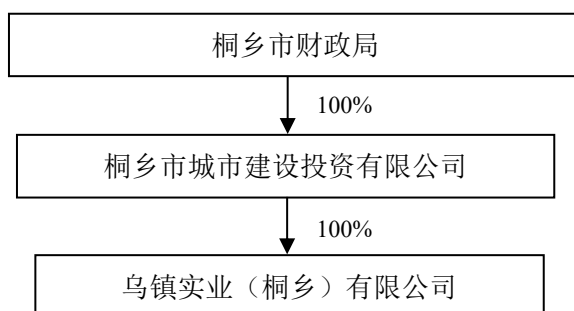
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期公司债券的存续期内对本期公司债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在本期债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

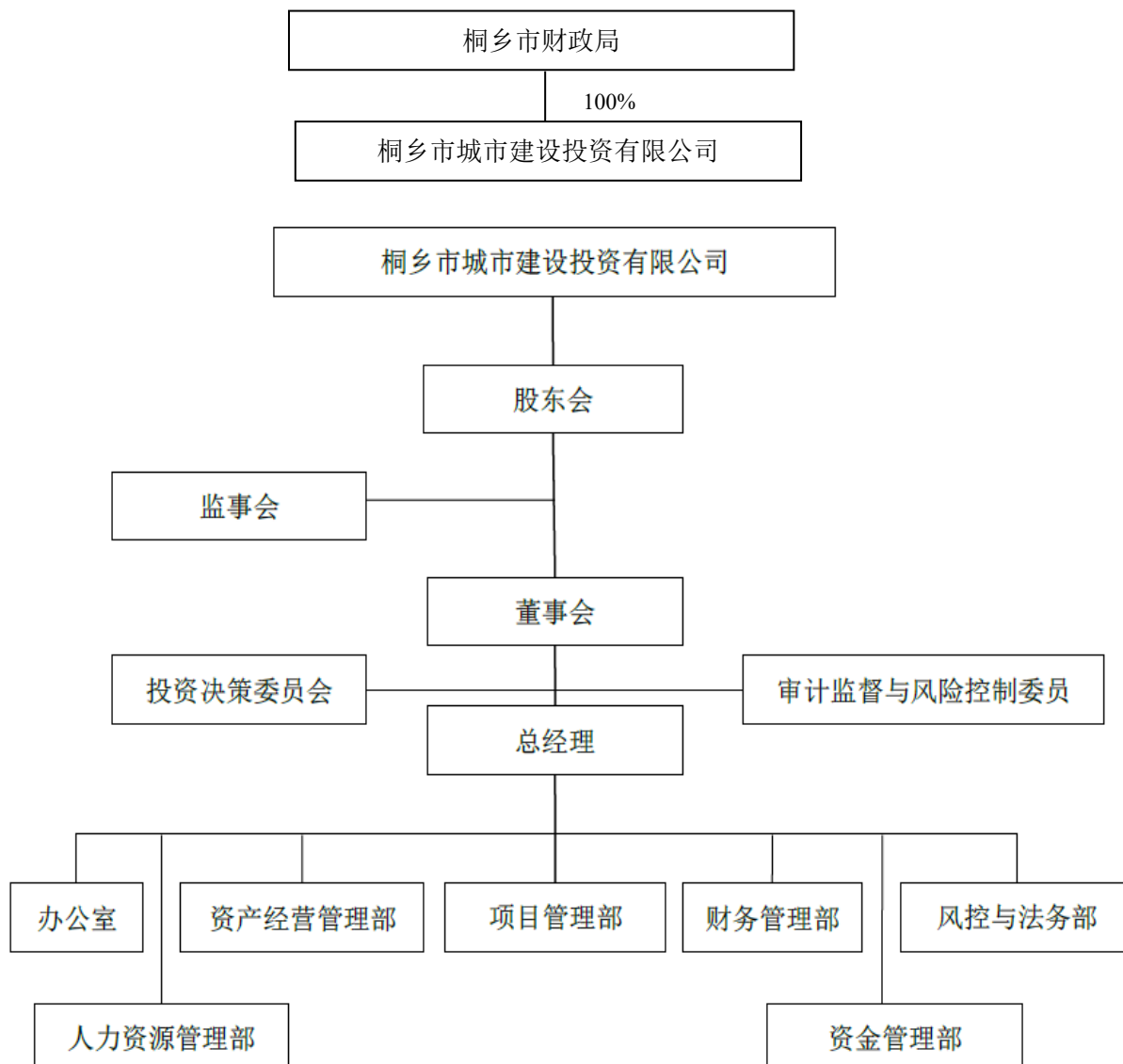
2021 年 02 月 02 日

附一：乌镇实业（桐乡）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 9 月末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：桐乡市城市建设投资有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 9 月末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附三：乌镇实业（桐乡）有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.9
货币资金	11,793.03	13,246.47	107,110.08	193,216.37
应收账款	113,313.59	58,024.68	57,901.28	54,135.32
其他应收款	131,372.97	189,204.87	283,116.37	289,956.57
存货	346,898.37	398,743.19	457,178.41	498,438.95
长期投资	178.17	201.06	877.51	25,935.79
在建工程	4,597.75	9,450.34	69,146.53	96,665.51
无形资产	7,985.23	16,719.32	38,903.36	65,321.22
总资产	622,966.38	720,195.19	1,058,909.19	1,323,541.92
其他应付款	217,953.59	98,280.81	258,769.95	104,573.57
短期债务	64,076.00	73,630.00	151,785.15	157,234.66
长期债务	65,650.00	147,670.03	299,519.80	617,659.40
总债务	129,726.00	221,300.03	451,304.95	774,894.06
总负债	332,486.64	315,719.66	642,108.06	857,095.76
费用化利息支出	435.60	2,126.65	3,646.11	-
资本化利息支出	4,792.00	8,055.00	1,572.97	-
实收资本	10,000.00	30,000.00	30,000.00	30,000.00
少数股东权益	14,427.92	19,340.12	16,167.96	15,799.36
所有者权益合计	290,479.75	404,475.53	416,801.13	466,446.15
营业总收入	53,498.27	65,421.31	64,960.78	53,251.50
经营性业务利润	16,426.02	15,848.26	13,931.62	8,683.46
投资收益	-22.31	330.01	102.54	0.00
净利润	16,237.60	15,799.41	15,139.79	14,753.36
EBIT	16,750.85	18,077.88	19,775.22	-
EBITDA	17,124.85	18,728.83	20,922.43	-
销售商品、提供劳务收到的现金	2,459.89	76,879.97	57,041.75	48,032.09
收到其他与经营活动有关的现金	140,750.47	392,497.88	389,131.45	-3,648.02
购买商品、接受劳务支付的现金	13,701.19	38,978.45	80,887.47	14,588.70
支付其他与经营活动有关的现金	167,749.97	523,958.85	361,050.18	43,552.35
吸收投资收到的现金	25,144.00	33,802.00	49.00	0.00
资本支出	1,770.42	8,314.80	80,392.95	16,999.60
经营活动产生现金净流量	-38,455.14	-93,968.10	4,420.88	-13,784.40
投资活动产生现金净流量	-1,727.58	-11,981.07	-87,052.95	-16,999.60
筹资活动产生现金净流量	45,290.41	107,402.61	176,495.69	-14,000.15
财务指标	2017	2018	2019	2020.9
营业毛利率（%）	3.83	3.39	6.89	20.83
期间费用率（%）	3.04	3.15	8.34	4.41
应收类款项/总资产（%）	39.28	34.33	32.20	26.00
收现比（X）	0.05	1.18	0.88	0.90
总资产收益率（%）	2.85	2.69	2.22	-
资产负债率（%）	53.37	43.84	60.64	64.76
总资本化比率（%）	30.87	35.36	51.99	62.42
短期债务/总债务（X）	0.49	0.33	0.34	0.20
FFO/总债务（X）	0.13	0.10	0.04	-0.02
FFO 利息倍数（X）	3.17	2.16	3.55	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	-7.36	-9.23	0.85	-
总债务/EBITDA（X）	7.58	11.82	21.57	-
EBITDA/短期债务（X）	0.27	0.25	0.14	-
货币资金/短期债务（X）	0.18	0.18	0.71	1.23
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	3.28	1.84	4.01	-

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年前三季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际将公司长期应付款和其他非流动负债中的带息部分调整至长期债务，将其他应付款中的有息部分调整至短期债务。

附四：桐乡市城市建设投资有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.9
货币资金	164,335.66	274,726.88	846,195.66	1,238,764.55
应收账款	65,658.67	48,189.54	146,138.82	122,555.63
其他应收款	610,656.70	684,648.89	1,331,407.55	1,421,906.52
存货	705,072.58	662,317.89	2,842,072.66	3,152,087.61
长期投资	179,793.17	126,325.30	417,988.62	525,914.41
在建工程	307,274.68	344,308.86	794,264.92	1,023,425.27
无形资产	27,015.18	27,444.85	80,479.78	106,256.42
总资产	2,534,960.32	2,699,425.08	7,332,702.24	8,514,380.04
其他应付款	177,293.82	147,201.29	607,354.63	502,542.14
短期债务	139,396.32	331,128.24	626,390.53	785,944.57
长期债务	830,348.55	614,919.63	2,319,913.05	3,084,230.55
总债务	969,744.87	946,047.87	2,946,303.58	3,870,175.12
总负债	1,397,184.49	1,425,991.89	4,272,063.04	5,365,712.69
费用化利息支出	29,034.68	33,975.16	44,122.14	-
资本化利息支出	11,902.73	6,696.96	75,358.71	-
实收资本	100,000.00	100,000.00	103,800.00	152,132.00
少数股东权益	18,518.36	18,107.72	148,534.49	150,547.65
所有者权益合计	1,137,775.83	1,273,433.19	3,060,639.20	3,148,667.35
营业总收入	137,869.67	142,043.81	389,655.14	236,138.10
经营性业务利润	23,181.61	23,794.41	48,784.09	11,192.47
投资收益	6,298.20	8,707.08	41,993.65	8,014.80
净利润	29,160.77	30,523.90	88,301.94	21,537.13
EBIT	61,345.11	66,986.94	140,691.73	-
EBITDA	77,494.02	84,780.48	168,644.67	-
销售商品、提供劳务收到的现金	145,053.38	156,195.79	439,043.66	327,357.64
收到其他与经营活动有关的现金	405,058.33	436,030.44	1,172,645.82	1,076,138.53
购买商品、接受劳务支付的现金	89,382.53	97,388.55	473,078.49	499,719.61
支付其他与经营活动有关的现金	391,778.08	351,067.74	1,034,891.89	1,060,186.22
吸收投资收到的现金	40,000.00	99,100.00	4,906.14	54,575.36
资本支出	69,023.20	80,244.89	242,949.79	279,577.24
经营活动产生现金净流量	25,241.48	100,513.91	46,615.85	-200,294.16
投资活动产生现金净流量	-141,184.92	-35,297.16	-90,505.02	-285,131.46
筹资活动产生现金净流量	55,376.05	44,516.54	372,336.17	857,994.50
财务指标	2017	2018	2019	2020.9
营业毛利率（%）	12.23	13.80	12.07	12.37
期间费用率（%）	18.10	20.33	14.82	23.26
应收类款项/总资产（%）	28.99	28.97	20.25	18.22
收现比（X）	1.05	1.10	1.13	1.39
总资产收益率（%）	2.48	2.56	2.80	-
资产负债率（%）	55.12	52.83	58.26	63.02
总资本化比率（%）	46.01	42.62	49.05	55.14
短期债务/总债务（X）	14.37	35.00	21.26	0.20
FFO/总债务（X）	0.07	0.08	0.04	-0.07
FFO 利息倍数（X）	1.69	1.82	1.07	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	0.62	2.47	0.39	-
总债务/EBITDA（X）	12.51	11.16	17.47	-
EBITDA/短期债务（X）	0.56	0.26	0.27	-
货币资金/短期债务（X）	1.18	0.83	1.35	1.58
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.89	2.08	1.41	-

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年三季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际将公司长期应付款和其他非流动负债中的带息部分调整至长期债务，将其他应付款中的有息部分调整至短期债务。

附五：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物） =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资 =可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务 =长期债务+短期债务
	净债务 =总债务-货币资金
	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）
经营效率	存货周转率 =营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率 =营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数 =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率 =（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率 =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润 =营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	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
	总资产收益率 =EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率 =净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率 =EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率 =EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营净现金流（CFO-股利） =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流 =经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	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
	利息支出 =费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 =EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数 =EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附六：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。