

桐乡市工业发展投资集团有限公司
及其发行的 PR 桐工 01 与 PR 桐工 02
跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2022]101025】

评级对象： 桐乡市工业发展投资集团有限公司及其发行的 PR 桐工 01 与 PR 桐工 02

	PR 桐工 01	PR 桐工 02
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪：	AA/稳定/AA+/2022 年 6 月 30 日	AA/稳定/AA+/2022 年 6 月 30 日
前次跟踪：	AA/稳定/AA+/2021 年 6 月 30 日	AA/稳定/AA+/2021 年 6 月 30 日
首次评级：	AA/稳定/AA+/2018 年 9 月 6 日	AA/稳定/AA+/2019 年 5 月 15 日

主要财务数据

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	6.13	7.08	6.41
刚性债务	20.34	23.21	32.74
所有者权益	34.21	39.64	40.70
经营性现金净流入量	-10.19	-4.37	-5.69
发行人合并数据及指标：			
总资产	87.87	101.23	113.56
总负债	44.98	52.96	64.04
刚性债务	32.61	40.90	50.98
所有者权益	42.88	48.27	49.52
营业收入	4.55	6.66	6.83
净利润	1.11	0.85	1.25
经营性现金净流入量	-2.78	-4.79	0.91
EBITDA	1.40	1.37	1.78
资产负债率[%]	51.19	52.31	56.39
长短期债务比[%]	666.52	578.59	388.42
营业利润率[%]	25.95	13.97	20.76
短期刚性债务现金覆盖率[%]	268.43	215.15	120.95
营业收入现金率[%]	89.14	105.81	76.59
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-15.35	-17.38	-6.70
EBITDA/利息支出[倍]	0.69	0.58	0.46
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.04	0.04
担保方数据：			
所有者权益	306.06	361.89	367.09
权益资本与刚性债务余额比率[%]	109.86	97.04	78.07
担保比率[%]	13.08	16.86	15.56

注：发行人数据根据桐乡工投经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算。担保方数据根据桐乡城投经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算。

分析师

李 娟 lijuan@shxsj.com
 吴梦琦 wmq@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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪评级”或“本评级机构”）对桐乡市工业发展投资集团有限公司（以下简称“桐乡工投”、“发行人”、“该公司”或“公司”）及其发行的 PR 桐工 01 与 PR 桐工 02 的跟踪评级反映了 2021 年以来桐乡工投在外部环境、业务地位等方面保持优势，同时也反映了公司在资本支出、资产流动性及盈利能力等方面仍面临压力和风险。

主要优势：

- **良好的外部环境。**跟踪期内，桐乡市经济在常态化疫情防控下实现良好的恢复性增长，桐乡经开区承担着桐乡市招商引资的主要职责，得益于显著的区位优势及产业集聚优势，桐乡经开区整体招商引资情况良好，能够继续为桐乡工投业务发展提供良好的外部环境。
- **业务区域专营优势明显。**跟踪期内，桐乡工投业务仍以桐乡经开区开发建设为核心，区域专营优势明显；同时，在资金、业务等方面可继续得到地方政府及股东的有力支持。
- **担保增信。**PR 桐工 01 与 PR 桐工 02 均由桐乡城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可提升上述债券的偿付安全性。

主要风险：

- **资本支出压力。**跟踪期内，由于桐乡经开区开发建设的持续投入，桐乡工投刚性债务规模进一步扩张，且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。
- **资产流动性一般。**跟踪期内，桐乡工投资产仍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，整体资产流动性一般。

- **盈利能力较弱。**受业务性质限制，桐乡工投主业盈利能力仍较弱，公司利润水平对政府补助依赖度较高。

➤ 未来展望

通过对桐乡工投及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



桐乡市工业发展投资集团有限公司 及其发行的 PR 桐工 01 与 PR 桐工 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2019 年桐乡市工业发展投资有限公司¹双创孵化专项债券（第一期）（简称“PR 桐工 01”）和 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）（简称“PR 桐工 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据桐乡工投提供的经审计的 2021 年财务报表及相关经营数据，对桐乡工投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司分别于 2019 年 3 月和 2019 年 5 月发行了 7.00 亿元的“PR 桐工 01”和 5.00 亿元的“PR 桐工 02”，利率分别为 5.38% 和 5.16%，期限均为 7 年。其中，PR 桐工 01 募集资金 3.50 亿元用于中国乌镇互联网产业园众创空间项目，3.50 亿元用于补充营运资金；截至 2021 年末，募集资金已全部使用完毕。PR 桐工 02 募集资金 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；截至 2021 年末，募集资金已按照约定用途全部使用完毕。

截至 2022 年 6 月 15 日，该公司已发行待偿债券余额为 17.20 亿元。公司对已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息的情况。

图表 1. 公司已发行待偿债券概况

债券简称	起息日	期限（年） ²	票面年利率（%）	发行规模（亿元）	待偿金额（亿元）
PR 桐工 01	2019-03-14	7	5.38	7.00	5.60
PR 桐工 02	2019-05-24	7	5.16	5.00	4.00
20 浙桐乡工投 ZR001	2020-07-24	3	4.00	2.00	1.60
21 桐乡工投 PPN001	2021-06-10	3	4.05	6.00	6.00
合计	--	--	--	20.00	17.20

资料来源：桐乡工投

¹ 2021 年 1 月，名称变更为桐乡市工业发展投资集团有限公司。

² “PR 桐工 01”、“PR 桐工 02”均设置有本金提前偿还条款，自债券存续期第 3 年末起，逐年分别兑付债券本金的 20%。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信

用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但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，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，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渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021 年以来，疫后经济逐步修复，政府隐性债务管控政策常态化趋严，城投企业融资环境有所收紧。中短期内，政府隐性债务“控增化存”的政策导向预计仍将延续，“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。

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。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。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，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将保持。

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了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《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。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。具体来看，2017 年至 2018 年上半年，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。2018 年下半年至 2019 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，城投企业融资政策环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。

2021 年以来，随着疫后经济逐步修复，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境总体有所收紧。2021 年 4 月，《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号）发布，再次提出坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年，沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15 号文及补充通知等政策出台，明确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款，增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓，但区域融资分化继续，头部地区城投企业净融资规模依然扩张，且在融资成本方面具有良好的议价能力，尾部区域城投企业再融资压力有所加大，净融资规模受限。

2022 年，在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下，作为城市基础设施的主要投资建设主体，城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障，存量债务周转及应政策要求适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持，但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整 and 市场化转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对于高债务地区、低层级城投企业的关注度提高，在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下，区域融资分化或将加剧，债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

（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。跟踪期内，桐乡市经济在常态化疫情防控下实现良好的恢复性增长态势，但受宏观经济及房地产严调控政策等因素的影响，全市房地产及土地市场存在一定下行压力。

桐乡市是浙江省嘉兴市下辖县级市，是全国县域经济与县域基本竞争力百强县之一。2021 年，桐乡市实现地区生产总值 1141.69 亿元，同比增长 8.5%，随着疫情防控常态化，经济恢复较快增长；其中第一、二、三次产业分别实现增加值 25.95 亿元、564.33 亿元和 551.41 亿元，同比增速分别为 2.9%、11.1%和 6.4%；三次产业结构方面，2021 年全市三次产业结构比重由 2020 年的 2.4:48.0:49.6 调整为 2.3:49.4:48.3，以高新技术产业、战略性新兴产业等为主的第二产业占比有所上升。2021 年桐乡市完成固定资产投资 433.81 亿元，同比增长 10.6%；工业投资和服务业投资分别为 161.06 亿元和 272.58 亿元，分别同比增长 22.5%和 4.5%，其中完成工业技术改造投资 109.03 亿元，占工业投资的比重达 67.7%。2021 年，受房地产严调控政策等影响，桐乡市楼市降温明显，全市

图表 2. 2019 年以来桐乡市主要经济指标及增速³（单位：亿元，%）

指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	968.17	7.0	1002.98	1.0	1141.69	8.5
第一产业增加值	23.51	2.1	24.17	0.3	25.95	2.9
第二产业增加值	510.50	7.0	481.42	0.3	564.33	11.1
第三产业增加值	434.15	7.3	497.39	2.5	551.41	6.4
三次产业结构	2.4:52.7:44.8		2.4:48.0:49.6		2.3:49.4:48.3	
规模以上工业总产值	1788.99	3.1	1651.79	-9.0	2208.51	33.2
固定资产投资额	440.14	11.4	392.39	-10.8	433.81	10.6
社会消费品零售总额	424.76	8.2	429.31	-3.0	456.93	8.9
进出口总值	419.19	-1.6	386.65	-7.7	509.69	31.7
城镇居民人均可支配收入（万元）	6.09	7.4	6.24	2.5	68153	9.3
农村居民人均可支配收入（万元）	3.82	9.5	4.04	5.7	43709	8.3

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⁴，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、皮革、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。2021 年，全市实现规模以上工业增加值 396.10 亿元，同比增长 14.5%；其中装备制造业、高新技术产业和战略性新兴产业分别实现工业增加值 85.26 亿元、267.73 亿元和 157.72 亿元，分别同比增长 23.6%、14.9%和 26.6%。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⁵，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，2021 年全市规模以上工业实现新产品产值 1205.33 亿元，新产品产值率为 54.6%，较上年提升 7.5 个百分点。

服务业方面，近年来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，积极发展总部经济、楼宇经济。2021 年，桐乡市深入开展服务业“双进双产”行动，实现服务业增加值 551.4 亿元，总量居嘉兴第一；凤凰湖总部基地形象初显，桐昆、巨石等总部大楼基本建成，乌镇、濮院成功创建首批省级服务业创新发展区。此外，旅游业是桐乡市传统优势产业，已连续多年获得“浙江

5.“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”。

省旅游发展十佳县市”。2021 年末，全市共有 A 级旅游景区（点）24 个，其中国家 5A 级景区 1 个。

土地市场方面，2021 年受房地产政策调控、房企拿地意愿下降等因素影响，全市土地成交面积同比大幅下降 36.97%至 205.72 万平方米，其中住宅及工业用地出让面积均大幅下滑。同年，全市住宅及工业用地成交均价有所上涨，分别较上年增长 16.20%和 17.53%至 14115.68 元/平方米和 469.27 元/平方米；商办用地成交均价则有所下滑。主要受住宅及工业用地成交面积下滑影响，当年桐乡市实现土地出让金 85.07 亿元，同比下降 38.25%。2022 年第一季度，桐乡市实现土地成交总面积 72.61 万平方米，其中住宅用地成交均价跌回 11477.60 元/平方米，当期实现土地出让金 23.79 亿元。

图表 3. 2019 年以来桐乡市土地市场交易情况

指 标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
建设用地面积（万平方米）	308.48	326.40	205.72	72.61
其中：住宅用地	106.63	97.15	47.46	17.19
商办用地	56.57	29.25	31.75	1.8
工业用地	144.96	200.00	114.98	51.59
其他用地	0.32	--	11.53	2.04
土地出让金（亿元）	140.10	137.77	85.07	23.79
其中：住宅用地	109.17	118.02	66.99	19.73
商办用地	24.73	11.77	9.64	0.72
工业用地	6.19	7.99	5.40	2.68
其他用地	0.01	--	3.04	0.66
成交土地均价（元/平方米）	4541.57	4220.88	4135.29	3276.77
其中：住宅用地	10238.45	12147.84	14115.68	11477.60
商办用地	4370.62	4022.87	3036.00	4016.67
工业用地	426.84	399.27	469.27	519.52
其他用地	421.02	--	2639.29	3232.35

资料来源：中指指数

桐乡经开区（高桥街道）承担着桐乡市招商引资的主要职责，目前已形成特色优势产业和新兴产业并驾齐驱的发展格局。跟踪期内，得益于显著的区位优势及产业集聚优势，桐乡经开区（高桥街道）整体招商引资情况良好，经济总量保持快速增长。

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。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；实施“区街合一”后，桐乡经开区⁶将进一步接轨沪杭，融入大湾区和“G60 科技走廊”建设，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。重大项目推进方面，2021 年 37 个市级重点项目全部开工，实现投资 73 亿元，其中双环传动成功申报当年第一批省重大产业项目。同年，经开区继续加大招商引资力度，当年新签内外资项目 39 个，完成合同外资 4.53 亿美元、实到外资 1.95 亿美元和市内外资 32.2 亿元。

⁶ 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）。

得益于入驻企业规模效应的体现，2021 年桐乡经开区经济总量保持较快增长，全年实现地区生产总值 210.00 亿元，同比增长 18.0%，增速较上年上升 8.6 个百分点；实现工业增加值 174.35 亿元，其中实现规模以上工业增加值 155.00 亿元，同比增长 20.0%。由于经开区入驻企业税收效应显现，2021 年全区企业实缴税金进一步提升，当年入驻企业实缴税金为 42.00 亿元，同比增长 13.5%。桐乡经开区固定资产投资以工业投资为主，2021 年全区实现固定资产投资 111.53 亿元，其中工业投资为 70.39 亿元。

图表 4. 2019-2021 年桐乡经开区主要经济指标

指标	2019 年	2020 年	2021 年
地区生产总值（亿元）	169.30	187.10	210.00
地区生产总值增速（%）	12.8	9.4	18.0
工业增加值（亿元）	137.57	149.33	174.35
其中：规模以上工业增加值	95.19	100.58	155.00
工业生产性投入（亿元）	57.64	47.87	70.39
企业实缴税金（亿元）	34.88	37.05	42.00
固定资产投资（亿元）	91.86	88.18	111.53
其中：工业投资	57.64	47.87	70.39
进出口（亿美元）	--	--	--
其中：出口	19.60	15.93	23.29

资料来源：桐乡经开区政府工作报告、桐乡工投

2. 业务运营

跟踪期内，该公司主业经营较为稳定，一级土地开发、工程委托代建和商贸服务业务仍是公司收入的主要来源，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，未来仍将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。2021 年公司实现营业收入 6.83 亿元，同比略增 2.55%；其中一级土地开发和委托代建业务收入合计占营业收入的比重达 64.20%，仍是公司营业收入的重要来源。2021 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等委托方支付的项目回款为 4.02 亿元，截至 2021 年末，公司尚未收回的项目回购款为 2.71 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. 2019 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务类型	2019 年 ⁷		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	4.55	100.00	6.66	100.00	6.83	100.00
一级土地开发	2.13	46.85	2.22	33.36	2.42	35.43
委托代建业务	2.16	47.49	1.95	29.20	1.97	28.77
商贸服务业务	--	--	1.51	22.60	1.68	24.56
其他业务	0.26	5.65	0.99	14.85	0.77	11.24
毛利率	8.12		2.55		3.34	
一级土地开发	4.76		4.76		4.76	
委托代建业务	4.60		4.76		4.79	
商贸服务业务	--		1.96		4.05	
其他业务	65.58		-5.90		-6.40	

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 2021 年末，公司累计已投入 48.09 亿元，共完成 27.01 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 9644.25 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中进行土地预结算，并于年末就当年土地交付情况与公司进行清算。

图表 6. 截至 2021 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		
					2022 年	2023 年	2024 年
新材料产业园一期 ⁸	4.00	2957.78	4.21	2957.78	--	--	--
新材料产业园二期	7.50	5111.76	7.30	5111.76	--	--	--
新材料产业园三期	3.50	2066.95	3.29	2066.95	0.30	0.10	--
万亩千亿项目	30.00	12000.00	4.60	2221.16	2.50	2.50	2.60
合计	45.00	22136.49	19.40	12357.65	2.80	2.60	2.60

资料来源：桐乡工投

2021 年，该公司投入 3.05 亿元用于一级土地开发⁹，当年交付土地 590.01 亩至经开区管委会，确认收入 2.42 亿元。截至 2021 年末，公司主要进行新材料产业园一期、二期、三期和万亩千亿项目一级土地开发，计划总投资额为 45.00 亿元，已投资 19.40 亿元；其中，新材料产业园一期、二期和三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；此外，投资体量较大的万亩千亿项目主要为集体土地征收项目，涉及长新、史桥 2 个行政村，计划总投资额为 30.00 亿元，已投资 4.60 亿元，目前该项目正

⁷ 2019 年营业收入分类与审计报告附注有差异，主要系当年审计将土地开发收入 0.98 亿元分类至委托代建收入，此处已做调整。

⁸ 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。

⁹ 该统计口径包括尚未支付、但已审定的开发成本。

在开发整理的土地面积约 1500 亩，未来三年计划投资额分别为 2.50 亿元、2.50 亿元和 2.60 亿元。同期末，公司拟整理土地主要为开发区城市有机更新项目，计划总投资 10.20 亿元，规划开发土地面积 375 亩，计划建设周期为 2022-2028 年。

（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，公司原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；2019 年以来，委托代建结算方调整为桐乡市经济技术开发区¹⁰（以下简称“桐乡经开”）及其下属子公司桐乡市金开实业有限公司（以下简称“金开实业”）。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 2021 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 14.46 亿元，累计确认收入 10.07 亿元。

截至 2021 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、新材料产业园三期、新能源产业园、汽车产业园的道路、桥梁、绿化和史桥新社区 5 区、13 区基础配套工程等代建项目的建设，计划投资总额为 17.65 亿元，累计已投入 18.25 亿元。此外，公司重点拟建项目主要包括新材料产业园征迁安置区基础配套设施三期工程、万亩千亿区域基础配套（尚未立项）和桐乡经济开发区（高桥街道）人民路（高新二路至八字桥）道路工程等代建工程项目，计划投资额合计为 6.52 亿元，2022-2024 年分别计划投资 1.86 亿元、2.13 亿元和 1.73 亿元。

图表 7. 截至 2021 年末公司主要在在建代建工程情况¹¹（单位：亿元）

项目	计划总投资	已投资额
新材料产业园一期	4.00	4.01
新材料产业园二期	3.00	3.40
新材料产业园三期	3.50	5.00
新能源产业园	3.50	3.80
汽车产业园	2.00	2.00
史桥新社区 5 区基础配套工程	0.83	0.02
史桥新社区 13 区基础配套工程	0.82	0.02
合计	17.65	18.25

资料来源：桐乡工投

（3）商贸服务业务

该公司商贸服务业务主要由公司下属子公司桐乡市经开新材料产业投资开发有限公司（以下简称“经开新材料公司”）负责。业务模式上，经开新材料公司通过采购新能源汽车电池等配件，定向销售给合众新能源汽车有限公司（以下简称“合众新能源”），其中供应商主要包括广西宁达汽车科技有限公司、天津市捷威动力工业有限公司、宁德

¹⁰ 原名为桐乡市经济技术开发区总公司，2020 年 8 月更为现名，股东为桐乡市财政局。

¹¹ 以下项目投资额仅为工程款部分，不包含征迁投入。

时代新能源科技股份有限公司等，销售毛利率在 2.00%-3.00%。公司给予合众新能源一定账期（一般为 6 个月），并由合众新能源以其应收新能源国补资金款项提供足额质押，公司款项回收风险可控。2021 年，公司实现商贸服务业务收入 1.68 亿元，均为新能源汽车配件销售收入；截至 2021 年末，公司应收合众新能源账款 1.54 亿元。

（4）其他业务

除一级土地开发、工程委托代建和商贸服务外，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。2021 年，公司其他业务收入为 0.77 亿元，主要为管网收入、安置房经营收入、房产出租收入及资产转让收入等。

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 2021 年末，畅达现代管网建设（含在建和已完工）累计已投入 1.79 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。2021 年，双方结算的污水处理量为 1133.48 万立方米；同年，畅达现代确认收入 103.99 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，公司按照指导价格定向销售给拆迁户，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。2021 年，公司确认安置房置换收入 1738.60 万元，由于当年销售安置房价格较低，该业务呈亏损状态，亏损部分后续将由经开区管委会进行补贴。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等项目建设，计划投资总额为 2.34 亿元，截至 2021 年末已完成投资 1.84 亿元。

图表 8. 截至 2021 年末公司在建的安置房项目情况（单位：亿元）

在建安置房	计划投资额	累计已投入
康和家园安置房	0.09	0.12
新材料产业园安置房一期	1.10	0.89
新材料产业园安置房二期	1.07	0.71
史桥安置区公共服务用房	0.08	0.12
合计	2.34	1.84

资料来源：桐乡工投

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。

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，出租率达到 95%，2021 年，公司确认租赁收入 0.30 亿元。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 13.37 亿元，截至 2021 年末，累计已投入 3.51 亿元。同期末，公司拟建房产为视觉物联创新中心园二期项目，计划总投资 3.97 亿元，建设工期为 2022-2024 年，建设期内分别计划投入 0.56 亿元、1.00 亿元和 1.20 亿元。

图表 9. 截至 2021 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
智能视觉物联网厂房	6.72	1.82
发展大道 1087 号标准厂房	0.47	0.20
梧振东路北侧商务楼	0.28	0.18
文华路东侧商务楼	0.28	0.20
数字小镇 C 区项目	5.62	1.11
合计	13.37	3.51

资料来源：桐乡工投

此外，本两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 2021 年末已完成投资 10.30 亿元，已基本建设完成。乌镇互联网产业园众创空间项目共分为互联网创业中心、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，同期末，该项目已出租面积为 10.60 万平方米，当年实现租金收入 0.22 亿元。该项目在运营期 20 年内预计可实现收入合计 31.80 亿元，净收益 25.80 亿元，但由于该项目回收期较长，且未来运营收益存在一定不确定性，整体资金平衡压力较大。

D. 资产转让业务

该公司资产转让业务主要系公司收回开发区内低效能、低产出企业的地面建筑物，并将相关资产转让至招商引入新进企业。2021 年，公司实现资产转让业务收入 0.11 亿元。

管理

跟踪期内，该公司股东仍为桐乡城投，实际控制人仍为桐乡国资办；此外，公司管理制度及机构设置等方面均未发生重大变化。公司及主要子公司偿债记录良好，跟踪期内未发现公司本部存在重大异常情况。

2021 年 1 月，该公司名称由桐乡市工业发展投资有限公司更为现名。截至 2021 年末，公司注册资本及实收资本均为 10.00 亿元；公司唯一股东仍为桐乡市城市建设投资有限公司（以下简称“桐乡城投”），实际控制人仍为桐乡国资办。公司产权状况详见附

录一。此外，公司主要管理制度及机构设置等方面均未发生重大变化。公司组织结构详见附件二。

根据该公司提供的本部 2022 年 4 月 24 日、子公司桐乡市高新实业有限公司（以下简称“桐乡高新”）2022 年 4 月 25 日、桐乡市乌镇互联网产业园投资开发有限公司及经开新材料公司 2022 年 6 月 27 日《企业信用报告》，公司本部及上述子公司的历史偿债情况良好，无银行信贷违约、迟付利息情况。根据 2022 年 6 月 16 日查询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布栏、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，公司本部未存在重大异常情况。

财务

跟踪期内，受业务性质限制，该公司主营业务盈利能力仍较弱，且安置房业务持续亏损，公司盈利对政府补助的依赖度较大。随着项目建设的持续投入，公司债务规模进一步扩张，负债经营程度虽有所上升但仍处于适中水平，且债务期限结构较合理，即期债务偿付压力尚可。公司资产仍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，资产流动性一般。此外，跟踪期内，公司对外担保规模大幅下降，目前代偿风险可控。

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 2021 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 2021 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，较上年末未发生变化。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、桐乡市凤鸣两新建设开发有限公司和乌镇互联网投资公司系根据桐国资办[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。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

跟踪期内，随着项目建设的持续投入，该公司负债规模进一步扩张，负债经营程度有所上升。2021 年末，公司负债总额为 64.04 亿元，较上年末增长 20.93%；资产负债率为 56.39%，较上年末上升 4.08 个百分点，但仍处于适中水平。

从债务期限结构来看，2021 年末，该公司长短期债务比为 388.42%，债务期限结构合理。从具体构成看，2021 年末，公司非流动负债余额为 50.93 亿元，较上年末增长 12.79%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，其中长期借款余额为 24.88 亿元，较上年末增长 23.18%，主要为保证借款；应付债券余额为 16.70 亿元，较上年末增长 23.63%，主要为 5.56 亿元“PR 桐工 01”、3.97 亿元“PR 桐工 02”、1.18 亿元“20

浙桐乡工投 ZR001”及当年新增发行的 5.98 亿元“21 桐乡工投 PPN001”¹²；长期应付款余额为 8.70 亿元，主要为子公司乌镇互联网投资公司收到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”）投资款 7.67 亿元¹³、应付桐乡市财政局地方政府专项债转拨款 1.00 亿元及从桐乡市凤鸣街道桑园桥股份经济合作社（以下简称“凤鸣经济合作社”）取得的借款 0.03 亿元¹⁴，较上年末下降 20.52%，主要系支付桐乡市高桥街道 20 家经济合作社对子公司畅达现代的增资款 1.74 亿元¹⁵回购股权所致。公司流动负债规模较小，2021 年末余额为 13.11 亿元，较上年末增长 68.01%，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，其中短期借款余额为 4.70 亿元，较上年末增长 161.11%，全部为保证借款；其他应付款余额 2.92 亿元，较上年末增加 2.57 亿元，主要为应付经开区管委会往来款 1.53 亿元、股东桐乡城投保证金及押金 0.92 亿元和桐乡市凤鸣街道财政所财政专户保证金及押金 0.25 亿元等；一年内到期的非流动负债 4.68 亿元，较上年末增长 7.37%，系一年内到期的长期借款 1.06 亿元、一年内到期的应付债券 3.41 亿元和一年内到期的长期应付款 0.21 亿元。

2021 年末，该公司刚性债务余额 50.98 亿元，占负债总额的比重 79.61%，股东权益与刚性债务的比率为 97.13%，较上年末下降 20.89 个百分点，由于债务规模进一步扩张，股东权益对刚性债务的保障程度有所下降。公司刚性债务主要为银行借款及发行的债券，2021 年末两者余额分别为 30.64 亿元和 20.11 亿元，其中银行借款利率主要在 4.30%-6.98% 区间，大多在 5.50% 以下。此外，公司通过凤鸣经济合作社借款余额 0.24 亿元，计入“长期应付款”及“一年内到期的长期应付款”。从借款方式看，公司银行借款主要为保证借款，保证人主要为桐乡城投、桐乡经开及集团内互保等。从借款期限看，公司 1 年内到期的债务规模为 9.38 亿元，即期债务偿付压力尚可。

截至 2021 年末，该公司对外担保金额为 5.53 亿元，担保比率为 11.17%，较上年末大幅下降，被担保对象均为桐乡市国有企业，代偿风险可控。

图表 10. 截至 2021 年末公司对外担保明细（单位：亿元）

担保方	被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
桐乡市经济开发区基础设施 建设投资有限公司	桐乡市临杭水环境治理有限公司	1.20	2016.3.1	2023.12.20
	桐乡市临杭水环境治理有限公司	0.20	2016.3.1	2023.12.20
	桐乡市崇福公益事业投资开发有限公司	1.93	2017.3.16	2025.3.16
桐乡市工业发展投资集团有 限公司	桐乡市乌镇国际旅游区物业发展有限公司	0.20	2014.11.25	2022.2.24
	桐乡市振东新区建设投资有限公司	0.50	2016.6.3	2024.6.1
	桐乡市金开实业有限公司	1.50	2021.12.21	2022.10.13
--	合计	5.53	--	--

资料来源：桐乡工投

¹² 截至 2021 年末，PR 桐工 01、PR 桐工 02、20 浙桐乡工投 ZR001 债券余额分别为 6.96 亿元、4.97 亿元和 1.58 亿元，其中 1.40 亿元、1.00 亿元和 0.40 亿元分别计入一年内到期的应付债券。

¹³ 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（持股比例 62.963%）、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。

¹⁴ 该笔借款余额合计 0.24 亿元，其中 0.21 亿元计入一年内到期的长期应付款。

¹⁵ 截至 2021 年末，该公司对子公司畅达现代的持股比例由 93.15% 变为 100%。

(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，2021 年公司营业收入现金率为 76.59%，较上年下降 29.22 个百分点；同期，公司经营活动产生的现金流转为净流入，净流入量为 0.91 亿元，主要系与桐乡经开、经开区管委会等单位的往来款净流入所致。

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，2021 年，公司投资活动产生的现金净流出量为 3.99 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，2021 年筹资活动产生的现金流量净额为 913.54 万元，较上年下降 99.22%，主要系当年债务偿还规模较大，以及支付桐乡市经济开发区物业管理有限公司（以下简称“经开区物业公司”）和桐乡经开项目合作开发款项等所致。

(3) 资产质量分析

跟踪期内，主要得益于自身经营积累，该公司所有者权益略有增加，2021 年末公司所有者权益为 49.52 亿元，较上年末增长 2.59%，主要系未分配利润增长 14.41%至 8.89 亿元所致。公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，2021 年末两者余额分别为 10.00 亿元和 28.60 亿元，较上年末无变化，合计占所有者权益的比重为 77.94%，资本结构稳定性较好。

随着业务规模扩大及债务性融资的增加，该公司资产规模保持增长，2021 年末资产总额为 113.56 亿元，较上年末增长 12.18%。其中，流动资产余额为 87.65 亿元，较上年末增长 2.55%，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 12.95%、4.83%、30.83%和 49.48%。其中，年末货币资金余额为 11.35 亿元，较上年末下降 20.84%，无受限资金；公司应收账款余额为 4.24 亿元，较上年末增长 9.09%，主要为应收经开区管委会土地款 2.12 亿元、应收合众新能源货款 1.54 亿元、应收金开实业代建工程款 0.59 亿元；其他应收款余额为 27.03 亿元，较上年末下降 9.92%，主要系收回部分经开区管委会及桐乡经开往来款所致，其中应收经开区管委会的款项余额为 2.00 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、金开实业、桐乡市高桥新区新市镇开发建设有限公司的往来款余额分别为 12.15 亿元、7.25 亿元和 4.50 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 43.37 亿元，其中土地开发余额 34.27 亿元，存货余额较上年末增长 19.08%，主要系项目投入增加所致。

2021 年末，该公司非流动资产余额为 25.91 亿元，较上年末增长 64.42%，主要由投资性房地产和其他非流动资产构成。年末投资性房地产余额为 14.20 亿元，均以公允价值计量，较上年末增长 6.90%，主要系公允价值变动等所致；其他非流动资产余额较上年末增加 6.05 亿元至 6.52 亿元，主要为当年新增与桐乡经开和经开区物业公司区域基建及土地开发项目合作开发款 4.16 亿元和 1.89 亿元，以及对桐乡市金开航空产业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“金开航空”）的投资款项 0.48 亿元；在建工程余额为 3.38 亿元，较上年末大幅增长 203.97%，主要系新增对智能安防标准厂房（高桥）、

污水工程等项目的投入所致。此外，公司无形资产较上年末增加 0.71 亿元至 0.82 亿元，主要系新增数字小镇 C 区项目建设用地土地使用权 0.72 亿元。

（4）流动性/短期因素

该公司资产以货币资金、其他应收款和存货等流动资产为主，而债务期限结构偏长，因此流动资产对流动负债的覆盖程度高，2021 年受流动负债大幅增长影响，流动比率及速动比率显著下滑，但仍处于较高水平，年末流动比率和速动比率分别为 668.50% 和 330.40%。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。2021 年末公司货币资金余额 11.35 亿元，现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 86.54% 和 120.95%，对流动负债的覆盖程度仍处于较高水平，公司即期支付能力有一定保障。

截至 2021 年末，该公司受限资产余额为 4.30 亿元，主要为投资性房地产 4.05 亿元和在建工程 0.25 亿元，主要为用于借款抵押的标准厂房、公寓及在建工程等；除此之外，公司无其他资产受限情况。

3. 公司盈利能力

跟踪期内，该公司实现营业收入 6.83 亿元，受商贸服务业务毛利及毛利率增长带动，公司营业毛利较上年增长 34.51% 至 0.23 亿元，综合毛利率较上年上升 0.79 个百分点至 3.34%。从具体业务看，公司一级土地开发和委托代建业务盈利较稳定，2021 年毛利贡献度合计为 91.79%，毛利率分别为 4.76% 和 4.79%，与上年基本相同；商贸服务业务毛利贡献度为 29.75%，毛利率为 4.05%，较上年上升 2.09 个百分点。同年，公司其他业务持续亏损，且亏损幅度进一步扩大，该业务毛利率为 -6.40%，主要系安置房业务亏损较大所致。

该公司期间费用主要由管理费用及财务费用构成，其中 2021 年公司财务费用较上年下降 31.72% 至 0.22 亿元；同期公司期间费用为 0.51 亿元，期间费用率为 7.41%，整体期间费用水平控制尚可。公司盈利对政府补助的依赖度仍较大，2021 年公司获得政府补助 1.21 亿元，当年实现净利润 1.25 亿元。同期，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.55% 和 2.56%，整体资产获利能力仍较弱。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

桐乡经开区承担着桐乡市招商引资的主要职责，得益于显著的区位优势及产业集聚优势，跟踪期内桐乡经开区整体招商引资情况良好，该公司业务发展的外部环境较好。跟踪期内，公司主业经营较为稳定，一级土地开发、工程委托代建和商贸服务业务仍是公司收入的主要来源，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，未来仍将面临一定的资本支出压力。跟

踪期内，受业务性质限制，该公司主营业务盈利能力仍较弱，同时安置房业务持续亏损，综合毛利率较低，盈利对政府补助的依赖度较大。随着项目建设的持续投入，公司债务规模进一步扩张，负债经营程度虽有所上升但仍处于适中水平，且债务期限结构较合理，即期债务偿付压力尚可。公司资产仍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，资产流动性一般。此外，公司对外担保规模较上年有所下降，但仍存在一定代偿风险。

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，在资金、业务等方面能够得到地方政府及股东的有力支持。2021 年，公司收到政府补贴 1.21 亿元。此外，该公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2021 年末，公司合并口径获得的银行授信额度为 84.70 亿元，尚未使用的授信额度为 39.73 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

外部担保

本两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，是桐乡市重要的基础设施建设主体和公用事业服务主体，业务地位突出，可在资本金注入、政府补贴及股权划转等方面获得地方政府的有力支持，由于 2019 年资产重组将桐乡国资办持有的桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司、桐乡工投和乌镇实业（桐乡）有限公司股权无偿划转至桐乡城投，桐乡城投资本实力进一步增强。截至 2021 年末，桐乡城投经审计的合并口径资产总额为 988.46 亿元，所有者权益为 367.09 亿元；2021 年实现营业收入 59.15 亿元，实现净利润 8.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-5.60 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，土地一级开发、委托代建、商贸服务和房地产销售业务是其收入和毛利的主要来源，跟踪期内受商贸业务及房地产销售业务收入大幅增长带动，桐乡城投营收规模保持增长；土地一级开发收入易受政府土地出让计划和当地土地市场行情影响，跟踪期内桐乡城投土地整理业务收入稳步增长；供水及污水处理业务具有一定的区域垄断性，业务较为稳定，且自来水销售业务盈利情况相对较好，2021 年污水处理板块亦实现扭亏；此外，跟踪期内桐乡城投进行交通运输板块业务重整，自行车租赁业务规模收缩，公交运输及客运运输仍受疫情持续多点散发影响未得到有效恢复。桐乡城投房产销售业务收入主要来源于安置房销售，受项目开发及销售进度影响，2021 年收入实现大幅增长，且后续仍有较大规模在建项目，业务具有一定持续性。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。

跟踪期内，桐乡城投负债规模快速扩张，负债经营程度亦有所推升。桐乡城投已积累较大规模刚性债务，同时整体非筹资性现金流仍呈净流出状态，无法对债务偿付提供有效的保障，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，目前货币资金保持相对充裕，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。桐乡城投流动资产中存货和应收款项占比较大，资产变现和款项回收存在一定不确定性，影响其资产流动性。

作为桐乡市重要的基础设施建设开发主体及国有资产运营管理平台，桐乡城投可获得政府较大力度的支持。2021 年，桐乡城投收到股东增资款 4.80 亿元，资本实力进一步增强。同年，桐乡城投获得经营性补贴 6.34 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 2022 年 3 月末桐乡城投共获得银行授信 407.18 亿元，尚未使用额度 139.55 亿元，备用流动性较为充足。

跟踪评级结论

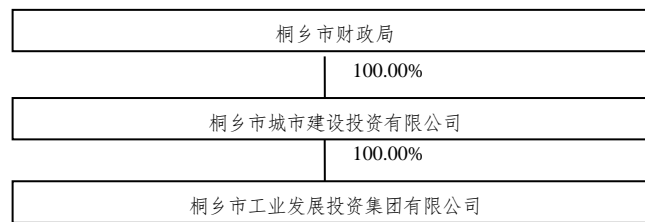
跟踪期内，桐乡市经济在常态化疫情防控下实现良好的恢复性增长态势，但受宏观经济及房地产严调控政策等因素的影响，全市房地产及土地市场存在一定下行压力。桐乡经开区承担着桐乡市招商引资的主要职责，目前已形成特色优势产业和新兴产业并驾齐驱的发展格局。得益于显著的区位优势及产业集聚优势，跟踪期内桐乡经开区整体招商引资情况良好，该公司业务发展的外部环境进一步优化。

跟踪期内，该公司主业经营较为稳定，一级土地开发、工程委托代建和商贸服务业务仍是公司收入的主要来源，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，未来仍将面临一定的资本支出压力。受业务性质限制，公司主营业务盈利能力仍较弱，且安置房业务持续亏损，公司盈利对政府补助的依赖度较大。随着项目建设的持续投入，公司债务规模进一步扩张，负债经营程度虽有所上升但仍处于适中水平，且债务期限结构较合理，即期债务偿付压力尚可。公司资产仍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，资产流动性一般。此外，跟踪期内，公司对外担保规模大幅下降，目前代偿风险可控。

此外，本两期债券均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。

附录一：

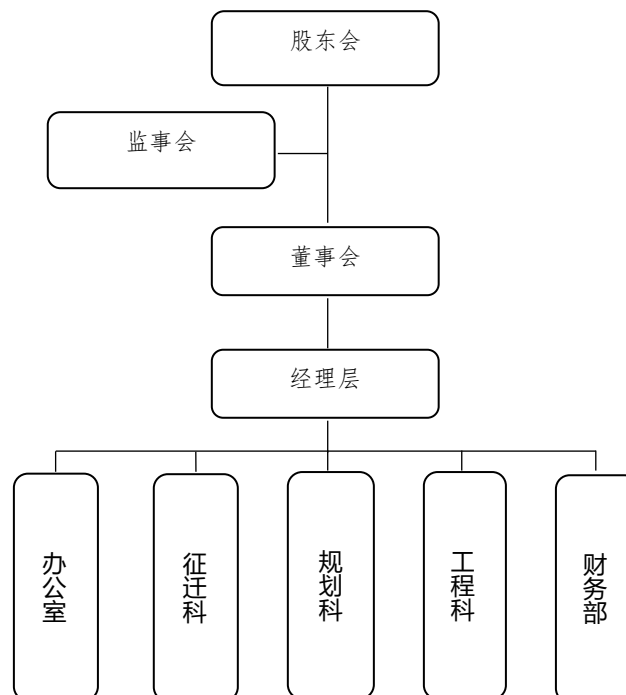
公司股权结构图



注：根据桐乡工投提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 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	2021 年（末）主要财务数据				
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)
桐乡市工业发展投资集团有限公司	本部	--	基础设施建设、 土地开发整理	32.74	40.70	0.94	1.04	-5.69
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	4.64	8.38	3.00	0.06	-0.67
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	3.10	0.89	0.13	0.05	1.48
桐乡市经开新材料产业投资开发有限公司	新材料投资	100.00	新材料产业投资及开发、市政工程建设	3.15	0.98	1.68	-76.56 万元	1.96

注：根据桐乡工投提供资料整理

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]	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额 [亿元]	87.87	101.23	113.56
货币资金 [亿元]	8.94	14.33	11.35
刚性债务[亿元]	32.61	40.90	50.98
所有者权益 [亿元]	42.88	48.27	49.52
营业收入[亿元]	4.55	6.66	6.83
净利润 [亿元]	1.11	0.85	1.25
EBITDA[亿元]	1.40	1.37	1.78
经营性现金净流入量[亿元]	-2.78	-4.79	0.91
投资性现金净流入量[亿元]	-1.52	-1.60	-3.99
资产负债率[%]	51.19	52.31	56.39
长短期债务比[%]	669.52	578.59	388.42
权益资本与刚性债务比率[%]	131.49	118.03	97.13
流动比率[%]	1,260.78	1,095.21	668.50
速动比率[%]	718.21	624.92	330.40
现金比率[%]	152.98	183.68	86.54
短期刚性债务现金覆盖率[%]	268.43	215.15	120.95
利息保障倍数[倍]	0.65	0.54	0.43
有形净值债务率[%]	105.47	110.11	131.70
担保比率[%]	48.65	31.13	11.17
毛利率[%]	8.12	2.55	3.34
营业利润率[%]	25.95	13.97	20.76
总资产报酬率[%]	1.62	1.34	1.55
净资产收益率[%]	2.64	1.87	2.56
净资产收益率*[%]	2.66	1.87	2.56
营业收入现金率[%]	89.14	105.81	76.59
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-49.44	-70.16	8.69
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-9.93	-13.03	1.98
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-76.42	-93.62	-29.45
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-15.35	-17.38	-6.70
EBITDA/利息支出[倍]	0.69	0.58	0.46
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.04	0.04

注：表中数据依据桐乡工投经审计的 2019-2021 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]	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额 [亿元]	733.27	886.26	988.46
货币资金 [亿元]	84.62	120.12	105.86
刚性债务[亿元]	278.58	372.93	470.20
所有者权益 [亿元]	306.06	361.89	367.09
营业收入[亿元]	38.97	48.20	59.15
净利润 [亿元]	8.83	8.47	8.13
EBITDA[亿元]	16.86	16.95	17.68
经营性现金净流入量[亿元]	4.66	-6.06	-5.60
投资性现金净流入量[亿元]	-9.05	-51.45	-69.44
资产负债率[%]	58.26	59.17	62.86
长短期债务比[%]	198.34	237.88	216.83
权益资本与刚性债务比率[%]	109.86	97.04	78.07
流动比率[%]	368.68	393.38	290.57
速动比率[%]	166.65	181.38	126.94
现金比率[%]	59.09	77.40	53.98
短期刚性债务现金覆盖率[%]	127.70	170.61	92.22
利息保障倍数[倍]	1.18	0.81	0.75
有形净值债务率[%]	143.64	150.24	184.98
担保比率[%]	13.08	16.86	15.56
毛利率[%]	12.07	15.49	12.51
营业利润率[%]	24.57	20.11	15.49
总资产报酬率[%]	2.80	1.77	1.59
净资产收益率[%]	4.07	2.54	2.23
净资产收益率*[%]	4.18	2.49	2.22
营业收入现金率[%]	112.67	128.76	104.76
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.74	-4.06	-3.19
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	2.48	-1.86	-1.33
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-4.46	-38.55	-42.72
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-2.34	-17.66	-17.80
EBITDA/利息支出[倍]	1.41	0.96	0.89
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.05	0.04

注：表中数据依据桐乡城投经审计的 2019-2021 年度财务数据整理、计算。

附录六：
发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	7
		盈利能力	3
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	2
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	5
		流动性	4
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA

附录七：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2018年9月6日	AA/稳定	张雪宜、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021年6月30日	AA/稳定	李娟、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月30日	AA/稳定	李娟、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	--
PR 桐工 01	历史首次评级	2018年9月6日	AA ⁺	张雪宜、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021年6月30日	AA ⁺	李娟、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月30日	AA ⁺	李娟、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	--
PR 桐工 02	历史首次评级	2019年5月15日	AA ⁺	张雪宜、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021年6月30日	AA ⁺	李娟、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月30日	AA ⁺	李娟、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	--

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录八：

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%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(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)/期末短期刚性债务余额×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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×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%
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%
经营性现金净流量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(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%
非筹资性现金净流量与刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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

附录九：

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
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级	含 义
A 等	A-1
	A-2
	A-3
B 等	B
C 等	C
D 等	D

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。