



桐乡市城市建设投资有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2023]跟踪 0707 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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。
- 中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对该受评对象提供了绿色债券评估服务，经审查不存在利益冲突的情形。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 06 月 21 日

本次跟踪发行人及评级结果

桐乡市城市建设投资有限公司

AA⁺/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“19 桐乡城投 MTN001”、“21 桐乡城投 MTN001”、
“22 桐乡债/22 桐乡城投债” AA⁺

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为桐乡市产业特色鲜明，经济财政实力在嘉兴市排名靠前，政府潜在的支持能力强；桐乡市城市建设投资有限公司（以下简称“桐乡城投”或“公司”）在推进桐乡市城市建设和国有资本运营中发挥重要作用，对桐乡市政府的重要性高，与桐乡市政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际预计桐乡城投土地开发、委托代建及房地产销售等业务仍将保持较高的稳定性和可持续性，自有资本实力将提升；同时，需要关注公司存在一定资本支出压力、资产流动性一般及债务规模增长较快等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，桐乡市城市建设投资有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：区域经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性。

可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

正 面

- **战略地位极高。**跟踪期内，公司仍作为桐乡市最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，对桐乡市政府的战略地位重要性高，在资产注入、财政补助等方面能得到当地政府的持续支持。
- **业务多元化。**公司主营业务包括土地整理、商贸服务、房地产销售及公用事业等板块，收入结构分散，抗风险能力较强。

关 注

- **存在一定资本支出压力。**随着桐乡市城市建设不断推进，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来将面临一定的资本支出压力。
- **资产流动性一般。**公司基础设施代建、土地整理及房地产项目投入成本规模较大，项目建设及回款周期较长，一定程度上影响了公司的资产流动性。
- **债务规模增长较快。**随着公司业务的持续发展，对外融资需求持续增加，债务规模增长较快，财务稳定性减弱。

项目负责人：夏 敏 mxia@ccxi.com.cn

项目组成员：王军杰 jjwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021) 60330991

财务概况

桐乡城投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	886.35	1,148.48	1,413.25	1,516.03
经调整的所有者权益合计（亿元）	361.14	481.93	593.29	596.38
总负债（亿元）	525.21	666.56	819.96	919.65
总债务（亿元）	381.93	488.06	647.38	746.46
营业总收入（亿元）	48.20	65.85	67.44	12.80
经营性业务利润（亿元）	6.31	6.39	5.13	-0.65
净利润（亿元）	8.47	8.83	6.71	-0.41
EBITDA（亿元）	15.75	15.36	19.64	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-6.06	-10.52	-76.35	-8.01
总资本化比率(%)	51.40	50.32	52.18	55.59
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.89	0.80	0.77	--

注：1、中诚信国际根据桐乡城投提供的其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 2021~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了下一年度审计报告期初数，2022 年财务数据采用了本年度审计报告期末数；2、中诚信国际将长期应付款和其他非流动负债中的带息债务调整至长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

评级历史关键信息 1

桐乡市城市建设投资有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	19 桐乡城投 MTN001 (AA+)	2022/05/27	夏敏、王军杰	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
	21 桐乡城投 MTN001 (AA+)				
AA+/稳定	22 桐乡债/22 桐乡城投债 (AA+)	2022/05/27	夏敏、王军杰	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AA+/稳定	21 桐乡城投 MTN001 (AA+)	2021/02/08	江林燕、郑豆豆	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	--
AA+/稳定	19 桐乡城投 MTN001 (AA+)	2018/12/25	郭静静、黄菲	中诚信国际信用评级有限责任公司 评级方法（地方投融资平台） CCXI 140200 2017_02	阅读全文

注：中诚信国际口径。

同行业比较（2022 年数据）

项目	桐乡城投	海宁资产	海宁城投	义乌国资
最新主体信用等级	AA+	AA+	AA+	AA+
地区	嘉兴市桐乡市	嘉兴市海宁市	嘉兴市海宁市	金华市义乌市
GDP（亿元）	1,209.67	1,247.00	1,247.00	1,835.54
一般公共预算收入（亿元）	105.84	95.08	95.08	132.90
经调整的所有者权益合计（亿元）	593.29	513.91	190.30	546.19
总资本化比率（%）	52.18	51.36	56.76	69.75
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.77	1.90	0.46	0.92

注：海宁资产系“海宁市资产经营公司”的简称，海宁城投系“海宁市城市发展投资集团有限公司”的简称，义乌国资系“义乌市国有资本运营有限公司”的简称。

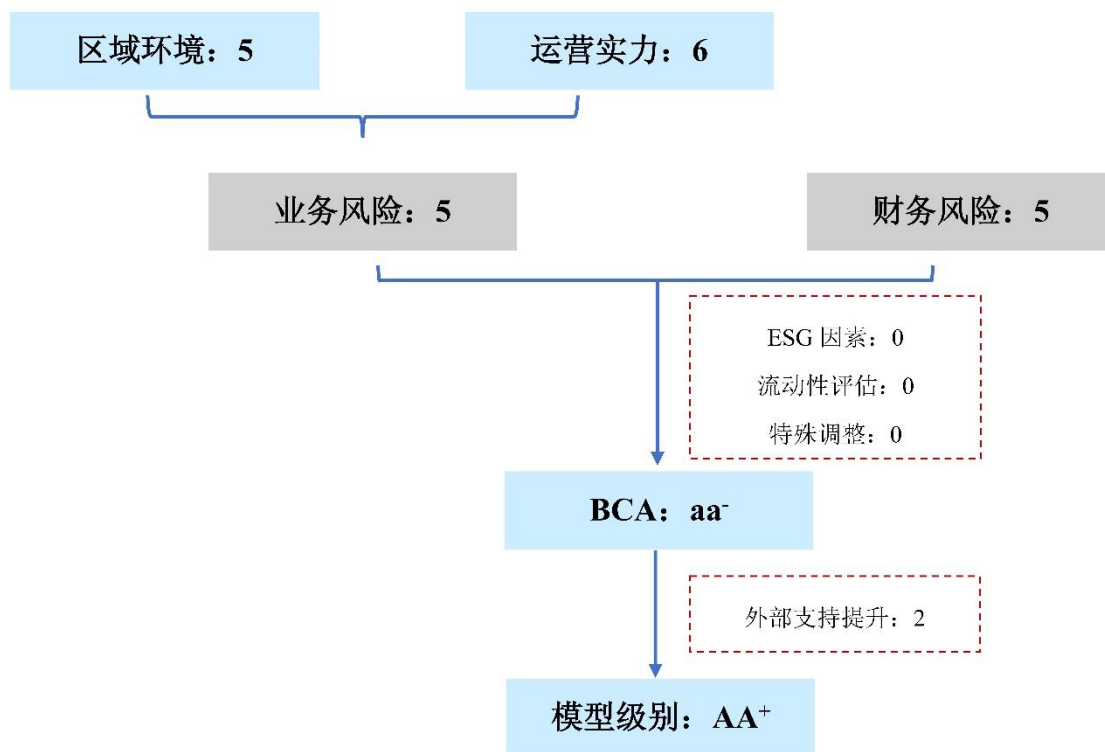
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
19 桐乡城投 MTN001	AA+	AA+	2022/05/27	10.00	10.00	2019/05/08~2024/05/08	--
21 桐乡城投 MTN001	AA+	AA+	2022/05/27	10.00	10.00	2021/03/19~2024/03/19	出售/转移 重大资产
22 桐乡债/22 桐乡城投债	AA+	AA+	2022/05/27	11.10	11.10	2022/06/24~2029/06/16	调整票面 利率,回售

● 评级模型

桐乡市城市建设投资有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型（C220000_2022_03）

■ 业务风险：

中诚信国际认为，桐乡市的整体经济财政实力强，区域环境风险低。跟踪期内，桐乡城投仍作为桐乡市最重要的城市建设开发和国有资本运营主体，公司的业务重要性突出，且在交通运输及水务等板块具有区域垄断地位，具备极强的业务竞争力。同时，桐乡城投在建及拟建项目尚需投资额较大，公司将面临一定的资本支出压力。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，跟踪期内，桐乡城投所有者权益持续增长，具备极强的资本实力。但公司债务规模增长较快，资本结构有待优化，存货变现能力较弱，其他应收款对资金形成一定占用，整体资产流动性一般。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对桐乡城投个体基础信用等级无影响，桐乡城投具有 aa- 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，桐乡市政府支持能力强，对公司有强的支持意愿，主要体现在桐乡市的产业特色显著，近年来经济财政实力保持增长状态；同时桐乡城投系桐乡市最重要的国有资产经营及城市建设融资运营主体，在运营补贴、资金和资产注入等方面可以获得当地政府的持续支持，具备强的重要性以及与政府高的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

2022 年 06 月 24 日，公司发行“22 桐乡债/22 桐乡城投债”，募集资金总额 11.10 亿元，募集资金用于项目建设和补充营运资金。截至 2022 年末，公司募集资金已使用 10.46 亿元，募集资金使用情况与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

表 1：截至 2022 年末公司募投项目建设及募集资金使用情况（亿元）

项目名称	投资总额	已投资金额	计划使用募集资金	已使用募集资金
桐乡融杭经济区南阳先导区人工智能产业园建设项目	5.35	4.12	3.70	3.70
年产蒸发系统 15 万套新建项目	1.44	0.88	1.00	0.86
年产 20 万台高端服务器智能制造基地	11.12	1.74	2.00	1.50
补充营运资金	--	--	4.40	4.40
合计	17.91	6.74	11.10	10.46

注：根据项目备案表，年产 20 万台高端服务器智能制造基地项目总投资额为 20.00 亿元，其中包括 8.88 亿元铺底流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续

推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

桐乡市是浙江省辖县级市，由嘉兴市代管，全市总面积 727 平方公里，下辖 8 个镇、3 个街道，常住人口 104.99 万。桐乡是中国十大市场强县（市），有全国最大的羊毛衫集散中心——濮院羊毛衫市场，有全国知名的皮草市场——崇福皮草市场。桐乡是中国优秀旅游城市和省全域旅游示范市，作为国家 5A 级景区，乌镇先后荣获“中国十大历史文化名镇”、“中国十大魅力名镇”和“中国十大最美村镇”等称号。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，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，经济总量在嘉兴市下辖区县中位居前列。2022 年，桐乡市 GDP 按可比价格计算较上年增长 2.6%，经济总量仅次于海宁市，人均 GDP 位居嘉兴市第五位。从综合实力来看，桐乡市居赛迪顾问县域经济研究中心发布的 2022 百强县榜单第 21 位。

经济稳步增长为桐乡市财政实力形成了有力的支撑，近年来桐乡市一般公共预算收入稳步增长，财政平衡率不断提高，财政自给能力强，但 2022 年因留抵退税政策等因素影响，桐乡市财政数据有所下滑，但仍处于尚好的水平。政府性基金收入为当地财力重要组成部分，受土地市场行情影响，桐乡市政府性基金收入具有一定波动性。再融资环境方面，桐乡市政府债务率在浙江省处于中游水平，区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，其中债券市场发行利差普遍低于全国平均水平，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 2：近年来桐乡市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	1,002.98	1,141.69	1,209.70
GDP 增速（%）	1.0	8.5	2.6
人均 GDP（万元）	14.20	16.09	11.47
固定资产投资增速（%）	-10.8	10.6	6.8
一般公共预算收入（亿元）	93.98	109.31	105.84

政府性基金收入（亿元）	151.52	136.00	137.00
税收收入占比（%）	97.37	88.45	86.39
公共财政平衡率（%）	90.45	94.61	79.42

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：桐乡市财政局，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，桐乡城投的运营实力很强，跟踪期内，公司仍作为桐乡市最重要的城市基础设施建设及国有资本运营主体，业务竞争力极强；公司主要业务包括土地整理、基础设施建设代建、房地产开发、商贸服务、交通运输和水务等板块，在建及拟建项目较多，公司业务稳定性和可持续性较强。

值得注意的是，公司大量项目建设资金和投资成本沉淀于基础设施建设、土地整理和房地产开发等业务形成的存货和在建工程中，影响资产的整体流动性；同时公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，未来将面临一定的投融资压力。

表 3：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发	12.18	25.27	5.49	14.76	22.42	3.64	13.42	19.89	4.37	0.42	3.24	0.30
委托代建	3.18	6.59	4.76	5.74	8.72	4.58	5.34	7.91	6.39	0.20	1.56	4.29
自来水销售	2.21	4.58	56.25	2.52	3.82	43.84	2.53	3.76	10.48	0.52	4.07	10.46
污水处理	1.17	2.43	-34.03	1.45	2.20	3.49	1.50	2.22	11.66	0.36	2.85	2.50
商贸服务	12.06	25.02	3.04	16.48	25.03	3.85	18.47	27.39	6.06	3.74	29.24	4.05
房地产销售	6.35	13.18	39.82	8.87	13.47	18.42	7.88	11.68	11.32	2.57	20.09	37.75
租赁	1.27	2.63	62.68	4.27	6.48	78.28	3.93	5.83	73.81	1.34	10.50	72.74
其他业务	9.78	20.30	21.59	11.76	17.86	21.94	14.38	21.32	16.14	3.64	28.45	3.12
营业收入/毛利率合计	48.20	100.00	15.49	65.85	100.00	15.41	67.44	100.00	12.76	12.80	100.00	16.09

注：商贸服务包含石油天然气收入和农产品销售收入；其他业务包含养护、运输、广告、担保及会展等业务收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地一级开发板块

公司土地整理业务收入系公司营业收入主要的构成部分，业务主要集中于桐乡市经开区及下属各乡镇范围内，跟踪期内收入有所下滑，整体业务稳定性较强；公司目前账上有大量的已整理未移交的土地，已投入资金大量沉淀于存货中，面临一定资金回收压力。

公司土地开发业务主要由下属子公司桐乡市金凤凰控股集团有限公司（以下简称“金凤凰控股”）、桐乡市工业发展投资集团有限公司（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（以下简称“崇德投资”）及桐乡市美丽乡村建设有限公司（以下简称“美丽乡村”）负责。金凤凰控股主要负责桐乡市濮院镇区域内相关土地的土地整理业务，桐乡工投负责桐乡市经济开发区范围内的土地整理，乌镇实业主要负责乌镇地区和龙翔街道地块的土地整理，崇德投资主要负责桐乡市崇福镇区域土地整理，美丽乡村主要负责桐乡市洲泉镇及石门镇等区域内的土地整理。

业务模式方面，金凤凰控股下属子公司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”）与桐乡市濮院镇人民政府签署《桐乡市濮院镇土地一级开发项目委托开发协议书》，前

期开发成本自筹，待公司完成土地整理后，由濮院镇政府组织验收合格后出具《移交签收确认书》。濮院镇政府按计划在一定时期内支付公司土地整理成本及开发收益（直接成本的 18%）。桐乡市政府将土地整理回款拨至濮院镇政府，再由濮院镇政府拨付公司。

桐乡工投与桐乡市经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）签订委托代建协议，前期土地整理资金由公司自筹，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整理进度、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。

乌镇实业与乌镇人民政府签订《土地开发整理项目委托开发协议书》。根据协议，前期土地整理资金自筹，土地委托开发收益按照土地整理直接成本的 18%进行核算，间接费用由公司自行承担。随着开发周期延长，间接费用逐年增加，乌镇实业与乌镇人民政府于 2020 年签署补充协议，将加成比率 18%修正为“在上年度加成率的基础上，在 20%以内的幅度内浮动”，具体浮动幅度，由双方每年末签署《土地委托开发进度款结算协议》予以明确。

崇德投资自 2018 年起，公司按年度汇总土地开发的总投资额，桐乡市财政局根据征迁工作进度及区域内出让情况按年与公司进行结算，一般按照 10%的成本加成比例确定，公司据此按结算进度于每年年末确认土地开发业务收入并结转成本。

美丽乡村自 2020 年起，其子公司桐乡市湘溪小城市综合开发有限公司（以下简称“湘溪小城市”）与洲泉镇和石门镇人民政府签订委托代建协议，负责桐乡市洲泉镇和石门镇等区域的土地整理开发。项目前期由湘溪小城市自主进行建设及投资，待项目竣工验收无误后，根据建设情况，双方签署补充协议，明确结算时间和款项支付方式，根据核定的项目金额按照 5%的利润率加成计算工程代建费，并将相关事宜报送委托方进行审核。经委托方审核后，由委托方根据审定金额，向代建方支付工程代建费。

业务开展情况，受政府出让规划影响，2022 年公司土地一级开发业务收入相较 2021 年并入濮院时尚追溯调整后的业务收入略有下降，毛利率因当期结转收入的土地整理综合毛利率偏高而有所上升。公司在整理土地规模较大，可对该业务未来收入提供一定保障。但公司尚有较大规模已整理未移交土地，后续移交情况受政府土地出让计划存在一定不确定性。公司大量已投入资金沉淀于存货中，面临一定资金回收压力。截至 2022 年末，公司暂无拟整理土地项目。

表 4：公司近年来土地整理业务情况（亩、亿元）

项目	2020	2021	2022
当年新增已整理面积	11,317.45	9,489.33	12,628.39
当年移交面积	1,575.29	1,490.30	2,060.61
年末累计已整理未移交面积	31,652.60	39,318.00	49,885.78
当年投资额	18.52	25.92	32.34
当年业务收入	12.18	12.29	13.42

注：2020 年数据口径不含濮院时尚土地整理数据，2021 年数据不含濮院时尚和桐乡公投¹土地整理数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2022 年末公司在整理土地情况（亩、亿元）

¹2021 年公司将持有的桐乡市公益事业建设投资集团有限公司（以下简称“桐乡公投”）51%股权无偿划转至桐乡市城市发展集团有限公司（以下简称“桐城发展”），划转事项于 2021 年 4 月 29 日完成工商信息变更登记；同时，桐乡市财政局将桐城发展 25%股权划转给公司，该事项于 2021 年 5 月 18 日完成工商信息变更登记。

运营主体	地块名称	整理期间	总投资	已投资	总面积	已整理未移交面积	累计确认收入金额	已回款
崇德投资	崇福区块	2014-2025	73.00	67.61	14,614	9,897	12.64	12.64
金凤凰发展	濮院镇区域	2015-2025	43.29	61.45	3,432	1,751	27.59	22.90
乌镇实业	互联网产业园项目（龙翔片）	2020-2030	55.00	27.05	5,424	3,518	9.46	8.51
	乌镇互联网与旅游文创项目（乌镇片）	2020-2030	75.00	51.36	10,685	7,620	16.00	15.34
桐乡工投	新材料产业园区区块	2015-2030	18.00	15.38	4,654	4,100	10.57	9.92
	汽车产业园区区块	2012-2021	3.60	3.88	654	508	3.72	3.72
	三期及三期扩征区块	2003-2017	7.00	7.07	1,811	1,475	6.02	6.02
	新能源产业园区区块	2015-2030	18.00	8.48	1,894	735	4.78	4.56
	万亩千亿项目	2020-2035	30.00	5.72	3,100	2,221	--	--
美丽乡村	石门区块	2019	5.15	5.15	1,403	1,356	0.20	0.20
	洲泉区块	2018-2024	8.02	6.36	1,180	4,597	0.97	--
	凤鸣区块	2019-2026	12.17	7.40	1,800	1,096	1.10	1.10
	红旗区块	2022-2025	9.89	0.10	2,825	--	--	--
濮院时尚	新濮村古镇旅游度假区项目一标段	2019-2028	14.00	12.30	2,022	1,742	2.01	1.84
	永越村市场核心区项目	2018-2025	15.00	14.79	2,167	2,150	0.12	0.12
	永联村时尚产业创意总部区项目	2018-2027	25.00	22.73	3,320	3,215	0.75	0.39
	永乐村时尚产业智造区项目	2010-2025	10.00	9.66	1,368	999	2.75	0.84
	新星村时尚产业智造区项目	2017-2026	25.00	21.56	2,926	2,702	1.72	0.39
	其他项目	2013-2027	5.61	6.64	895	204	4.35	3.22
合计	-	-	452.73	354.69	67,174	49,886	104.75	91.71

注：因前期测算与实际建设存在差异，导致部分项目超过预计整理期间，已投资额超过计划总投资额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

委托代建

公司主要负责桐乡市及下属各区县的基础设施代建业务，业务竞争力极强；该业务收入受基础设施项目建设进度影响，存在一定波动；在建项目储备较多，可为公司未来收入提供保障，业务的稳定性和可持续性较强。

公司是桐乡市重要的基础设施代建业务主体，项目建设主要由公司子公司金凤凰控股、桐乡工投、乌镇实业和崇德投资负责，业务种类包括各种区域内的道路、桥梁等基础设施项目建设。

业务模式方面，金凤凰控股和桐乡市人民政府、濮院镇人民政府签订《工程项目委托代建协议书》及相关补充协议，根据协议桐乡市人民政府将项目委托给濮院镇人民政府，濮院镇人民政府再委托给濮院时尚。濮院时尚自筹资金进行项目建设，桐乡市人民政府按照项目实际投资额并按一定比例的服务费支付工程代建费。根据项目建设情况，各方后续会针对具体项目签订补充协议，明确结算的时间和款项支付方式。

桐乡工投主要负责桐乡市经济开发区范围内的道路、桥梁、管网、绿化等工程的建设，桐乡工投与经开区管委会签署委托代建协议，代建工程前期建设资金由公司自筹。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，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。

崇德投资自 2018 年起改为与桐乡市国有资产监督管理委员会办公室下属的桐乡市崇德城市开发

建设有限公司（以下简称“崇德城开”）签订受托代建协议，项目资金由崇德城开全额承担、分期支付，一般由崇德投资先行垫资，融资费用由崇德城开承担。每年年末，崇德城开对完工项目的实际投资金额进行审定，并以建设成本为基础加成一定比例支付工程代建费；崇德投资将基础设施建设成本计入存货，按结算进度于每年年末确认委托代建工程收入并结转成本。

乌镇实业与乌镇人民政府签订委托代建协议，协议规定由乌镇实业负责代建乌镇范围内的道路、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，由乌镇实业按照项目业主提供相关施工图纸、技术要求及标准，自主进行建设及投资，项目业主对项目建设过程中的工程质量、进度进行监控和管理。工程竣工验收无误后，再交于项目业主投入使用，项目业主按约定的代建工期、投资回报率、付款时点等内容分期支付工程代建费。工程代建费根据项目实际投资额，采用成本加成 5% 的模式进行结算，每年按照补充协议确认具体项目的收入。

业务开展情况，公司委托代建业务收入受项目建设进度影响呈现一定波动。截至 2022 年末，公司已完工项目主要为隆源路改造工程、新材料产业园一、二期、桐乡市第二人民医院改扩建工程、互联网大会环境整治工程和濮院镇基础设施改造工程等项目，合计投资规模 20.98 亿元，实现回款 22.53 亿元，回款情况尚好。公司在建项目较多，业务可持续性较好。同期末，公司暂无拟建的委托代建项目。

表 6：截至 2022 年末主要在建项目情况（亿元）

项目方	项目名称	建设期间	总投资额	已投资额	拟回款金额
桐乡工投	新材料产业园基础配套工程	2017-2022	8.80	6.33	9.23
	文华南路（高新四路-长新桥）道路工程	2022-2023	0.29	0.03	0.30
	高新二路（人民路-自由路）道路工程	2022-2023	0.16	0.04	0.17
	桑和路（人民路-自由路）道路工程	2022-2023	0.14	0.02	0.15
	高新三路（人民路-自由路）道路工程	2022-2023	0.15	0.02	0.16
乌镇实业	互联网产业园基础配套工程基础设施改造提升	2019~2021	4.85	3.65	5.29
	道路新建项目	2020-2021	2.35	1.35	2.56
崇德投资	小城市培育提升化工程项目	2016-2025	15.00	11.23	15.75
	世纪大道综合改造	2014-2022	2.20	1.41	1.62
美丽乡村	市级美丽乡村精品路线	2021-2022	0.34	0.18	0.36
	美丽乡村精品线建设	2022-2023	0.24	0.24	0.25
	凤鸣街道污水零直排区创建	2021-2022	0.10	0.08	0.11
金凤凰控股	滨河大道工程	2021-2023	1.14	1.13	1.20
	电力工程	2021-2024	1.44	1.03	1.51
	智慧停车改造工程	2022-2024	2.81	1.01	2.95
	民甸公路濮院段改建工程	2019-2023	0.99	0.96	1.04
	污水零直排区创建工程	2021-2023	0.84	0.32	0.88
合计	--	--	41.84	29.03	43.53

注：因前期测算与实际建设存在差异，导致部分项目超过预计整理期间，已投资额超过计划总投资额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水务板块

公司系桐乡市最重要的水务板块运营主体，业务具有很强的区域专营性；水务板块主要包括自来水生产和销售、污水处理业务，可为公司带来稳定的现金流，业务可持续性较强。

公司水务板块运营主体为桐乡市水务集团有限公司（以下简称“桐乡水务”），主要负责桐乡市范围内的自来水生产和销售、污水处理等业务，具有一定的区域专营性，业务竞争力极强。

自来水生产和销售

桐乡水务是桐乡市唯一的供水企业，根据中华人民共和国取水许可证取水（浙）字[2016]第 001 号、取水（桐乡）字[2020]第 20 号，水务集团拥有从京杭运河提水的资质，具有区域垄断性。截至 2022 年末，水务集团拥有地面水厂 3 座，总供水能力 45 万吨/日；供水范围覆盖全市各镇、街道，供应桐乡市约 100 万人口的日常用水。

桐乡水务的自来水销售业务近年来发展良好，截至 2022 年末，自来水用户数达 41.32 万户。三水厂出厂水九大指标合格率 100%，管网水七大指标综合合格率 99.94%，能有效保障全市生产生活的用水需求。

收费结算模式主要是对居民用水采用阶梯式收费，根据《政府制定价格听证办法》和《浙江省定价目录》等有关规定，按照政府定价程序，相继开展成本监审、公告征求意见、价格听证等法定程序，并经市政府常务会议审议通过后调整自来水销售价格。水价方面，自来水销售价格根据《关于调整桐乡市自来水销售价格的通知》（桐发改价[2014]92 号），自 2014 年 7 月 1 日起，桐乡市调整自来水供应价格，调整之后，针对一户一表的用户，居民根据用水量的不同单价有所不同。居民每户月用水量为 20 吨及以下、21~40 吨、41 吨及以上的对应水价分别为 1.90 元/立方米、2.85 元/立方米和 5.70 元/立方米；针对非一户一表的用户，水价为 2.00 元/立方米。经营性用水和非经营性用水统一调整为 2.90 元/立方米；特种用水调整为 5.00 元/立方米。对低保户、低收入户、特困职工户等，按实际用水开户家庭人口每人每月免费使用 3 立方米，以桐乡市民政局每年 6 月底在册人员为准，一年一调整。

业务运营情况，近年来公司制水能力保持稳定，供水量随着用户水量需求的变动而有所波动，2022 年，桐乡水务改为采购千岛湖水源（4.68/元吨）和西部水源（0.7 元/吨），在之前的 0.2 元/吨的基础上，单价增幅较大，导致购水成本增加，毛利率有所下滑。

表 7：近年来公司下属水厂情况（万吨）

水厂名称	2020		2021		2022	
	日制水能力	平均日供水量	日制水能力	平均日供水量	日制水能力	平均日供水量
果园桥水厂	15.00	10.95	15.00	11.34	15.00	11.75
运河水厂	15.00	10.84	15.00	11.53	15.00	10.74
同福水厂	15.00	10.17	15.00	11.30	15.00	10.26
合计	45.00	31.96	45.00	34.17	45.00	32.75

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：公司供水业务情况

项目名称	2020	2021	2022
自来水用户数（万户）	38.87	39.03	41.32

自来水供应量（万吨）	11,665	12,473	11,954
自来水销售量（万吨）	9,333	10,037	9,991
官网长度（公里）	2,779.00	2,843.00	2,890.00
原水采购量（万吨）	12,530	13,740	11,954

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

污水处理

桐乡水务承担了全市各个镇、街道的污水收集业务。2021 年 8 月，桐乡市城市污水处理厂及非公司所有的濮院污水厂关停，新水厂桐乡市城市污水处理厂整合工程（一期）建成投产，运营主体为物产中大（桐乡）公用事业投资有限公司，为水务集团与物产中大资本投资有限公司合资成立，桐乡水务占股 34.00%，新水厂处理规模为 20.00 万吨/日。由于桐乡市区及濮院区域的污水收集管网等污水设施为公司所有，根据桐乡市住房和城乡建设局发布的桐建〔2021〕122 号文件，原濮院污水厂服务范围内的排水户暂由桐乡水务统一接收管理。截至目前，桐乡市区及濮院地区污水处理收入均暂由公司收取。

公司目前拥有 1 家崇福污水处理厂，现日污水处理能力为 6.00 万吨/日。此外，公司还拥有 94 座污水输送泵站及 1,874 余公里的污水收集主干管网。桐乡水务承担了全市 80%以上的减排任务，污水处理能力约占桐乡全市污水处理能力的 50%。

近年来公司污水处理管网长度持续增长，但受桐乡市城市污水处理厂的关停影响，污水处理量减少较多。2021 年及 2022 年，由于濮院地区相关污水处理收入暂时并入桐乡水务，污水处理收入有所上升，且由于原污水处理厂关停导致当期折旧减少使得毛利率有所上升。2022 年污水处理率下降，主要是由于当期部分污水转运至新水厂处理导致的漏损增加。

表 9：2020~2022 年公司污水处理情况

项目	2020	2021	2022
污水处理量（万吨）	5,636	2,823	1,413
实际日污水处理量（万吨）	9.59	7.70	3.87
管网长度（公里）	1,657	1,815	1,874
污水处理收入（万元）	11,727	14,468	14,993.3
污水处理率（%）	97.30	97.40	64.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

污水处理费方面，公司污水处理费计费方式是“污水处理单价×自来水销售量”，目前污水处理费主要收取城镇生活污水和工业污水，农村污水尚未纳入污水处理费的征收范围。污水处理费的征收标准一般为：城镇居民生活污水 0.95 元/立方米，非工业用户 1.9 元/立方米，500cod 以下的高污染工业 2.8 元/立方米，一般工业 2.2 元/立方米；500-600cod 的高污染工业 3.20 元/立方米，一般工业 2.30 元/立方米；600-700cod 的高污染工业 3.60 元/立方米，一般工业 2.40 元/立方米；700-800cod 的高污染工业 4.0 元/立方米，一般工业 2.50 元/立方米；800cod 以上的工业每提高 100cod 增加 0.5 元/立方米的污水处理费。

在建工程方面，目前在建工程主要为桐乡市污水收集管网工程（2018 年度污水一级管网工程）和桐乡市污水收集管网工程（2019 年度污水一级管网工程），计划总投资 2.67 亿元。截至 2022 年末，已完成投资 2.67 亿元，项目建设已完工，尚未竣工结算。

交通运输板块

公司负责桐乡市范围的交通运输业务，具有很强的区域专营性，业务竞争力极强；公司交通运输业务主要包括公交客运、城际公交和自行车租赁等业务，业务稳定性和可持续性较强；同时，公司还承接交通类工程建设项目，尚需投资规模较大，未来将面临一定投融资压力。

桐乡市城市公共汽车客运、城际公交、市内租车等经营业务由子公司桐乡交投负责运营，具有较强的区域垄断性。交通运输收入主要来源于二级子公司桐乡市恒通公共交通有限公司（以下简称“恒通公交”）、桐乡市汽车运输有限公司（以下简称“汽运公司”）和桐乡市公共自行车服务有限公司（以下简称“自行车服务”）。

桐乡市境内的城市公交线路由恒通公交负责，汽运公司下设桐乡客运中心、濮院汽车站、崇福站和乌镇汽车站 4 个城际客运车站，经营桐乡至杭州、海宁、嘉兴、上海、湖州等二十多条城际客运业务。桐乡市内的公共自行车和电动车租赁由自行车服务负责运营，其中电动车租赁为 2022 年新增业务。

业务开展方面，2022 年，恒通公交经营线路及线路总长有所增长，但营运人次有所下滑。自行车租赁业务方面，2022 年自行车业务日均租借量为 7,208 辆次，较上年略有增长。2022 年，公司新增电动车租赁业务，投入电动车共计 1,900 辆，服务站点 220 个，累计租借量达到 95.48 万辆次，日均租借辆约 2,616 辆次。公交运输业务对政府补助较为依赖，2022 年收到公交运输板块成本规制补助 1.72 亿元，公司将收到的补助直接冲减了业务成本。

表 10：近年来公司交通运输板块业务情况

项目	2020	2021	2022
公交客运			
公交线路（条）	17	98	102
公交车辆（辆）	192	440	428
线路总长（公里）	252.85	1,634.4	1,713
营运人次（万人）	5,504.06	1,402.33	903.00
城际公交			
客运量（万人次）	552.16	30.81	8.06
客运周转率（万人/公里）	13,063.10	292.56	706.55
自行车租赁			
营运自行车数量（辆）	7,200	3,800	3,900
服务站点（个）	219	234	240
累计租借量（万辆次）	216.00	279.00	263.08
营运电动车数量（辆）	--	--	1,900
电动车服务站点（个）	--	--	220
累计租借量（万辆次）	--	--	95.48

注：由于 2021 年公司业务调整，乡镇间公交业务数据计入公交运输板块，故 2021 年起客运业务数据口径仅包含城际客运数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

同时，公司还承接桐乡市区域内的交通类工程建设项目。苏台高速公路南浔至桐乡段及桐乡至德清联络线项目为 2021 年浙江省重点建设项目，是打造长三角地区城际交通网的重点工程，长三角高速公路网规划的“纵三”——江苏盐城至浙江绍兴高速公路的重要组成部分。该项目路线全长

54.2 公里，沿线共设枢纽互通 11 处，收费站 7 处，服务区 3 处。建设主体为桐乡交投，建设资金由公司通过银行项目贷款自筹。截至 2022 年末，该项目总投资 180.18 亿元，已投资 52.20 亿元，建设期 36 个月。

房产销售板块

房产销售业务系公司主营业务的重要组成部分，盈利能力较好；但该业务收入易受市场行情影响存在一定波动；同时，公司在建项目尚需投入一定规模，未来将面临一定的投融资压力。

公司房产销售业务的主要运营主体为金凤凰控股、崇德投资、美丽乡村和乌镇实业，该业务收入系公司主营业务的重要组成部分，盈利能力较好。金凤凰控股主要以自主开发为主，由下属子公司桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司（以下简称“金凤凰集团”）、二级子公司桐乡市金和城镇建设有限公司（以下简称“金和城建”）和桐乡市濮院旅游有限公司（以下简称“濮院旅游”）负责，崇德投资以安置房和厂房为主，美丽乡村和乌镇实业主要以配合招商引资需求建设的厂房为主。房地产开发资质方面，金凤凰集团具备房地产开发四级资质，金和城建具备房地产开发三级资质，崇德投资具备房地产开发三级资质，美丽乡村下属子公司桐乡市凤鸣福地新区开发建设有限公司（以下简称“凤鸣福地”）具备房地产开发暂定资质。

业务模式方面，公司房地产业务所需土地均按照“招、拍、挂”手续通过市场化操作取得，用于项目开发的资金主要由预收购房者款项和外部融资构成。公司根据相关规划拿地后，通过招投标的方式外包给专业建筑施工公司进场施工，公司按项目开发进度分批分次向外包建筑单位支付施工款。在质量监督方面，公司聘请有良好声誉的品牌监理公司，负责项目的全程监理，同时也由项目所在地的建筑安全质量监督检查站进行阶段性结构验收、日常检查以及抽查。项目竣工后，公司严格执行政府关于主体建筑结构、规划、消防、交通、人防、绿化等方面的验收流程，完成验收并备案、交房。待房产项目竣工验收达到交付条件后，公司将房产对外销售给购房者。在销售回款上，公司以签订《购房合同》为销售确认点，其销售回笼资金计入预收账款。以交房为收入确认点，办理交房手续后，从预收收入结转至营业收入。

业务开展方面，公司房产销售业务收入是公司主营业务的重要组成部分，但收入易受市场行情影响存在一定不确定性。已完工项目尚有一定规模的剩余可售面积，且已售房产回款情况较好，在建项目较多，业务的可持续性较好。但在建项目尚需投资规模较大，公司将面临一定投融资压力。其中，杏林苑、滨河紫金苑及和园项目已开始预售，截至 2022 年末，公司已收到的预售房款约 15 亿元。同期末，公司暂无拟建的房地产项目。

表 11：截至 2022 年末公司已完工房地产项目情况（亿元、万平方米）

运营主体	项目名称	项目类别	总投资	剩余可售面积	已销售面积合同总价	回款总额
金凤凰控股	滨河花苑一期	安置房、住宅	1.58	0.09	2.64	2.64
	滨河花苑二期	安置房、住宅	7.07	1.29	9.49	9.49
	滨河花苑三期	住宅、商铺	3.69	1.32	6.09	6.09
	翔云苑	商品房	9.18	2.66	8.85	8.83
	滨河佳苑	商品房	1.04	--	1.15	1.04
崇德投资	华光景苑安置房项目	安置房	2.11	3.04	0.25	0.25
	品牌园一期 A 区	工业厂房	0.26	--	0.23	0.23
	品牌园一期 B 区	工业厂房	1.68	--	2.11	2.11
	运河花苑	安置房、商品房	8.59	6.46	6.13	5.03

美丽乡村	互联网+创业园	标准工业厂房	0.98	0.80	1.14	1.14
	梧桐街道环城北路南侧安置房	安置房	0.70	0.47	0.24	0.24
乌镇实业	桐乡市乌镇世界互联网产业园配套-智慧数字中心项目	商业用房	4.50	2.39	0.34	--
合计	--	--	41.38	18.52	38.66	36.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 12：截至 2022 年末公司在建房地产项目情况（亿元，%）

所属公司	项目名称	项目类别	计划总投资	建设工期	已投资	项目进度
金凤凰控股	杏林苑	商品房	12.42	2020-2023	7.91	64
	滨河紫金苑	安置房、住宅	10.74	2021-2024	4.19	50
	梅泾苑	商品房	10.58	2021-2024	7.67	72
	香枫苑	商品房	4.19	2021-2024	2.73	65
	栖凤苑	商品房	18.59	2021-2024	12.54	67
	永乐坊	自持商品房	5.18	2020-2022	2.83	55
	紫金特色文化街	商铺	4.77	2020-2023	3.54	74
	和园	商品房	21.35	2022-2025	12.80	60
崇德投资	皮草品牌园二期	厂房	3.20	2018-2022	2.76	100
	人工智能产业园	工业厂房	5.35	2020-2023	4.12	100
	未来工业区首开区项目	工业厂房	4.83	2021-2023	1.40	35
	工业社区有机更新及基础设施提升改造一期项目	工业厂房	2.41	2022-2024	1.44	65
美丽乡村	乡村振兴馆建设	商业房产	0.18	2021-2023	0.16	100
合计	--	--	103.79	--	64.09	--

注：皮草品牌园二期、人工智能产业园和乡村振兴馆建设项目已完工，处于竣工验收阶段。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商贸服务板块

公司商贸服务主要包括猪肉及猪副产品为主的农产品、铝材、电子元件、羊毛和钢材等商品贸易，系公司主营业务的重要组成部分；近年来，公司贸易收入规模稳步增长，业务的可持续性较强。

公司商贸服务业务运营主体为公司子公司金凤凰控股、乌镇实业、崇德投资和桐乡工投。贸易品种主要包括猪肉及猪副产品为主的农产品、铝材、电子元件、羊毛和钢材等。

金凤凰控股商贸业务主要由二级子公司桐乡市金瑞食品有限公司和桐乡市金农农产品销售有限公司负责，贸易产品为猪肉及猪副产品为主的农产品，主要负责青莲公司“青莲”和“膳博士”品牌猪肉等产品的销售和屠宰场项目的运营，在桐乡市猪肉农产品市场具有一定的垄断优势，展业范围覆盖嘉兴市，并辐射周边地区。2022 年公司农产品销售收入大幅增长，主要系年屠宰 50 万头生猪项目于 2021 年 11 月完工并运营，该项目总投资 1.64 亿元，总建筑面积 3.12 万平方米，年屠宰生猪能力达 50 万头。

乌镇实业贸易业务由云亨乌镇（桐乡）贸易有限公司具体负责，主要贸易产品为铝材、电子元件、塑料件等。业务模式为由需求方提交订单，公司据此向供应商进行采购，货物由供应商直接运输至需求方。销售结算账期一般为 6~12 个月。

崇德投资贸易业务主要由桐乡市崇福两新建设开发有限公司具体负责，主要贸易产品为羊毛和钢材。钢材贸易由需求方提交订单，公司据此向供应商进行采购，货物由供应商直接运输至需求方工地。羊毛贸易采购环节部分主要采取进口的形式进行采购，公司与海外采购商签订采购合同，按照约定条件经由惯常航线将货物运输至指定的目的港，公司在指定的目的港从承运人处收受货物，完成采购。销售结算及账期方面，钢材贸易与上游供应商结算方式为现结，与下游客户为转账结算，账期为 1~2 个月；羊毛贸易大部分为进口业务，采取信用证结算，与下游客户为转账结算，账期与信用证时间一致，一般为 6 个月。

2020 年，子公司桐乡工投新增商贸服务业务，主要承接新能源汽车零配件上下游销售业务，下游客户为浙江合众新能源汽车有限公司。

业务开展情况，公司商贸服务贸易品种较为丰富，猪肉及猪副产品、羊毛等品种具有一定的垄断优势和区域竞争优势。2022 年，公司商品贸易业务收入 18.47 亿元，较上年增长 12.08%，主要系金凤凰控股年屠宰 50 万头生猪项目投入运营带来的农产品销售收入增长所致。

租赁板块

公司在桐乡市国有资产运营领域担任重要角色，持有区域内优质的经营性资产，可以为公司提供一定规模的租赁收入；同时，公司尚有一定规模的在建租赁资产，待项目建成后，预计可为公司提供一定规模的资产收益；但项目前期投入规模较大，需关注未来收入能否平衡前期资金成本。

公司租赁业务运营主体为金凤凰控股、桐乡工投、乌镇实业和崇德投资，主要负责桐乡市区域内的商铺、标准厂房及人才公寓等资产运营工作。

金凤凰控股的租赁收入主要源于名下商铺的租金收入，桐乡工投的租赁收入主要源于桐乡经开区内标准厂房和人才公寓的租金收入，乌镇实业的租赁收入主要源于乌镇实业转租用于招商引资企业办公及产业展示的商业用房以及自营项目建设及改造的工业厂房及商业用房等。崇德投资的租赁收入主要源于崇福镇区域内皮毛市场及建筑装饰材料市场的出租收入。

业务开展情况，公司租赁业务收入为公司主营业务提供了重要补充。租赁业务收入近年来有所波动，主要系 2020 年和 2022 年分别实行一定规模的租金减免政策所致，2022 年减免的租金规模约 1.31 亿元。

此外，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。运营模式方面，公司前期自筹资金进行项目建设，项目建设完成后拟通过出租或出售等方式实现资金回流。截至 2022 年末，公司主要在建的自营项目为桐乡融杭经济区南阳先导区人工智能产业园建设项目、年产蒸发系统 15 万套新建项目和年产 20 万台高端服务器智能制造基地，项目总投资 17.91 亿元，已投资 6.74 亿元。公司自营业务投入资金规模较大，需关注未来项目收入能否平衡前期资金投入成本。

其他业务板块

公司除传统城建业务外，还负责担保业务、石油天然气销售及安保服务等业务，可对公司主营业

务形成一定补充。

公司担保业务主要通过子公司桐乡市诚信融资担保有限责任公司运营。业务品种包括：流动资金贷款担保、生产性投资项目贷款担保、基础设施建设贷款担保、出口订单融资担保、出口发票融资担保、应付款融资担保、设备按揭融资担保、委托贷款担保、小微贷担保为票据业务、信用证业务、保理业务、贸易融资提供融资担保等。桐乡市诚信融资担保有限责任公司在业务开展过程中均要求被担保企业提供反担保措施。如发生代偿行为，一般可在次年收回代偿金额。截至 2022 年，公司在保余额为 26.84 亿元，主要担保行业为桐乡市当地小微制造业。2022 年代偿额 0.17 亿元。

表 13：截止 2022 年末公司主要担保企业情况（万元、年）

企业名称	担保金额	担保期限
浙江耀阳新材料科技有限公司	4,990	1
嘉兴鹏翔包装材料有限公司	3,990	1
桐乡市五丰丝织有限责任公司	1,500	1
浙江希乐实业有限公司	1,700	1
合计	12,180	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司的天然气业务主要包括加气站天然气的销售和柴油、汽油等的销售，主要通过子公司桐乡交投运营。桐乡市目前有一座 CNG 加气站，5 个售气机，加气站的规模为 250,000N 立方米每天。加气站主要向桐乡市港华天然气有限公司购买天然气，目前购买价格为 4.53 元/立方米，加气站向天然气汽车销售天然气的价格目前为 5.85 元/立方米。加气站操作模式方面，公司加气站主要向桐乡市港华天然气有限公司购买天然气，加气站向天然气汽车用户销售天然气。2022 年，公司售气量为 657.00 吨。

此外，桐乡交投下属子公司桐乡市中国石化经营有限公司（以下简称“桐乡中石化”）还销售汽油、柴油等产品。采购方面，桐乡中石化根据销售计划向中国石化销售股份有限公司浙江石油分公司等供应商进行采购，采购款结算时以实际采购量和协议采购价确定。公司下游客户主要为到公司所属加油站、加气站加油、加气、加 CNG、LNG 等产品的过往车辆，属于散户销售。桐乡中石化与中国石化销售股份有限公司浙江嘉兴石油分公司签订长期销售协议，销售款结算时以桐乡中石化的实际销售量以及协议销售价确认收入。

公司安保业务由下属子公司桐乡市安保服务有限公司负责，业务范围主要包括门卫、巡逻、守护、押运(武装押运除外)、随身护卫、安全检查、安全技术防范、安全风险评估(凭有效的保安服务许可证经营)，2022 年公司安保服务收入为 3.31 亿元，可为公司主营业务提供一定补充。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，受益于政府的持续支持，跟踪期内公司所有者权益增长显著，资本实力持续增强；但公司资产流动性一般，整体资产质量一般，债务规模处于增长态势，财务杠杆水平较高，资本结构有待优化；经营活动现金流呈净流出状态且净流出规模快速扩张，EBITDA 无法对债务本息进行有效覆盖。

资本实力与结构

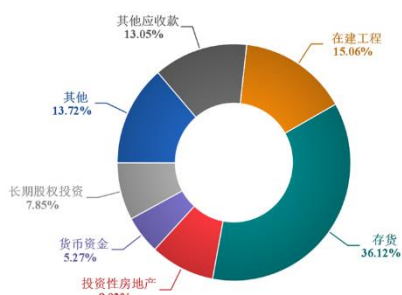
公司主要业务板块持续投入，资产规模保持增长态势，同时公司受益于政府的持续支持，资本实

力增长显著；公司资产有一定的收益性，但流动性一般，整体资产质量一般，且财务杠杆比率处于较高水平，财务稳定性有待提高。

作为桐乡市最重要的基础设施投资建设及国有资产运营主体，公司地位重要，在发展过程中获得了桐乡市政府持续的股权划拨、资金和实物资产等方面的支持，加之在建项目的持续推进，公司资产规模呈增长态势。

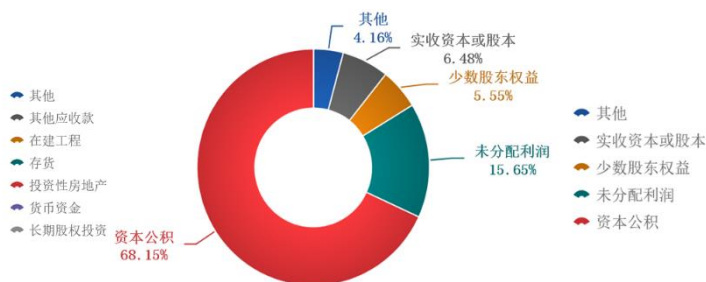
公司资产主要由委托代建、土地开发和房地产销售等业务形成的存货，自营租赁等业务形成的在建工程和投资性房地产以及应收往来款等构成。公司资产以流动资产为主，截至 2023 年 3 月末，公司流动资产占为 59.22%。未来公司整体业务布局预计没有大的变化，资产结构将保持稳定。未来随着房地产板块、土地整理及基础设施建设板块项目的持续推进，预计存货将保持增长态势，但由于公司存货中以土地、房地产和基建项目为主的开发成本较大且存在较大规模已整理未移交土地项目，公司存货周转率较小，资产流动性一般；投资性房地产中的租赁资产可带来一定的租金收入，以及固定资产中的水厂及管网等资产可产生较为稳定的水务收入，但相关资产收益占总资产和营业收入的比例不大，资产收益性整体较弱。总体来看，公司资产流动性一般，需关注相关项目已投成本的结算回款情况，总体资产质量一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司净资产以资本公积和未分配利润为主，跟踪期内资本公积大幅增长主要系公司及子公司收到的财政拨款 14.39 亿元、无偿划入的土地、房产及道路工程等实物资产 33.22 亿元以及政府专项债转增的资本公积 17.87 亿元等。随着桐乡市城市建设进度不断推进，预计公司能够持续获得政府在货币资金、实物资产和股权等方面的支持，后续资本实力或将进一步提升。

跟踪期内公司财务杠杆水平有所上升。随着项目建设的逐步推进，在项目回款不及时的情况下，未来公司或仍将依赖于外部融资填补资金缺口，公司总债务预计将持续增长，财务杠杆率或将有所提升。

表 14：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	886.35	1,148.48	1,413.25	1,516.03
流动资产占比	68.77	60.76	58.96	59.22
经调整的所有者权益合计	361.14	481.93	593.29	596.38
资产负债率	59.26	58.04	58.02	60.66
总资本化比率	51.40	50.32	52.18	55.59

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司部分项目结算回款进度慢叠加持续的项目建设支出，经营活动净现金流持续为负且预计将保持这一态势；公司经营发展对外部融资存在较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

公司收入主要来自于商贸服务、土地一级开发及房地产销售工程。其中商贸服务及房屋销售等板块回款较为及时，土地一级开发业务受政府资金安排及出让计划影响，回款稍有滞后，跟踪期内公司整体收现比有所下滑，收入质量有待提升。

公司土地开发和委托代建业务前期投入较大，项目开发和结算周期较长。公司销售商品、提供劳务收到的现金规模较小，购买商品、接受劳务支付的现金规模较大，加之公司支付的往来款规模较大，使得经营活动净现金流持续为负且预计未来将继续保持这一态势。

投资活动现金流方面，跟踪期内，随着苏台高速南浔至桐乡及桐乡至德清联络线等项目建设的持续投入，以及新增浙江东方金融控股集团股份有限公司等长期股权投资 15.14 亿元和嘉兴市原水投资有限公司等其他权益工具投资 14.43 亿元等股权投资支出，导致公司投资活动净现金流持续呈现为净流出状态。根据其自营项目及交通类基建项目建设进度情况来看，预计公司短期内投资活动现金流仍将保持这一态势。

公司现金流入较为依赖于筹资活动，外部融资主要通过银行借款和发行债券，为满足基础设施代建、土地整理等业务投入以及部分债券到期的偿债资金需求，公司通过银行借款和发行债券方式筹集资金，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。公司现金及现金等价物净增加额波动较大，需关注未来资金收支平衡状况。

表 15：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3
经营活动产生的现金流量净额	-6.06	-10.52	-76.35	-8.01
投资活动产生的现金流量净额	-51.45	-72.04	-122.75	-48.54
筹资活动产生的现金流量净额	91.98	67.49	161.53	97.11
现金及现金等价物净增加额	34.44	-15.05	-37.57	40.55
收现比	1.29	1.00	0.97	1.14

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内公司债务规模增长较快，债务负担相对较重，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；公司 EBITDA 主要由经营性利润和费用化利息支出构成，获现质量一般；经营活动净现金流为负，无法对利息形成有效覆盖。

随着经营业务的持续发展，公司外部债务融资需求不断推升，跟踪期内债务规模增长较快，截至 2023 年 3 月末总债务较 2021 年末增长 52.94%。公司债务以银行借款和应付债券为主，其中银行借款主要系保证借款、质押借款和信用借款。公司有一定规模的融资租赁借款，但非标债务占比不大，且呈逐年下降趋势。2022 年公司短期债务占比有所提高，但债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。公司一年内到期债务规模较大，存在一定的短期债务压力，

未来公司计划通过发行债券及银行贷款等方式对到期债务进行偿还。

表 16：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	成本区间	金额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	5 年以上
银行借款	3%-8%	461.86	123.35	53.80	38.36	42.35	27.50	176.51
债券融资	1.9%-7.88%	256.00	60.12	56.01	30.54	36.84	52.11	20.40
非标融资	4.25%-8.8%	17.06	7.19	1.60	1.80	2.00	2.24	2.25
其他	1.2%--1.28%	7.02	0.13	2.55	0.95	0.40	-	2.99
合计	--	741.95	190.78	113.95	71.65	81.58	81.84	202.15

注：其他债务主要系国开行基金、农发基金及部分应付票据；到期债务合计数与总债务差异主要系到期债务未包含计提利息和租赁负债。
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由经营性业务利润和费用化利息支出构成，对政府补助依赖较大。随着各业务板块盈利能力波动，跟踪期内 EBITDA 呈现上升趋势；同时，债务规模的快速增长导致公司利息支出上升较快，公司 EBITDA 对利息的保障能力欠佳。此外，公司经营活动净现金流持续为负，无法对债务利息形成有效覆盖。

表 17：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
总债务	381.93	488.06	647.38	746.46
短期债务占比	17.50	26.05	29.07	26.08
EBITDA	15.75	15.36	19.64	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.89	0.80	0.77	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-0.34	-0.55	-3.00	-1.07

注：EBITDA 扣除了非经常性损益调整。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模不大，截至 2022 年末，公司受限资产 78.04 亿元，占当期末总资产的 5.52%，主要是用于银行贷款抵押受限的存货、投资性房地产等，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 59.05 亿元，占同期末净资产的比例为 9.90%，被担保单位系桐乡市国有企事业单位，代偿风险较小。截至 2023 年 3 月末，公司以及下属主要子公司无重大诉讼事项。

表 18：截至 2023 年 3 月末公司主要对外担保情况（万元）

被担保企业	担保余额	到期日
	100,000.00	2027.03.23
桐乡市振东新区建设投资有限公司	90,000.00	2025.09.23
	70,000.00	2026.08.10
	50,000.00	2026.04.28
桐乡市崇德城市开发建设有限公司	55,100.00	2028.01.07
桐乡市智创服饰产业园开发股份有限公司	49,300.00	2036.10.16
物产中大（桐乡）水处理公司	43,308.10	2037.08.31
桐乡市石门两新建设开发有限公司	24,000.00	2027.03.26
桐乡市金开实业有限公司	15,000.00	2023.04.11
浙江乌镇互联网特色小镇投资建设有限公司	10,900.00	2024.12.13
桐乡市临杭经济区城镇建设有限公司	10,000.00	2023.06.08
	10,000.00	2024.04.23
桐乡市濮院两新建设开发有限公司	10,000.00	2024.04.23

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年

04 月，公司近两年一期未发生违约事件，也不存在两年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测²

假设

- 2023 年，公司仍作为桐乡市最重要的基础设施建设及国有资产经营主体，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。
- 2023 年，公司在建项目类投资规模预计在 130~140 亿元，股权类投资规模在 20~30 亿元。
- 公司债务规模将呈增长态势，2023 年公司新增债务类融资预计在 140~160 亿元。

预测

表 19：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	50.32	52.18	50.79~62.07
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.80	0.77	0.65~0.79

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

跟踪期内公司经营活动净现金流持续呈现净流出状态，2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 111.98 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 628.14 亿元，尚未使用授信额度为 254.74 亿元，备用流动性较为充足。但需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。同时作为桐乡市最重要的国有资本运营及城市建设投融资主体，公司可获得政府一定规模的资金支持，为公司提供了一定的资金空间。

公司流动性需求主要来自于项目建设、外部投资及债务的还本付息。根据公司规模，未来一年投资支出主要集中于土地一级开发、基础设施建设和房地产项目建设等，资金需求 130~140 亿元。同时，公司债务到期较为集中，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 194.67 亿元。2023 年，公司利息支出预计在 20~30 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析³

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

³中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

中诚信国际认为，公司注重可持续发展和安全管理，并积极履行企业社会责任；公司治理结构较好，内控制度较健全。

环境方面，公司的基础设施、土地整理及房地产开发项目建设等业务可能会面临一定环境风险。截止目前，公司尚未受到监管处罚，在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高；近年来未发生安全生产事故和员工劳动纠纷。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

外部支持

中诚信国际认为，桐乡市政府支持能力强，主要体现在以下：

桐乡市产业特色鲜明，是浙江省首批工业强市，拥有超 16 万个市场主体、4 万家企业、10 家上市公司，传统优势产业为化纤、玻纤和纺织。近年来桐乡积极承接大会红利，数字经济取得较快发展，2022 年桐乡市 GDP、一般公共预算收入在嘉兴市下属区县中位居前列。桐乡市区域债务规模上升较快，截至 2022 年末桐乡市地方政府债务余额 222.31 亿元，仅次于嘉善县和海宁市，政府债务率为 69.09%，低于国际 100%警戒标准，但区域内存在未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，桐乡市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性强：公司是桐乡市最重要的国有资产经营及城市建设投融资主体，与其他市级平台的职能定位不同、各自分工明确，资产规模在桐乡市市级平台中处于领先地位，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度高：公司实控人为桐乡市财政局，公司重大的经营战略与当地规划紧密相关，重大投融资决策需要报批桐乡市政府批准，管理制度在政府指导文件下不断更新完善，公司在股权结构、业务开展等方面与当地具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度较大：公司在获得项目建设专项资金拨付、财政补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出具有重要支撑。除直接的资金支持外，桐乡市政府还以股权划入、资产注入等形式对公司提供支持。

表 20：桐乡市级类平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
桐乡市城市建设投资有限公司	桐乡市财政局 100%	桐乡市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，负责全市除主城区外的城市建设以及全市公用事业运营。	1,413.25	593.29	58.02	67.44	6.71	104.80
桐乡市交通建设投资集团有限公司	桐乡市城市建设投	桐乡市交通基础设施建设及公共运输业务	-	-	-	-	-	-

	资有限公司 100%	经营主体。							
桐乡市水务集团有限公司	桐乡市城市建设投资有限公司 100%	桐乡市唯一的供水企业，也承担了桐乡市各个镇、街道的污水收集和处理任务。	-	-	-	-	-	-	-
桐乡市工业发展投资集团有限公司	桐乡市城市建设投资有限公司 100%	桐乡经济开发区的土地整理和基础设施建设主体。	128.37	59.37	53.75	9.05	1.38	14.20	
桐乡市金凤凰控股集团有限公司	桐乡市城市建设投资有限公司 100%	桐乡市重要的国有资产经营、城市建设及服务业务投融资运营主体。	-	-	-	-	-	-	-
桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司	桐乡市金凤凰控股集团有限公司 100%	桐乡市重要的服务业投融资运营主体，承担着桐乡市旅游资源开发及运营、全市农贸市场经营以及城市有机更新等职能。	234.89	75.79	67.74	16.04	2.92	40.00	
桐乡市濮院时尚产业发展集团有限公司	桐乡市金凤凰控股集团有限公司 100%	桐乡市重要的投资开发及国有资产运营主体，目前主要负责濮院镇土地开发、基础设施建设和经营性资产运营。	-	-	-	-	-	-	10.00
桐乡市崇德投资发展集团有限公司	桐乡市城市建设投资有限公司 100%	桐乡市崇福镇区域内城市建设和桐乡市崇福皮毛市场投融资建设主体。	167.80	66.43	60.41	9.81	1.05	30.52	
乌镇实业（桐乡）有限公司	桐乡市城市建设投资有限公司 100%	桐乡市乌镇区域土地开发主体，同时还经营商贸服务和出租业务等。	196.53	62.54	68.18	8.22	1.16	42.00	
桐乡市城市发展集团有限公司	桐乡市市财政局 75%	桐乡市主城区开发建设主体	-	-	-	-	-	-	20.00
桐乡市振东新区建设投资有限公司	桐乡市城市发展集团有限公司 91.523%	桐乡市振东新区开发建设主体。	160.89	69.60	56.74	5.10	1.20	29.00	
桐乡市公益事业建设投资集团有限公司	桐乡市城市发展集团有限公司 51%	桐乡市主城区中西城区的开发建设主体。	-	-	-	-	-	-	-

注：财务数据为截至 2022 年末数据，债券融资余额系企业预警通截至 2023 年 05 月 10 日的债券余额。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，桐乡市政府支持能力强，对公司有强的支持意愿，可为公司带来强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，桐乡城投与海宁资产、海宁城投、义乌国资等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均强，并对上述公司均具有强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，桐乡市的行政层级和海宁市及义乌市相同，债务负担低于可比区域；桐乡市区域内产业基础较好，经济较活跃，对当地城投企业的支持能力强。同时，桐乡城投和可比公司均为所在区域重要的基础设施建设投融资主体，具有高的职能重要性，当地政府对他们均有强的支持意愿。

其次，桐乡城投的外部经营环境风险及业务风险与可比公司无显著差异，基于当地政府对公司的主要定位，公司的主营业务围绕其职能定位展开，具有一定业务竞争优势。同时公司业务相对多元化，在承担桐乡市基础设施建设、房地产开发和土地整理的同时，亦开展了商贸服务及租赁等市场化业务，为公司收入提供较好补充，但也存在项目资本支出压力大、结算滞后等问题。

然后，桐乡城投的财务风险与可比公司无显著差异。公司资产规模和权益规模均处于可比公司前列，债务规模和财务杠杆水平均低于可比公司平均水平；EBITDA 利息保障倍数较低；公司可用银行授信余额规模可以覆盖公司短期债务，备用流动性较好。

表 21：2022 年同行业对比表

	桐乡城投	海宁资产	海宁城投	义乌国资
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	嘉兴市桐乡市	嘉兴市海宁市	嘉兴市海宁市	金华市义乌市
GDP（亿元）	1,209.70	1,247.00	1,247.00	1,835.54
GDP 增速（%）	2.6	0.70	0.70	4.60
人均 GDP（万元）	11.47	11.32	11.32	9.73
一般公共预算收入（亿元）	105.84	95.08	95.08	132.90
公共财政平衡率（%）	79.42	77.74	77.74	83.22
政府债务余额（亿元）	222.31	230.21	230.21	235.61
控股股东及持股比例	桐乡市财政局 100%	海宁市国资委 90%	海宁市资产经营公司 100%	义乌市国资办 85.56%
职能及地位	桐乡市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，负责全市除主城区外的城市建设以及全市公用事业运营。	海宁市规模最大的基础设施建设和国有资产运营主体	海宁市城市规划控制区最重要的土地整理及基础设施建设主体，承担城市规划控制区内大部分旧城改造及安置房建设业务，	义乌市最重要的国有资产经营及基础设施投资运营主体
核心业务及收入占比	土地一级开发 19.89%、委托代建 7.91%、房地产销售 11.68%、商贸服务 27.39%。	商品销售 42.60%、房屋销售 23.77%、物业租赁及管理 7.54%、水务收入 5.23%、土地整理 3.55%、生物制品 2.53%	商品销售 41.03%；燃气销售 18.94%；商品房销售 11.05%；安置房销售 10.60%	房地产开发 39.84%、商品销售 36.20%、市场经营 6.90%、基础设施 3.78%、交通客运 1.22%
总资产（亿元）	1,413.25	1,328.48	517.20	2,327.65
经调整的所有者权益合计（亿元）	593.29	513.91	190.30	546.19
总债务（亿元）	647.38	542.67	249.76	1,259.34
总资本化比率（%）	52.18	51.36	56.76	69.75
营业总收入（亿元）	67.44	127.37	71.29	266.79
净利润（亿元）	6.71	10.45	2.14	-3.89
EBITDA（亿元）	19.64	34.79	3.63	47.81
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.77	1.90	0.46	0.92
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-76.35	-30.45	-39.02	-14.27

可用银行授信余额（亿元）	254.74	158.54	68.02	499.82
债券融资余额（亿元）	104.80	304.00	146.52	319.50

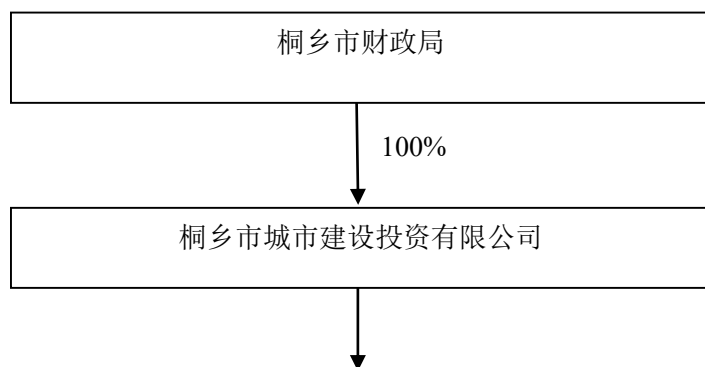
注：财务数据为截至 2022 年末数据，债券融资余额系企业预警通截至 2023 年 06 月 07 日的债券余额。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

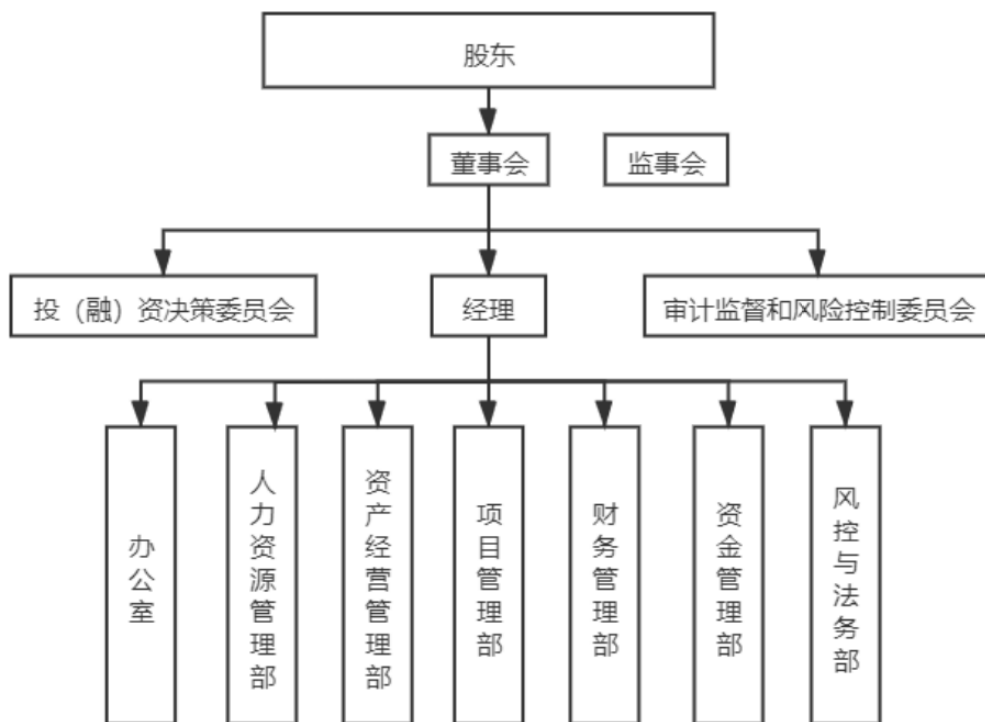
评级结论

综上所述，中诚信国际维持桐乡市城市建设投资有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“19 桐乡城投 MTN001”、“21 桐乡城投 MTN001”、“22 桐乡债/22 桐乡城投债”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：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 2023 年 3 月末）



序号	全称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	桐乡市金凤凰控股集团有限公司	200,000.00	100.00
2	桐乡市润桐控股有限公司	200,000.00	100.00
3	桐乡市水务集团有限公司	180,000.00	100.00
4	乌镇实业（桐乡）有限公司	100,000.00	100.00
5	桐乡市工业发展投资集团有限公司	100,000.00	100.00
6	桐乡市崇德投资发展集团有限公司	100,000.00	100.00
7	桐乡市美丽乡村建设有限公司	70,000.00	100.00
8	桐乡市科创人才集团有限公司	50,000.00	100.00
9	桐乡市交通建设投资集团有限公司	46,145.00	100.00
10	桐乡市文华投资有限公司	5,000.00	100.00
11	桐乡市安保服务有限公司	5,000.00	100.00
12	桐乡市金源房地产有限公司	500.00	100.00
13	桐乡市苏台高速公路投资开发有限公司	20,000.00	88.25
14	桐乡市天然气投资有限公司	1,400.00	55.56
15	桐乡泰爱斯热电有限公司	13,967.54	51.00



资料来源：公司提供

附二：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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	1,201,172.10	1,120,165.88	745,391.65	1,155,405.66
非受限货币资金	1,177,672.10	1,088,721.92	714,268.44	1,119,814.25
应收账款	144,104.61	246,042.30	282,315.66	282,948.00
其他应收款	1,388,068.69	1,429,588.20	1,844,900.45	1,700,731.06
存货	3,251,178.34	4,039,960.26	5,105,195.57	5,446,298.94
长期投资	652,221.55	1,279,997.41	1,584,013.02	1,794,453.52
在建工程	1,056,130.00	1,316,692.77	2,127,986.29	2,199,449.81
无形资产	122,565.18	309,341.83	353,974.38	351,697.32
总资产	8,863,534.27	11,484,839.33	14,132,491.91	15,160,306.33
其他应付款	542,840.55	464,082.03	448,018.74	386,183.72
短期债务	668,332.77	1,271,587.08	1,882,142.41	1,946,678.54
长期债务	3,150,954.11	3,609,049.52	4,591,681.37	5,517,898.42
总债务	3,819,286.88	4,880,636.59	6,473,823.78	7,464,576.97
总负债	5,252,111.50	6,665,550.81	8,199,619.24	9,196,537.71
利息支出	176,974.93	192,206.93	254,549.92	75,068.84
经调整的所有者权益合计	3,611,422.77	4,819,288.52	5,932,872.67	5,963,768.63
营业总收入	481,969.34	658,497.98	674,439.85	127,998.35
经营性业务利润	63,135.73	63,893.04	51,307.15	-6,497.57
其他收益	56,611.24	64,292.36	95,781.40	16,671.71
投资收益	18,347.26	18,470.53	15,343.83	1,845.47
营业外收入	2,239.29	3,604.21	2,787.43	677.77
净利润	84,686.96	88,280.72	67,121.68	-4,058.85
EBIT	131,244.43	123,480.73	154,012.97	--
EBITDA	157,520.38	153,593.80	196,380.73	--
销售商品、提供劳务收到的现金	620,590.55	660,245.56	657,424.21	145,932.53
收到其他与经营活动有关的现金	1,504,642.15	1,705,698.43	1,471,280.76	446,380.23
购买商品、接受劳务支付的现金	711,366.86	756,599.86	1,201,520.26	355,611.86
支付其他与经营活动有关的现金	1,411,672.75	1,614,473.23	1,614,302.60	283,334.15
吸收投资收到的现金	67,202.00	91,697.66	276,986.70	38,000.00
资本支出	448,417.13	610,292.55	1,003,162.90	179,230.88
经营活动产生的现金流量净额	-60,611.12	-105,190.45	-763,495.41	-80,141.08
投资活动产生的现金流量净额	-514,522.75	-720,382.72	-1,227,473.57	-485,401.96
筹资活动产生的现金流量净额	919,845.77	674,886.91	1,615,288.88	971,088.84
现金及现金等价物净增加额	344,409.70	-150,544.75	-375,680.02	405,545.80
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	15.49	15.41	12.76	16.09
期间费用率(%)	12.92	13.81	17.42	31.16
应收类款项/总资产(%)	17.35	14.60	15.05	13.08
收现比(X)	1.29	1.00	0.97	1.14
资产负债率(%)	59.26	58.04	58.02	60.66
总资本化比率(%)	51.40	50.32	52.18	55.59
短期债务/总债务(%)	17.50	26.05	29.07	26.08
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.34	-0.55	-3.00	-1.07
总债务/EBITDA(X)	24.25	31.78	32.97	--
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.12	0.10	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.89	0.80	0.77	--

注：中诚信国际根据 2021~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理；中诚信国际将长期应付款和其他非流动负债中的带息债务调整至长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/总资产
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
盈利能力	应收类款项/总资产	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/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(不含计入非经常性损益的其他收益)
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
	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
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn