



内部编号:2023061103

上海  
易

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

分析师: 陆奕璇 陈惠玲 luyx@shxsj.com  
吴梦琦 吴梦琦 wmq@shxsj.com

评级总监: 鞠海龙 鞠海龙

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: [www.shxsj.com](http://www.shxsj.com)



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.*

## 评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

# 概述

编号:【新世纪跟踪(2023)100933】

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	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪: AA/稳定/AA+/2023 年 6 月 29 日	AA/稳定/AA+/2023 年 6 月 29 日
前次跟踪: AA/稳定/AA+/2022 年 6 月 30 日	AA/稳定/AA+/2022 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

## 跟踪评级观点

### 主要优势:

- 良好的外部环境。跟踪期内,桐乡市经济保持增长,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,且在资金、业务等方面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:

- 资本性支出压力。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,面临一定的资本性支出压力。
- 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,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。

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
<b>母公司口径数据:</b>			
货币资金[亿元]	7.08	6.41	4.53
刚性债务[亿元]	23.21	32.74	33.86
所有者权益[亿元]	39.64	40.70	50.65
经营性现金净流入量[亿元]	-4.37	-5.69	3.58
<b>合并口径数据及指标:</b>			
总资产[亿元]	101.23	113.56	128.37
总负债[亿元]	52.96	64.04	69.00
刚性债务[亿元]	40.90	50.98	64.34
所有者权益[亿元]	48.27	49.52	59.37
营业收入[亿元]	6.66	6.83	9.05
净利润[亿元]	0.85	1.25	1.38
经营性现金净流入量[亿元]	-4.79	0.91	-6.38
EBITDA[亿元]	1.37	1.78	1.86
资产负债率[%]	52.31	56.39	53.75
长短期债务比[%]	578.59	388.42	406.49
短期刚性债务现金覆盖率[%]	215.15	120.95	121.50
EBITDA/利息支出[倍]	0.58	0.46	0.65
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.03
<b>担保人合并口径数据及指标:</b>			
	2019 年	2020 年	2021 年
所有者权益[亿元]	70.08	88.09	144.67
权益资本与刚性债务余额比率[%]	104.24	95.04	78.32
担保比率[%]	13.08	16.86	15.56
	2022 年前三季度		
			156.89
			75.74
			12.69
注：发行人数据根据桐乡工投经审计的 2020-2022 年度财务数据整理、计算。担保人数据根据桐乡城投经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 年前三季度财务数据整理、计算。			

### 发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	3	
	财务风险	3	
	初始信用级别	aa-	
	调整因素	ESG 因素	0
		表外因素	0
		业务持续性	0
		其他因素	0
	调整理由： 无。		
	个体信用级别		
	aa-		
外部支持	支持因素	+1	
	支持理由：	该公司是桐乡经开区重要的开发建设主体，可获政府支持。	
主体信用级别		AA	

### 同类企业比较表

企业名称（全称）	2022 年/末主要数据					
	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)	经营性现金净 流入量 (亿 元)
慈溪市新城河建设投资有限公司	143.62	46.05	67.94	3.06	0.72	-19.14
如皋高新技术园区开发有限公司	135.52	50.33	62.86	8.12	1.87	-9.63
桐乡市工业发展投资集团有限公司	128.37	59.37	53.75	9.05	1.38	-6.38

# 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<sup>1</sup>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”）提供的经审计的 2022 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；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 2022 年末，上述募集资金均已按照约定用途全部使用完毕。

截至 2023 年 6 月 27 日，该公司已发行待偿债券余额为 13.20 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. 截至 2023 年 6 月 27 日公司存续债券概况

债券简称	起息日	期限(年) <sup>2</sup>	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	4.20
PR 桐工 02	2019-05-24	7	5.16	5.00	3.00
21 桐乡工投 PPN001	2021-06-10	3	4.05	6.00	6.00
合计	--	--	--	18.00	13.20

资料来源：Wind

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；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，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事

<sup>1</sup> 2021 年 1 月，名称变更为桐乡市工业发展投资集团有限公司。

<sup>2</sup> “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%。

冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续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；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。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）行业因素

近年来，随着政府隐性债务“控增化存”管理政策常态化，城投企业融资重点受控，区域融资表现持续分化。城投企业有望在区域开发中保持重要作用，中短期内对其的融资监管预计仍将有保有压，自身市场化转型也将加速推进，期间高债务率而化债资源相对有限地区的城投企业债务周转压力值得关注。

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继续保持。

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。

近年来，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境相对较紧。2021年，国发[2021]5号文、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相

继发布；2022年5月和7月，财政部先后通报和问责了16个新增隐性债务和隐性债务化解不实的典型案例，再次强调要坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；此外，2022年6月，国务院办公厅下发《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》(国办发[2022]20号)，要求加强地方政府债务管理，明确坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责。但在“稳增长、防风险”的政策基调下，有效投资仍可受到金融支持。2022年4月，政策层面提出金融机构要合理购买地方政府债券，支持地方政府适度超前开展基础设施投资；要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。此外，在城投融资“分类管控”、房地产调控政策和土地市场景气度变化等因素综合影响下，区域融资分化加剧。

2023年，稳增长、防风险的政策基调未变。随着地方经济增长的恢复，城投企业所处外部环境有望回稳，但政府隐性债务严监管预计仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整和市场化转型仍是可持续发展的题中之义。中短期内，城投企业融资监管预计仍将有保有压，承担新型城镇化建设等重大项目的城投企业合理融资需求预计仍有一定保障，但高债务率而化债资源相对有限、同时近年土地出让大幅下降地区的城投企业再融资压力可能进一步加大。

### (3) 区域因素

**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，桐乡市经济保持增长，但增速有所放缓；此外，受留抵退税等因素影响，一般公共预算收入有所下滑。**

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腹地，南临海宁市，西毗杭州市余杭区，北界江苏省苏州市，市区距上海市148公里，是连接沪杭城市发展轴的中心节点，区位优势较为显著。目前，桐乡市下辖8个镇、3个街道，全市行政面积为727平方公里；2022年末桐乡市户籍人口为71.50万人。此外，沪昆高速公路、申嘉湖高速公路、沪杭高速、320国道、沪杭铁路客运专线、杭申线、京杭大运河等水陆交通要道贯穿全境，便捷的交通为桐乡与沪杭融合发展提供了较为有利的条件。

桐乡市是浙江省嘉兴市下辖县级市，是全国县域经济与县域基本竞争力百强县之一。2022年，桐乡市经济保持增长，但经济增速整体有所放缓。当期全市实现地区生产总值1209.67亿元，同比增长2.6%；其中第一、二、三次产业分别实现增加值26.58亿元、609.98亿元和573.11亿元，同比增速分别为2.1%、2.9%和2.4%；三次产业结构由2021年的2.3:49.4:48.3调整为2.2:50.4:47.4，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。2022年桐乡市完成固定资产投资463.47亿元，同比增长6.8%，其中工业投资和服务业投资分别为167.32亿元和295.92亿元，分别同比增长3.9%和8.5%。2022年，受整体市场环境影响，桐乡市楼市持续降温，全市完成房地产开发投资额158.24亿元，同比下降4.4%；实现商品房销售面积101.27万平方米，同比下降29.6%，实现商品房销售额157.19亿元，同比下降33.7%。同期，全市实现社会消费品零售总额472.09亿元，同比增长3.3%；实现进出口总值615.31亿元，同比增长20.7%。

图表2. 2020年以来桐乡市主要经济指标及增速（单位：亿元、%）

指标	2020年		2021年		2022年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	1002.98	1.0	1141.69	8.5	1209.67	2.6
第一产业增加值	24.17	0.3	25.95	2.9	26.58	2.1
第二产业增加值	481.42	0.3	564.33	11.1	609.98	2.9
第三产业增加值	497.39	2.5	551.41	6.4	573.11	2.4
三次产业结构	2.4:48.0:49.6		2.3:49.4:48.3		2.2:50.4:47.4	
人均地区生产总值（万元） <sup>3</sup>	14.20	—	16.09	—	16.96	—
人均地区生产总值倍数 <sup>4</sup> （倍）	1.98	—	1.98	—	1.98	—

<sup>3</sup> 统计公报公布的按户籍人口计算的人均地区生产总值。

<sup>4</sup> 人均地区生产总值倍数=人均地区生产总值/人均国内生产总值\*100%。

指标	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
规模以上工业总产值	1651.79	-9.0	2208.51	33.2	2397.62	6.1
固定资产投资额	392.39	-10.8	433.81	10.6	463.47	6.8
社会消费品零售总额	429.31	-3.0	456.93	8.9	472.09	3.3
进出口总值	386.65	-7.7	509.69	31.7	615.31	20.7
城镇居民人均可支配收入（万元）	6.24	2.5	6.82	9.3	7.03	3.1
农村居民人均可支配收入（万元）	4.04	5.7	4.37	8.3	4.65	6.4

资料来源：桐乡市 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报

桐乡市工业基础较好，是浙江省首批“工业强市”，拥有七大国家级产业名镇<sup>5</sup>，已形成具有桐乡特色的块状经济形态。经过多年发展，桐乡市形成了化学纤维、纺织服装、皮革皮革、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。2022 年，全市实现规模以上工业增加值 468.53 亿元，同比增长 3.5%。此外，为加强“工业强市”建设，近年来桐乡市实施“四换三名”、“两改两创”、“两退两进”等工程项目<sup>6</sup>，淘汰落后产能项目，腾退低效用地，传统工业转型升级有序推进，2022 年全市规模以上工业实现新产品产值 1332.51 亿元，同比增长 9.9%。

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。2022 年，桐乡市服务业增加值同比增长 2.4%，总量居嘉兴第一；总部经济、楼宇经济扩容增量，凤凰湖总部基地新落户 3 个总部项目，新增税收超千万楼宇 3 幢，楼宇税收增长 52%；凤凰湖科技城入选嘉兴首批现代服务业创新发展区。此外，旅游业是桐乡市传统优势产业，已连续三年上榜“全国县域旅游综合实力百强县”并排名全国第五位。

土地市场方面，2022 年桐乡市土地成交市场成交实现逆势回升，当期实现土地成交总面积 277.92 万平方米，同比增长 30.89%。同期，实现土地成交总价 97.92 亿元，同比增长 14.61%，其中实现涉宅用地成交总价 74.90 亿元，同比增长 11.79%。2022 年，受涉宅用地出让均价大幅下降影响，全市土地出让均价同比下降 12.43% 至 3523.49 元/平方米。

图表 3. 2020 年以来桐乡市土地成交情况

指 标	2020 年	2021 年	2022 年
建设用地面积（万平方米）	326.40	212.33	277.92
其中：住宅用地	71.59	20.07	25.51
综合用地（含住宅）	25.56	27.39	31.89
商办用地	29.25	31.75	21.01
工业用地	200.00	121.59	194.31
其他用地	--	11.53	5.20
土地出让总价（亿元）	137.77	85.44	97.92
其中：住宅用地	87.04	30.08	28.29
综合用地（含住宅）	30.98	36.92	46.61
商办用地	11.77	9.64	10.32
工业用地	7.99	5.76	11.20
其他用地	--	3.04	1.51
成交土地均价（元/平方米）	4220.88	4023.84	3523.49
其中：住宅用地	12157.44	14985.05	11090.94

<sup>5</sup> 分别为中国羊毛衫名镇—濮院、中国皮革名镇—崇福、中国化纤名镇—洲泉、中国绢纺织名镇—河山、中国家纺布艺名镇—大麻、中国植绒纺织名镇—屠甸和中国历史文化名镇—乌镇。

<sup>6</sup> “四换三名”即推进腾笼换鸟，发展高附加值、低能耗、低污染产业；推进机器换人，实现减员增效；推进空间换地，实现节约土地；推进电商换市，发展电子商务。着力培养知名企业家、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”。

指标	2020年	2021年	2022年
综合用地（含住宅）	12120.74	13478.64	14615.55
商办用地	4023.42	3036.00	4912.18
工业用地	399.27	473.95	576.20
其他用地	--	2639.29	2896.54

资料来源：CREIS 中指数据

财政收入方面，2022年桐乡市一般公共预算收入为105.84亿元，同比下降3.2%，其中税收收入为91.44亿元，主要受大规模减税降费政策影响，税收收入同比下降5.4%；税收比率<sup>7</sup>为86.39%，一般公共预算收入质量较高。同期，桐乡市一般公共预算支出为133.26亿元，主要用于教育支出、城乡社区支出、社会保障与就业等方面，一般公共预算自给率<sup>8</sup>为79.42%。桐乡市政府性基金预算收入主要来源于土地使用权出让收入，2022年全市实现政府性基金预算收入137.00亿元，其中国有土地使用权出让收入为112.05亿元，区域财力对政府性基金预算收入的依赖度较高。同期，全市政府性基金预算支出为152.26亿元。

政府债务方面，截至2022年末桐乡市政府债务余额为222.31亿元，其中一般债务和专项债务余额分别为100.34亿元和121.97亿元，债务余额控制在财政部批准的限额之内。

图表4. 2020年以来桐乡市主要财政数据（单位：亿元）

指标	2020年(末)	2021年(末)	2022年(末)
一般公共预算收入	93.98	109.31	105.84
其中：税收收入	91.51	96.69	91.44
一般公共预算支出	103.90	115.54	133.26
政府性基金预算收入	151.52	136.00	137.00
其中：国有土地使用权出让收入	128.88	117.87	112.05
政府性基金预算支出	158.22	139.01	152.26
政府债务余额	171.14	186.91	222.31

资料来源：桐乡市财政局

**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<sup>9</sup>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，2022年39个市级重大项目全部开工，实现投资额70.5亿元，其中振石华风项目成功申报2022年度第一批省重大产业项目。主导产业方面，数字经济、高端装备制造、前沿材料三大主导产业带动力明显，247家规模以上工业企业实现增加值186亿元，同比增长11%。同年，经开区继续加大招商引资力度，当年新引进项目32个，总投资约415亿元，包括总投百亿元以上项目1个、10亿元以上项目5个、超亿美元项目5个，世界500强项目1个；全年完成合同外资3.28亿美元；实到外资2.07亿美元，完成年度目标的110.1%，同比增长6.7%。

得益于入驻企业规模效应的体现，2022年桐乡经开区经济总量保持增长，全年实现地区生产总值252.42亿元，同比增长4.3%；实现工业增加值151亿元，其中实现规模以上工业增加值126亿元。2022年全区企业实缴税金保持稳定，当年入驻企业实缴税金为42.90亿元，同比增长2.14%。桐乡经开区固

<sup>7</sup> 税收比率=税收收入/一般公共预算收入\*100%。

<sup>8</sup> 一般公共预算自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

<sup>9</sup> 如未特殊注明，以下“桐乡经开区”或“经开区”均指合并后的桐乡经开区（高桥街道）。

定资产投资以工业投资为主,2022年全区实现固定资产投资111.62亿元,其中工业投资为70.39亿元。同期,经开区实现进出口总额51.10亿美元,其中出口额为30.04亿美元。

图表5. 2020年以来桐乡经开区主要经济指标

指标	2020年	2021年	2022年
地区生产总值(亿元)	187.10	210.00	252.42
地区生产总值增速(%)	9.4	18.0	4.3
工业增加值(亿元)	149.33	174.35	151
其中: 规模以上工业增加值	100.58	155.00	126
工业生产性投入(亿元)	47.87	70.39	70.39
企业实缴税金(亿元)	37.05	42.00	42.90
固定资产投资(亿元)	88.18	111.53	111.62
其中: 工业投资	47.87	70.39	70.39
进出口(亿美元)	--	--	51.10
其中: 出口(亿美元)	15.93	23.29	30.04

资料来源: 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;2022年退低进高业务收入大幅增长对公司营业收入形成较好补充。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。2022年公司实现营业收入9.05亿元,同比增长32.44%;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52.84%,仍是公司营业收入的重要来源;其他业务收入大幅增加1.64亿元至2.40亿元,主要系当期退低进高业务收入大幅增长所致,使得其他业务收入占营业收入的比重提升至26.57%。2022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3.95亿元,截至2022年末,公司尚未收回的项目回购款为3.54亿元,款项回收进度主要受经开区土地出让情况影响。

图表6. 2020年以来公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)<sup>10</sup>

业务类型	2020年		2021年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	6.66	100.00	6.83	100.00	9.05	100.00
一级土地开发	2.22	33.36	2.42	35.43	2.59	28.60
委托代建业务	1.95	29.20	1.97	28.77	2.19	24.24
商贸服务业务	1.51	22.60	1.68	24.56	1.86	20.60
其他业务	0.99	14.85	0.77	11.24	2.40	26.57
毛利率		2.55		3.34		5.93
一级土地开发		4.76		4.76		4.76
委托代建业务		4.76		4.79		4.97
商贸服务业务		1.96		4.05		2.96
其他业务		-5.90		-6.40		10.35

资料来源: 桐乡工投

<sup>10</sup> 表中分项加总与合计数略有出入系尾差所致,下同。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

#### A. 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 2022 年末，公司累计已投入 49.74 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 9039.06 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 7. 截至 2022 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
新材料产业园一期 <sup>11</sup>	4.00	2957.78	4.21	2957.78
新材料产业园二期	7.50	5111.76	7.50	5111.76
新材料产业园三期	3.50	2066.95	3.48	2066.95
万亩千亿项目	30.00	12000.00	5.68	2221.16
城市有机更新一期	15.00	483.49	1.53	75.74
<b>合计</b>	<b>60.00</b>	<b>22619.98</b>	<b>22.40</b>	<b>12433.39</b>

资料来源：桐乡工投

2022 年，该公司投入 3.00 亿元用于一级土地开发<sup>12</sup>，当年交付土地 605.19 亩至经开区管委会，确认收入 2.59 亿元。截至 2022 年末，公司主要进行新材料产业园一期、二期、三期、万亩千亿项目和城市有机更新一期一级土地开发，计划总投资额为 60.00 亿元，已投资 22.40 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 5.68 亿元，未来三年计划投资额分别为 2.50 亿元、2.60 亿元和 2.60 亿元；2022 年新增城市有机更新一期项目，计划总投资 15.00 亿元，规划开发土地面积 483.49 亩，已投资 1.53 亿元。此外，公司暂无拟整理土地项目。

#### B. 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有限公司<sup>13</sup>（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。2022 年，公司实现委托代建业务收入 2.19 亿元，毛利率为 4.97%。截至 2022 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 18.32 亿元，累计确认收入 12.26 亿元。

截至 2022 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、史桥新社区 5 区、13 区基础配套工程和人民路（高新二路-八字桥）道路工程等代建项目的建设，计划投资总额为 18.37 亿元，累计已投入 19.06 亿元。此外，公司重点拟建代建工程项目主要包括新材料产业园征迁安置区基础设施三期工程、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）自由路（高新二路-高新四路）道路工程等，计划投资额合计为 5.67 亿元。

<sup>11</sup> 该项目计划投资额为 4.00 亿元，由于征迁成本的增加，累计已投入约 4.21 亿元。

<sup>12</sup> 该统计口径包括尚未支付、但已审定的开发成本。

<sup>13</sup> 原名为桐乡市经济技术开发总公司，2020 年 8 月更为现名，股东为桐乡市财政局。

图表 8. 截至 2022 年末公司主要在建代建工程情况<sup>14</sup>（单位：亿元）

项目	计划总投资 <sup>15</sup>	已投资额
新材料产业园一期	4.00	4.01
新材料产业园二期	3.50	3.50
新材料产业园三期	5.10	5.10
新能源产业园	3.80	3.80
汽车产业园	2.20	2.20
史桥新社区 5 区基础配套工程	0.83	0.13
史桥新社区 13 区基础配套工程	0.82	0.13
人民路（高新二路-八字桥）道路工程	0.72	0.19
<b>合计</b>	<b>20.97</b>	<b>19.06</b>

资料来源：桐乡工投

截至 2022 年末，该公司拟建项目还包括新能源汽车产业园有机更新项目，项目计划总投资 30.90 亿元，拟对桐乡市凤鸣街道 320 国道东侧、长山河北侧区域开展有机更新并建设新能源汽车产业园，面积约 1208 亩。项目建设内容主要分为土地征收安置平整和新能源汽车产业园建设两部分，其中土地整理部分计划总投资 9.58 亿元，新能源汽车产业园计划总投资 21.32 亿元，建成后计划通过出租等形式回款。

### C. 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蓄电池等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、安徽舟之航电池有限公司、天津市捷威动力工业有限公司、宁德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。2022 年，公司实现商贸服务业务收入 1.86 亿元，均为新能源汽车配件销售收入；截至 2022 年末，公司应收合众新能源账款 1.58 亿元。

### D. 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。2022 年，公司其他业务收入为 2.40 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，较上年增加 1.64 亿元，主要系退低进高业务收入大幅增长所致。

#### 1) 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 2022 年末，畅达现代管网建设（含在建和已完工）累计已投入 1.92 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。2022 年，双方结算的污水处理量为 1142.74 万立方米；同年，畅达现代确认收入 104.84 万元。

#### 2) 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。2022 年，公司

<sup>14</sup> 以下项目投资额仅为工程款部分，不包含征迁投入。

<sup>15</sup> 使用企业最新提供数据。

确认安置房置换收入 468.82 万元，毛利率为 -73.03%，由于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 2022 年末已完成投资 1.89 亿元。

图表 9. 截至 2022 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	0.73
史桥安置区公共服务用房	0.08	0.15
合计	2.34	1.89

资料来源：桐乡工投

### 3) 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、人才公寓和办公楼，均位于桐乡经开区内。其中，4 幢标准厂房、6 幢人才公寓系公司自建，面积分别为 1.85 万平方米和 3.28 万平方米；9 幢标准厂房系经开区管委会无偿划拨至畅达现代，面积合计 4.87 万平方米；6 幢标准厂房系公司外购用于对外出租，面积合计 2.60 万平方米。此外，公司持有 13 万平方米办公楼对外出租；在建项目中智能视觉物联园厂房已结顶，预计 2023 年可全部用于出租，可出租面积合计 16.07 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由公司统一对外出租，其中厂房出租率为 100%，办公楼出租率约为 60%。2022 年，公司确认租赁收入 0.40 亿元。目前，公司仍有部分标准厂房和人才公寓在建，计划总投资总额为 17.34 亿元，截至 2022 年末，累计已投入 7.02 亿元。

图表 10. 截至 2022 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
智能视觉物联园厂房	6.72	3.69
发展大道 1087 号标准厂房	0.47	0.30
梧振东路北侧商务楼	0.28	0.24
文华路东侧商务楼	0.28	0.26
数字小镇 C 区项目	5.62	2.20
视觉物联创新中心园二期	3.97	0.33
合计	17.34	7.02

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 2022 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 11.20 万平方米，当年实现租金收入 0.29 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。

### 4) 退低进高业务

该公司退低进高业务主要系公司收回开发区内低效能、低产出企业的土地及地面建筑物，并将相关资产转让至招商引新企业。2022 年，公司实现退低进高业务收入 1.09 亿元，包括退低进高土地收入和地面建筑物等资产转让收入；同期，该业务毛利率为 1.83%。

#### （2）运营规划/经营战略

该公司未来将立足于桐乡市、特别是桐乡经开区的发展，配合经开区“产业兴区、科技强区、环境

立区、和谐安区”四大战略，按照经开区整合提升后的产业布局，建设公共配套、生产生活配套、重大绿化节点和标志性景点，提高经开区与大项目配套的承载能力，将其建设成为桐乡市的新兴产业集聚示范区、综合经济功能区和现代化工业新城。

## 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。

截至 2022 年末，该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录二。

根据该公司提供的本部、子公司桐乡市高新实业有限公司（以下简称“桐乡高新”）、桐乡市乌镇互联网产业园投资开发有限公司（简称“乌镇互联网投资公司”）及经开新材料公司 2023 年 6 月《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 2023 年 6 月 28 日查询国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、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，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。

### 1. 数据与调整

大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2022 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 2022 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. 资本结构

#### (1) 财务杠杆

跟踪期内，随着项目建设的持续投入，该公司负债规模持续扩张，2022 年末公司负债总额为 69.00 亿元，较上年末增长 7.75%。主要受益于桐乡市财政局股权无偿划拨，公司负债经营程度有所下降，同期末公司资产负债率为 53.75%，较上年末下降 2.64 个百分点；股东权益与刚性债务比率为 92.27%，较上年末下降 4.86 个百分点。

2022 年末，该公司所有者权益为 59.37 亿元，较上年末增长 19.87%，主要由资本公积和实收资本构成，其中资本公积为 36.88 亿元，较上年末增加 8.28 亿元，主要系根据桐乡市财政局《关于同意桐

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)相关事项的复函》桐财函[2022]13号文件,金开实业平价收购乌镇互联网投资公司62.96%股权后无偿划转至公司所致<sup>16</sup>,划转后公司持有乌镇互联网投资公司100%股权。同期末,公司实收资本为10.00亿元,较上年末无变动;未分配利润为9.85亿元,较上年末增长10.83%。2022年末,公司资本公积和实收资本合计占所有者权益比重为78.97%,资本结构稳定性较好。

## (2) 债务结构

从债务期限结构来看,2022年末,该公司长短期债务比为406.49%,债务期限结构合理。从具体构成看,2022年末,公司非流动负债余额为55.38亿元,较上年末增长8.74%,主要由长期借款和应付债券构成,其中长期借款余额为40.14亿元,较上年末增长61.36%,主要为保证借款;应付债券余额为13.14亿元,主要为4.17亿元“PR桐工01”、2.98亿元“PR桐工02”及5.99亿元“21桐乡工投PPN001”<sup>17</sup>,较上年末下降21.31%,主要系“20浙桐乡工投ZR001”偿还0.40亿元并转入一年内到期的应付债券所致。此外,期末长期应付款余额为1.35亿元,主要包括政府专项债1.32亿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,较上年末大幅下降84.48%,主要系子公司乌镇互联网投资公司基金投资款7.67亿元完成回购所致。公司流动负债规模较小,2022年末余额为13.62亿元,较上年末增长3.90%,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5.00亿元,较上年末增长6.38%,全部为保证借款;其他应付款余额1.36亿元,主要为应付股东桐乡城投往来款0.60亿元、桐乡同人置业有限公司保证金及押金0.30亿元等,较上年末下降53.40%,主要系应付经开区管委会往来款减少1.53亿元所致;一年内到期的非流动负债余额为6.03亿元,较上年末增长28.73%,系一年内到期的长期借款1.94亿元和一年内到期的应付债券4.09亿元。

2022年末,该公司刚性债务余额64.34亿元,较上年末增长26.19%,占负债总额的比重为93.24%。公司刚性债务主要为银行借款及发行的债券,2022年末两者余额分别为47.08亿元和17.23亿元,其中银行借款主要为保证借款、抵押借款和信用借款,担保方主要为桐乡城投、桐乡经开及集团内互保等等,抵押物主要为土地使用权,银行借款利率主要在4.45%-5.60%区间。此外,公司通过凤鸣经济合作社借款余额0.03亿元,计入“长期应付款”。从借款期限看,公司短期刚性债务规模为11.03亿元,短期刚性债务现金覆盖率为121.50%,即期债务偿付压力尚可。截至2023年6月27日,该公司已发行待偿债券余额为14.40亿元,详见图表一。

## 3. 现金流量

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,2022年公司营业收入现金率为89.45%,较上年提升12.86个百分点;同期,公司经营活动产生的现金流转为净流出,净流出量为6.38亿元,主要系土地一级开发、代建项目等投入规模相对较大所致。

该公司投资性现金流主要核算自有资产的外购和计入“在建工程”科目的自建项目支出、子公司畅达现代的管网建设支出等,2022年,公司投资活动产生的现金净流出量为2.90亿元。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,2022年筹资活动产生的现金流量净额为11.33亿元,主要系通过银行借款等方式筹得的资金等。

<sup>16</sup> 根据《增资扩股协议》,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”)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。

<sup>17</sup> 截至2022年末,PR桐工01、PR桐工02余额分别为5.57亿元和3.98亿元,其中1.40亿元和1.00亿元分别计入一年内到期的应付债券,另20浙桐乡工投ZR001余额1.18亿元均重分类至流动负债科目。

#### 4. 资产质量

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，2022年末资产总额为128.37亿元，较上年末增长13.04%。其中，流动资产余额为97.85亿元，较上年末增长11.64%，主要由货币资金、其他应收款<sup>18</sup>和存货构成，三者占流动资产的比重分别为13.69%、27.30%和52.64%。其中，年末货币资金余额为13.40亿元，较上年末增长18.07%，无受限资金；其他应收款余额为26.72亿元，较上年末下降1.15%，其中应收桐乡经开、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12.00亿元、9.72亿元和3.69亿元，应收经开区管委会的款项余额为1.17亿元，主要为代垫的征拆迁费用；存货主要核算公司一级土地开发、工程代建和退低进高业务支出，年末余额为51.51亿元，其中土地开发余额32.70亿元，存货余额较上年末增长18.77%，主要系项目投入增加所致。此外，期末公司应收账款余额为5.19亿元，较上年末增长22.63%，主要为应收经开区管委会土地款2.29亿元、应收合众新能源货款1.58亿元、应收金开实业代建工程款1.25亿元等。

2022年末，该公司非流动资产余额为30.51亿元，较上年末增长17.76%，主要由投资性房地产和其他非流动资产构成。其中投资性房地产余额为15.96亿元，均以公允价值计量，较上年末增长12.36%，主要系自用划拨转入房产和公允价值变动等所致；其他非流动资产余额为5.61亿元，较上年末下降14.02%，主要为与桐乡经开和桐乡市经济开发区物业管理有限公司区域基建及土地开发项目合作开发款4.16亿元和0.97亿元，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。此外，期末在建工程余额为7.65亿元，较上年末大幅增长126.55%，主要系新增对智能安防标准厂房（高桥、AB标段）、数字小镇C区块等项目的投入所致；其他权益工具投资余额为0.44亿元，较上年末增长28.78%，主要为对桐乡晟华华新股权投资基金合伙企业（有限合伙）和桐乡铂泉一号股权投资合伙企业（有限合伙）投资分别为0.24亿元和0.20亿元。

#### 5. 盈利能力

跟踪期内，该公司实现营业收入9.05亿元，主要受租赁业务毛利增长及安置房经营业务亏损收窄影响，公司营业毛利较上年增加0.31亿元至0.54亿元，综合毛利率较上年上升2.59个百分点至5.93%。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，2022年毛利贡献度合计为43.31%，毛利率分别为4.76%和4.97%，与上年基本相同；商贸服务业务毛利贡献度为10.30%，毛利率为2.96%，较上年下降1.08个百分点。同年，受安置房业务亏损幅度收窄及收入占比下降，毛利率较高的租赁业务收入规模增长影响，公司其他业务毛利率转正，当年其他业务毛利率为10.35%，毛利贡献度为46.39%。

该公司期间费用主要由管理费用及财务费用构成，2022年公司期间费用为0.49亿元，较上年下降2.58%，期间费用率为5.45%，较上年下降1.96个百分点，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，2022年公司获得政府补助1.21亿元，当年实现净利润1.38亿元。同期，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为1.43%和2.53%，整体资产获利能力仍较弱。

#### 6. 偿债能力与流动性

该公司EBITDA主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成，2022年为1.86亿元，公司EBITDA对其利息支出的保障程度一般。2022年公司非筹资性现金流仍呈净流出状态，后续项目建设及还本付息对再融资的依赖较大。

图表 11. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2020年(末)	2021年(末)	2022年(末)
EBITDA/利息支出(倍)	0.58	0.46	0.65
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.04	0.03
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-70.16	8.69	-47.73
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-13.03	1.98	-11.07

<sup>18</sup> 不含应收利息，下同。

指标名称	2020 年(末)	2021 年(末)	2022 年(末)
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-93.62	-29.45	-69.45
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-17.38	-6.70	-16.10
流动比率(%)	1095.21	668.50	718.28
现金比率(%)	183.68	86.54	98.34
短期刚性债务现金覆盖率(%)	215.15	120.95	121.50

资料来源：桐乡工投

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，2022 年末流动比率和速动比率分别为 718.28% 和 335.82%。但考虑到应收款项的资金回笼时点存在较大的不确定性，且存货变现能力受项目开发进度及交付时点影响较大，公司实际资产流动性弱于指标所示。2022 年末公司货币资金余额 13.40 亿元，现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 98.34% 和 121.50%，对流动负债的覆盖程度仍处于较高水平，公司即期债务偿付压力可控。

截至 2022 年末，该公司受限资产余额为 7.81 亿元，主要为无形资产 0.69 亿元、投资性房地产 2.59 亿元和在建工程 4.53 亿元，受限原因主要为借款抵押；除此之外，公司无其他资产受限情况。

## 7. 表外事项

截至 2022 年末，该公司对外担保余额为 4.02 亿元，担保比率为 6.78%，被担保对象均为桐乡市国有企业，代偿风险可控。

图表 12. 截至 2022 年末公司对外担保明细（单位：亿元）

担保方	被担保方	担保余额	担保起始日	担保到期日
桐乡市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	0.60	2016.3.1	2023.12.20
	桐乡市临杭水环境治理有限公司	0.10	2016.3.1	2023.12.20
	桐乡市崇福公益事业投资开发有限公司	1.82	2017.3.16	2025.3.16
桐乡市工业发展投资集团有限公司	桐乡市金开实业有限公司	1.50	2022.10.12	2023.4.11
--	合计	4.02	--	--

资料来源：桐乡工投

## 外部支持

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。2022 年，公司收到政府补贴 1.21 亿元；同年，由于公司收到股权划拨使得资本公积增加 8.28 亿元。此外，公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2022 年末，公司合并口径获得的银行授信额度为 109.45 亿元，尚未使用的授信额度为 56.76 亿元。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 1. 外部担保

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

桐乡城投是桐乡市财政局下属的国有独资企业，作为桐乡市主要的基础设施建设及国有资产运营

主体，主要负责桐乡市城区以外的土地整理和工程代建业务，此外还开展水务、交通运输、房产销售、商贸服务、保安服务等经营性业务，营业收入来源较为多元，业务地位突出。近年桐乡城投营业收入保持增长，经营性业务收入整体呈增长态势，其中水务业务和石油天然气销售收入有所波动但总体稳定。桐乡城投土地整理和工程代建项目后续资金投入需求较大，面临一定投融资压力，且资金回笼受结算进度影响；房地产及自营项目需关注后续去化和运营状况。

近年来桐乡城投负债规模持续扩张，但得益于股东增资、资产注入及自身经营积累，资本实力同步增强，负债经营程度有所提升但幅度尚可。桐乡城投已积累较大规模刚性债务，且近年即期债务增长快速，偿付压力加大，但目前债务期限以中长期为主，账面货币资金尚能对即期偿付提供一定支撑，加之其较为通畅的融资渠道，整体偿付压力可控。

整体来看，跟踪期内，桐乡城投经营状况良好，其为本期债券的担保仍然有效。

## 跟踪评级结论

桐乡市是全国县域经济与县域基本竞争力百强县之一，工业及旅游业基础较好，且区位优势较为显著。跟踪期内，桐乡市经济保持增长，但增速有所放缓；此外，受留抵退税等因素影响，财政收入有所下滑。

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；2022年退低进高业务收入大幅增长对公司营业收入形成较好补充。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，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，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：

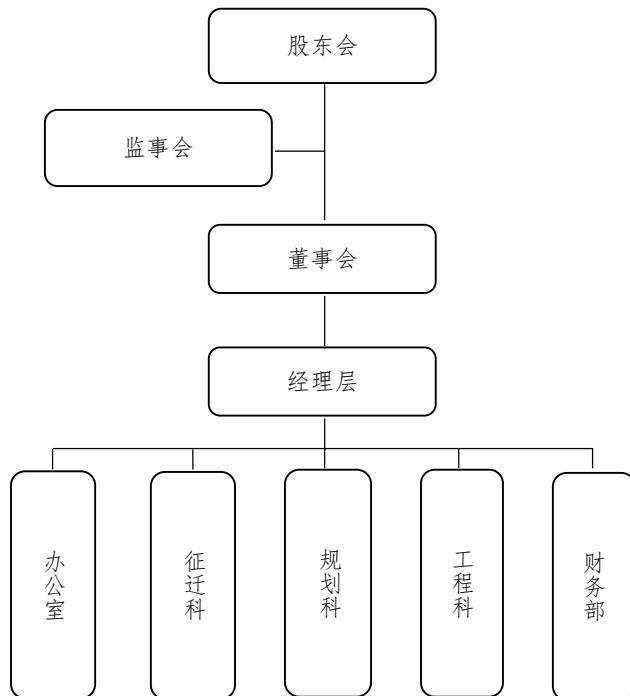
公司股权结构图



注：根据桐乡工投提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 年末）

附录三：

### 主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2022年(末) 主要财务数据(亿元)					备注
				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	33.86	40.70	0.94	1.04	-5.69	母公司口径
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	4.23	8.44	3.51	0.06	-2.46	合并口径
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	0.00	1.00	1.86	0.01	3.15	合并口径

注：根据桐乡工投 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额[亿元]	101.23	113.56	128.37
货币资金[亿元]	14.33	11.35	13.40
刚性债务[亿元]	40.90	50.98	64.34
所有者权益[亿元]	48.27	49.52	59.37
营业收入[亿元]	6.66	6.83	9.05
净利润[亿元]	0.85	1.25	1.38
EBITDA[亿元]	1.37	1.78	1.86
经营性现金净流入量[亿元]	-4.79	0.91	-6.38
投资性现金净流入量[亿元]	-1.60	-3.99	-2.90
资产负债率[%]	52.31	56.39	53.75
长短期债务比[%]	578.59	388.42	406.49
权益资本与刚性债务比率[%]	118.03	97.13	92.27
流动比率[%]	1,095.21	668.50	718.28
速动比率[%]	624.92	330.40	335.82
现金比率[%]	183.68	86.54	98.34
短期刚性债务现金覆盖率[%]	215.15	120.95	121.50
利息保障倍数[倍]	0.54	0.43	0.61
有形净值债务率[%]	110.11	131.70	117.69
担保比率[%] <sup>19</sup>	31.13	11.17	6.78
毛利率[%]	2.55	3.34	5.93
营业利润率[%]	13.97	20.76	16.22
总资产报酬率[%]	1.34	1.55	1.43
净资产收益率[%]	1.87	2.56	2.53
净资产收益率*[%]	1.87	2.56	2.53
营业收入现金率[%]	105.81	76.59	89.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-70.16	8.69	-47.73
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-13.03	1.98	-11.07
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-93.62	-29.45	-69.45
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-17.38	-6.70	-16.10
EBITDA/利息支出[倍]	0.58	0.46	0.65
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.03

注：表中数据根据桐乡工投经审计的 2020-2022 年财务报表数据整理、计算。

<sup>19</sup> 2020-2021 年系根据审计报告披露担保金额计算，2022 年系根据担保余额数据计算所得。

附录五：

### 担保方主要财务数据及指标

主要财务数据与指标 合并口径	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 前三季度
资产总额[亿元]	733.27	886.26	988.46	1335.51
货币资金[亿元]	84.62	120.12	105.86	127.93
刚性债务[亿元]	293.60	380.78	468.70	660.43
所有者权益[亿元]	306.06	361.89	367.09	500.22
营业收入[亿元]	38.97	48.20	59.15	39.32
净利润[亿元]	8.83	8.47	8.13	2.78
EBITDA[亿元]	16.86	16.95	15.32	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.66	-6.06	-5.60	-37.87
投资性现金净流入量[亿元]	-9.05	-51.45	-69.44	-122.93
资产负债率[%]	58.26	59.17	62.86	62.54
长短期债务比[%]	198.34	237.88	216.83	270.04
权益资本与刚性债务比率[%]	104.24	95.04	78.32	75.74
流动比率[%]	368.68	393.38	290.57	353.94
速动比率[%]	166.65	181.38	126.94	135.09
现金比率[%]	59.09	77.40	53.98	56.79
短期刚性债务现金覆盖率[%]	128.77	170.61	92.44	89.71
利息保障倍数[倍]	1.18	0.81	0.63	—
有形净值债务率[%]	143.64	150.24	184.98	179.41
担保比率[%]	13.08	16.86	15.56	12.69
毛利率[%]	12.07	15.49	12.51	13.64
营业利润率[%]	24.57	20.11	15.49	8.50
总资产报酬率[%]	1.92	1.77	1.34	—
净资产收益率[%]	2.89	2.54	2.23	—
净资产收益率*[%]	2.99	2.49	2.22	—
营业收入现金率[%]	112.67	128.76	104.76	100.12
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.26	-4.06	-3.19	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	1.59	-1.80	-1.32	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.06	-38.55	-42.72	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-1.49	-17.06	-17.67	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.41	0.96	0.77	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.05	0.04	—

注：表中数据依据桐乡城投经审计的 2019~2021 年度及未经审计的 2022 年前三季度财务数据整理、计算。

#### 指标计算公式

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%

指标名称	计算公式
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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	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%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(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

## 附录六：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA、CCC 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。

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	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	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，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录七：

### 发行人历史评级

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	<u>新世纪评级方法总论（2012）</u> <u>城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</u> <u>城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）</u>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月30日	AA/稳定	李娟、吴梦琦	<u>新世纪评级方法总论（2012）</u> <u>城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</u> <u>公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</u>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月29日	AA/稳定	陆奕璇、吴梦琦	<u>新世纪评级方法总论（2022）</u> <u>公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）</u>	--
PR 桐工01	历史首次评级	2018年9月6日	AA+	张雪宜、李娟	<u>新世纪评级方法总论（2012）</u> <u>城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</u> <u>城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）</u>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月30日	AA+	李娟、吴梦琦	<u>新世纪评级方法总论（2012）</u> <u>城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</u> <u>公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</u>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月29日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	<u>新世纪评级方法总论（2022）</u> <u>公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）</u>	--
PR 桐工02	历史首次评级	2019年5月15日	AA+	张雪宜、李娟	<u>新世纪评级方法总论（2012）</u> <u>城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</u> <u>城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）</u>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2022年6月30日	AA+	李娟、吴梦琦	<u>新世纪评级方法总论（2012）</u> <u>城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</u> <u>公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</u>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月29日	AA+	陆奕璇、吴梦琦	<u>新世纪评级方法总论（2022）</u> <u>公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）</u>	--

注1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。