桐乡市国有资本投资运营有限公司
2024 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[2024]跟踪 0616 号

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD.

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 06 月 14 日

本次跟踪发行人及评级结果	桐乡市国有资本投资运营有限公司	AA+/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“22 桐乡债/22 桐乡城投债”	AA+
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。	
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很强；桐乡市国有资本投资运营有限公司（以下简称“桐乡国投”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较高，与桐乡市政府维持较高的紧密关系。但需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，桐乡市国有资本投资运营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，公司获得优质资产注入，资产质量显著提升，资本实力显著增强等。 **可能触发评级下调因素：**区域经济环境恶化；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

- **区域经济财政实力强。**桐乡市产业特色鲜明，是浙江省首批工业强市，经济总量在嘉兴市位居前列，近年来桐乡市经济财政实力不断增强，为公司业务发展奠定良好基础。
- **战略地位极高。**公司作为桐乡市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

桐乡国投（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产（亿元）	1,148.48	1,458.55	1,766.95	1,906.03
经调整的所有者权益合计（亿元）	481.93	610.59	663.73	665.99
总负债（亿元）	666.56	847.96	1,103.21	1,240.04
总债务（亿元）	488.06	649.66	897.81	1,023.05
营业总收入（亿元）	65.85	67.10	81.27	9.63
经营性业务利润（亿元）	6.39	5.33	3.74	-2.15
净利润（亿元）	8.83	6.79	5.64	-1.79
EBITDA（亿元）	13.50	18.61	22.27	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-10.52	-76.38	-97.20	-40.21
总资本化比率(%)	50.32	51.55	57.50	60.57
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.70	0.73	0.64	--

注：1、中诚信国际根据桐乡国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 2022~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了下一年度审计报告期初数，2023 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流动负债中的带息债务调整至总债务核算；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。

同行业比较（2023 年数据）

项目	桐乡国投	海宁资产	舜财投控
最新主体信用等级	AA^+	AA^+	AA^+
地区	嘉兴市-桐乡市	嘉兴市-海宁市	宁波市-余姚市
GDP（亿元）	1,252.35	1,247.00	1,513.59
一般公共预算收入（亿元）	107.02	95.08	120.74
经调整的所有者权益合计（亿元）	663.73	513.91	636.79
总资本化比率（%）	57.50	51.36	58.02
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.64	1.90	0.42

中诚信国际认为，桐乡市、海宁市和余姚市行政地位相当，经济财政实力相近，整体区域环境相似；公司与可比公司的定位均为当地重要的基投主体，业务运营实力相当；公司资产和权益规模高于可比公司，总体资本实力较强，但利息覆盖能力较弱、财务杠杆偏高，整体来看财务融资能力相近。

注：海宁资产系“海宁市资产经营公司”的简称，舜财投控系“余姚市舜财投资控股有限公司”的简称，其中，海宁资产和舜财控股为 2022 年数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

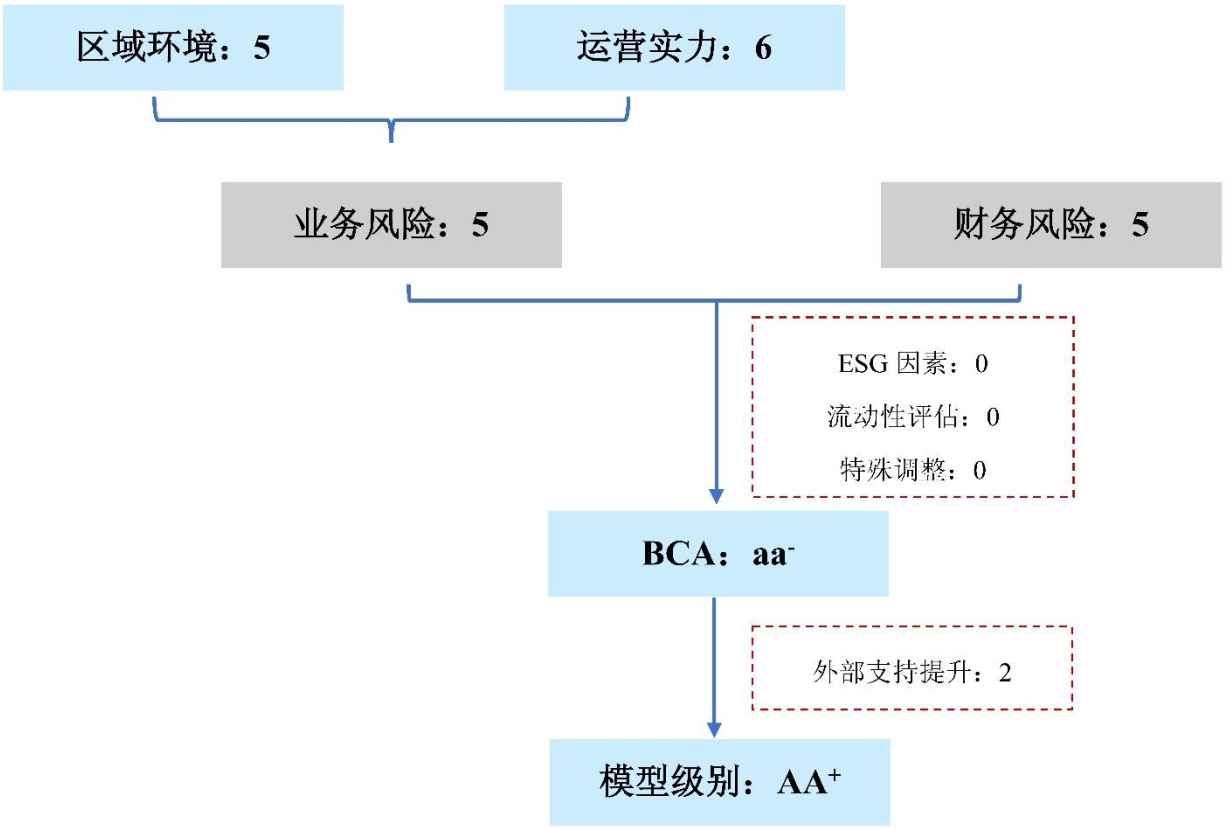
本次跟踪情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
22 桐乡债/ 22 桐乡城投债	AA^+	AA^+	2023/06/21 至本报告出具日	11.1/11.1	2022/06/16~2029/06/16	调整票面利率,回售

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
桐乡国投	AA^+/稳定	AA^+/稳定	2023/06/21 至本报告出具日

评级模型

桐乡市国有资本投资运营有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2024_01)



注：

调整项：当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持：桐乡市政府有很强的支持能力，对公司有较强的支持意愿，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；同时桐乡国投系桐乡市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，具备较强的重要性以及与政府较高的关联性。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。

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_2024_04

宏观经济与行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾。政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接 https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1

区域环境

中诚信国际认为，桐乡市区位优势明显，政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力在全国百强县中领先，再融资环境较好，潜在的支持能力很强。

桐乡市凭借良好的区位、交通优势，不断推进产业结构优化升级，综合实力持续位居全国百强县（市）前列。跟踪期内，桐乡市经济财政稳步增长，但受国有土地使用权出让收入减少影响，政府性基金收入有所下滑。再融资环境方面，桐乡市广义债务率处于浙江省中游水平，区域内城投企业融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来桐乡市地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	1,141.69	1,209.70	1,252.35
GDP 增速（%）	8.5	2.6	5.3
人均 GDP（万元）	10.87	11.47	11.80
固定资产投资增速（%）	10.6	6.8	2.3
一般公共预算收入（亿元）	109.31	105.84	107.02
政府性基金收入（亿元）	136.00	137.00	109.00
税收收入占比（%）	88.45	86.39	84.41
公共财政平衡率（%）	94.61	79.42	74.85

注：1、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%；2、2022 年税收收入占比为往期同口径；3、2022 年 GDP 增速为名义增速。
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

重大事项

2023 年 10 月 11 日，公司发布《桐乡市城市建设投资有限公司关于变更名称的公告》，为进一步推动公司市场化转型和高质量发展，决定将公司名称由“桐乡市城市建设投资有限公司”变更为现名。本次公司更名已通过桐乡市人民政府办公室同意并于 2023 年 10 月 10 日完成工商变更登记手续。

2024 年 4 月 30 日，公司发布《桐乡市国有资本投资运营有限公司关于无偿划转股权的公告》，将公司持有的桐乡市融杭产业发展集团有限公司（以下简称“融杭产发”）51%股权无偿划转至桐

乡市财政局[1]，将桐乡市传媒集团有限公司（以下简称“传媒集团”）100%股权无偿划转至桐乡市传媒中心，本次无偿划转的资产净额价值 61.66 亿元，占公司 2023 年末净资产的 9.29%。截至 2024 年 4 月末，上述事项已完成工商变更登记。

2024 年 5 月 7 日，公司发布《桐乡市国有资本投资运营有限公司关于控股股东变更的公告》，桐乡市财政局将公司 100%股权无偿划转至桐乡市国有资本控股集团有限公司（以下简称“桐乡国控”）。本次变更前，公司控股股东和实际控制人均为桐乡市财政局。本次变更后，公司控股股东变更为桐乡国控，实际控制人未发生变更。截至 2024 年 4 月末，上述事项已完成工商变更登记。

运营实力

中诚信国际认为，公司作为桐乡市重要的城市基础设施建设及国有资本运营主体，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 2：2021~2023 年及 2024 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023 年			2024 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	14.76	22.42	3.64	13.42	19.89	4.37	22.46	27.63	2.66	0.49	5.05	0.82
商贸服务	16.48	25.03	3.85	18.47	27.39	6.06	15.12	18.61	7.08	2.49	25.86	10.47
房地产销售	8.87	13.47	18.42	7.88	11.68	11.32	13.02	16.02	28.77	0.25	2.61	31.50
委托代建	5.74	8.72	4.58	5.34	7.91	6.39	5.58	6.87	5.40	0.00	0.03	4.58
租赁	4.27	6.48	78.28	3.93	5.83	73.81	5.29	6.51	84.37	1.30	13.49	71.13
自来水销售	2.52	3.82	43.84	2.53	3.76	10.48	2.68	3.30	16.79	0.60	6.21	25.92
污水处理	1.45	2.20	3.49	1.50	2.22	11.66	1.69	2.07	17.20	0.36	3.72	-1.56
其他业务	11.76	17.86	21.94	14.38	21.32	16.14	15.43	18.99	25.05	4.14	43.02	2.22
营业收入/毛利率合计	**65.85**	**100.00**	**15.41**	**67.44**	**100.00**	**12.76**	**81.27**	**100.00**	**18.19**	**9.63**	**100.00**	**15.68**

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

土地整理板块

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，近年来收入有所波动，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；同时需关注融杭产发划出公司对该业务产生的影响。

公司土地整理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

[1]为进一步明晰桐乡市国资整体布局，桐乡市财政局又将融杭产发 51%股权无偿划给桐乡市国有资本控股集团有限公司。

司（以下简称“乌镇实业”）、融杭产发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和濮院时尚片区内相关的土地整理业务，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，融杭产发主要负责崇福镇及洲泉镇等区域内的土地整理，美丽乡村主要负责石门镇、凤鸣镇和红旗镇区域的土地整理业务。

业务模式方面，公司各业务主体分别和相关片区人民政府或管委会等委托方签订《土地整理项目委托开发协议书》，分别负责各自区域内的土地整理业务。项目前期由各业务主体自筹资金进行建设及投资。待项目竣工验收无误后，各业务主体按照项目建设成本（具体金额由委托方根据项目开发情况进行审定）加成一定比例（具体比例由各业务主体和相关委托方签订的协议或补充协议进行约定）确认收入。公司地块交付时点受土地整理进度、各片区土地出让计划等因素影响较大，委托方一般于年末就当年土地交付情况与公司进行结算。

业务开展情况，受政府出让规划以及当期出让土地成本较高影响，2023 年公司土地整理业务收入有所增长，毛利率因当期结转收入的土地整理综合毛利率偏低而有所下滑。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 2023 年末，公司暂无拟整理土地项目。

表 3：公司近年来土地整理业务情况（亩、亿元）

项目	2021	2022	2023
当年新增已整理面积	9,489.33	12,628.39	922.11
当年移交面积	1,490.30	2,060.61	2,233.78
年末累计已整理未移交面积	39,318.00	49,885.78	48,574.11
当年投资额	25.92	32.34	36.40
当年业务收入	12.29	13.42	22.46

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2023 年末公司在整理土地情况（亩、亿元）

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
金凤凰控股	濮院镇区域	2015-2025	43.29	62.57	3,432	1,106	40.71	26.71
	濮院时尚土地整理项目	2013-2028	94.61	88.22	12,698	11,012	11.69	6.81
乌镇实业	互联网产业园项目（龙翔片）	2020-2030	55.00	29.19	5,424	3,273	11.04	9.46
	乌镇互联网与旅游文创项目（乌镇片）	2020-2030	75.00	56.40	10,685	7,494	15.99	15.99
桐乡工投	新材料产业园区块	2015-2030	18.00	15.85	4,654	4,040	10.77	10.77
	汽车产业园区块	2012-2021	3.88	3.88	654	508	3.72	3.72
	三期及三期扩征区块	2003-2025	8.00	7.10	1,811	1,455	6.11	6.11
	新能源产业园区块	2015-2030	18.00	8.48	1,894	735	4.78	4.78
	万亩千亿项目	2020-2035	30.00	6.65	3,100	2,221	2.13	2.13
融杭产发	洲泉区块	2018-2024	8.02	6.70	1,180	4,597	0.97	0.97
	崇福区块	2014-2025	90.00	81.62	14,661	9,811	13.91	13.91
美丽乡村	石门区块	2019-2020	5.15	5.15	1,403	1,356	0.25	0.25
	凤鸣区块	2019-2026	12.17	7.82	1,800	617	4.10	4.10
	红旗区块	2022-2025	9.89	6.82	2,825		0.52	0.52
合计	--	--	**471.01**	**386.46**	**66,221**	**48,225**	**126.70**	**106.22**

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，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；同时需关注融杭产发划出公司对该业务产生的影响。

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、乌镇实业和融杭产发负责，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，公司各业务主体分别和相关片区人民政府或管委会等委托方签订《工程项目委托代建协议书》，各自负责相关区域的基础设施代建业务。其中，金凤凰控股主要负责濮院镇范围，桐乡工投主要负责桐乡市经济开发区，乌镇实业负责桐乡市乌镇区域，融杭产发主要负责桐乡市崇福镇等区域。项目前期由各业务主体自筹资金进行建设及投资。待项目竣工验收无误后，各业务主体按照项目建设成本（具体金额由委托方根据项目开发情况进行审定）加成一定比例（具体比例由各业务主体和相关委托方签订的协议或补充协议进行约定）确认收入。公司将基础设施建设成本计入存货，一般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。

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 2023 年末，公司已完工项目主要为隆源路改造工程、水乡寻梦研学路、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25.72亿元，实现回款26.06亿元，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 5：截至 2023 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
桐乡工投	新材料产业园基础配套工程	2017-2025	8.80	6.57
	文华南路（高新四路-长新桥）道路工程	2022-2025	0.29	0.05
	高新二路（人民路-自由路）道路工程	2022-2025	0.16	0.07
	桑和路（人民路-自由路）道路工程	2022-2025	0.14	0.04
	高新三路（人民路-自由路）道路工程	2022-2025	0.15	0.05
乌镇实业	互联网产业园基础配套工程基础设施改造提升	2019-2025	4.85	4.28
	道路新建项目	2020~2025	2.35	1.32
融杭产发	小城市培育提升化工程项目	2016-2025	15.00	11.47
	世纪大道综合改造	2014-2025	2.20	1.41
美丽乡村	市级美丽乡村精品路线	2021-2025	0.34	0.20
	美丽乡村精品线建设	2022-2025	0.24	0.24
	凤鸣街道污水零直排区创建	2021-2025	0.10	0.08
金凤凰控股	滨河大道工程	2021-2025	2.18	1.22
	电力工程	2021-2025	1.44	1.24
	智慧停车改造工程	2022-2025	4.36	1.82
	民甸公路濮院段改建工程	2019-2025	1.70	1.04
	污水零直排区创建工程	2021-2025	0.84	0.57
合计	--	--	**45.14**	**31.67**

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；乌镇实业道路新建项目为滚动开发项目。
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、管网安装和管道建材产品销售等业务，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 2023 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 2023 年末，自来水用户数达 43.66 万户。三水厂出厂水九大指标合格率和管网水七大指标综合合格率均为 100%，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。近年来，公司自来水销售业务收入较为稳定，2022 年桐乡水务改为采用千岛湖水源（4.68/元吨）和西部水源（0.7 元/吨），使得毛利率大幅下降。2023 年因公司降漏控损成效较好，使得毛利率有所回升。

表 6：近年来公司下属水厂情况（万吨）

水厂名称	2021		2022		2023	
	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	11.34	15.00	11.75	15.00	11.95
运河水厂	15.00	11.53	15.00	10.74	15.00	10.27
同福水厂	15.00	11.30	15.00	10.26	15.00	11.45
合计	**45.00**	**34.17**	**45.00**	**32.75**	**45.00**	**33.67**

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：公司供水业务情况

项目名称	2021	2022	2023
自来水用户数（万户）	39.03	41.32	43.66
自来水供应量（万吨）	12,473	11,954	12,288.3

自来水销售量（万吨）	10,037	9,991	10,732.45
管网长度（公里）	8,615.00	9,014.00	9,986.09
原水采购量（万吨）	13,740	11,954	12,288.3

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，实际日污水处理能力为 3.38 万吨/日。此外，公司还拥有 94 座污水输送泵站及 1,897 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 70%。近年来公司污水处理管网长度持续增长，随着业务规模效应的增加，毛利率随之上升。

表 8：2021~2023 年公司污水处理情况

项目	2021	2022	2023
污水处理量（万吨）	2,823	1,413	1,236
实际日污水处理量（万吨）	7.70	3.87	3.38
管网长度（公里）	1,815	1,874	1,897
污水处理收入（万元）	14,468	14,993	16,855

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。

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、濮院汽车站和乌镇汽车站 3 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，近年来恒通公交经营线路及线路总长稳步增加，营运人次随之增长。城际公交客运量和周转率亦有所回暖。2023 年公司加大对自行车租赁业务的投入，营运的自行车、电动车数量和服务站点均大幅增长，预计未来能为公司相关业务收入带来一定增长。公交运输业务对政府补助较为依赖，2023 年收到公交运输板块成本规制补助 1.7 亿元，公司将收到的补助直接冲减了业务成本。

表 9：近年来公司交通运输板块业务情况

项目	2021	2022	2023
公交客运			
公交线路（条）	98	102	116
公交车辆（辆）	440	428	449
线路总长（公里）	1,634	1,713	2,106
营运人次（万人）	1,402.33	903.00	1,158.46
城际公交			
客运量（万人次）	30.81	8.06	29.38
客运周转率（万人/公里）	292.56	706.55	2,413
自行车租赁			
营运自行车数量（辆）	3,800	3,900	4,600
服务站点（个）	234	240	456
累计租借量（万辆次）	279.00	263.08	244
营运电动车数量（辆）	--	1,900	3,600
电动车服务站点（个）	--	220	590
累计租借量（万辆次）	--	95.48	245

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 2024 年 3 月末，该项目总投资 180.18 亿元，已投资 94.55 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、融杭产发、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，融杭产发主要由下属子公司桐乡市崇德投资发展集团有限公司（以下简称“崇德投资”）负责，主要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，近年来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。公司在建项目较多，业务的可持续性较好。其中，梅泾苑及和园项目已开启预售，预售金额合计约为 9.35 亿元，其中和园项目系桐乡市区商品房，预售均价超过 2 万元/平方米。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。同期末，公司暂无拟建的房地产项目。

表 10：截至 2023 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	0.08	2.64	2.64
	滨河花苑二期	安置房、住宅	7.07	1.24	9.49	9.49
	滨河花苑三期	住宅、商铺	3.69	1.22	6.11	6.11
	翔云苑	商品房	9.18	2.05	9.48	9.20
	杏林苑	住宅	12.42	1.57	12.54	12.43
	滨河佳苑	商品房	1.04	--	1.15	1.14
崇德投资	华光景苑安置房项目	安置房	2.11	1.41	0.46	0.46
	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	3.19	6.56	5.60
美丽乡村	互联网+创业园	标准工业厂房	0.98	0.80	1.15	1.14
	梧桐街道环城北路南侧安置房	安置房	0.70	0.45	0.31	0.30
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	0.34
合计	--	--	**53.80**	**14.40**	**52.57**	**51.19**

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：截至 2023 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	滨河紫金苑	安置房、住宅	10.74	2021-2025	6.56	61.06
	梅泾苑	商品房	10.58	2021-2024	8.49	80.33

	香枫苑	商品房	4.19	2021-2024	3.25	77.57
	栖凤苑	商品房	18.59	2021-2024	14.43	77.65
	永乐坊	自持商品房	5.18	2020-2024	2.89	55.81
	紫金特色文化街	商铺	4.77	2020-2024	3.56	74.61
	和园	商品房	21.35	2022-2025	14.49	67.89
融杭产发	皮草品牌园二期	厂房	3.20	2018-2024	2.83	88.55
	人工智能产业园[2]	工业厂房	5.35	2020-2024	4.32	80.72
	未来工业区首开区项目	工业厂房	4.83	2021-2025	1.88	38.83
	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	1.72	71.39
美丽乡村	乡村振兴馆建设	商业房产	0.18	2021-2023	0.17	91.10
合计	--	--	**91.36**	--	**64.59**	--

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，公司贸易收入规模较为稳定，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、乌镇实业和融杭产发。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。

乌镇实业贸易业务由云享乌镇（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。销售定价由商品市场价（采购价）和行业固定利差（利润）两部分构成。销售结算账期一般为 6~12 个月。

融杭产发贸易业务主要由崇德投资负责，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。

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

[2]2024 年 5 月 10 日，根据《桐乡市财政局关于同意无偿划转桐乡融杭经济区南阳先导区人工智能产业园的复函》（桐财函[2024]22 号），桐乡市财政局将桐乡融杭经济区南阳先导区人工智能产业园项目无偿划转至桐乡市崇德智能产业发展有限公司。

断优势和区域竞争优势。2023 年，部分子公司因为业务调整和下游客户需求减少，公司贸易业务收入有所下滑。

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、乌镇实业和融杭产发，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。融杭产发的租赁收入主要源于崇福镇、洲泉镇等区域内皮毛、建筑装饰材料市场及产业园厂房等出租收入。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，2023 年随着租金减免政策的结束，公司租赁收入和毛利率均有所增长。

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 2023 年末，公司主要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 7.14 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 2024 年 3 月末，公司在保余额为 26.71 亿元，主要担保行业为桐乡市当地小微制造业。2023 年及 2024 年 1~3 月公司代偿额分别为 1,604.93 万元和 206.65 万元。

表 12：截止 2023 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
浙江爵派尔科技发展有限公司	5,000.00	1
浙江大彩光电技术有限公司	5,000.00	1

浙江耀阳新材料科技有限公司	4,990.00	1
浙江吉高实业有限公司	4,990.00	1
浙江同辉纺织股份有限公司	4,500.00	1
浙江铭龙新材料科技有限公司	4,000.00	1
嘉兴鹏翔包装材料有限公司	3,990.00	1
浙江戴德隆翠汽车有限公司	3,000.00	1
浙江恒质新材料有限公司	3,000.00	1
京马电机有限公司	3,000.00	1
合计	**41,470.00**	**--**

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 4.04 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。2023 年，公司售气量为 775.00 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)，2023 年公司安保服务收入为 3.55 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，受益于政府的持续支持，近年来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，债务规模处于快速增长态势，财务杠杆水平持续增长，且维持较高水平，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 对债务本息的覆盖能力有待提升。

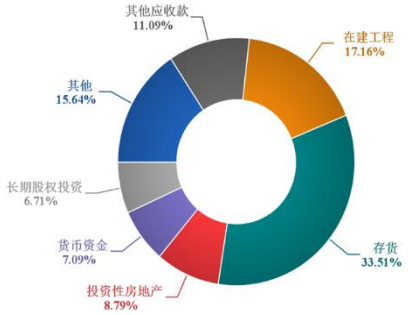
资本实力与结构

作为桐乡市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，近年来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，近年来流动资产占比均在 55%以上。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；在建工程主要是公司在建的自营项目以及苏台高速等交通类工程建设项目，项目建成后能为公司带来一定收益，但需关

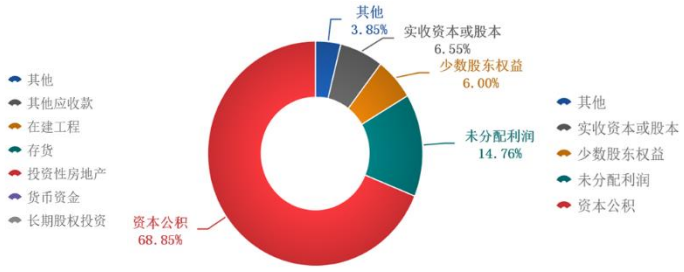
注后续收入能否平衡前期投入成本；投资性房地产中的租赁资产可带来一定的租金收入，以及固定资产中的水厂及管网等资产可产生较为稳定的水务收入，但相关资产收益占总资产和营业收入的比例不大，资产收益性整体较弱。总体来看，公司资产流动性一般，需关注相关项目已投成本的结算回款情况，总体资产质量一般。

图 1：截至 2023 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 2023 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

公司净资产以实收资本、资本公积和未分配利润为主，近年来稳步增长。2023 年公司实收资本增长主要是桐乡市财政局对公司新增注资 5.01 亿元。资本公积变动主要系公司及子公司收到的财政拨款 31.02 亿元、无偿划入桐乡市濮院新市镇建设开发有限公司 33.33%股权 2.79 亿元和收到桐乡市住房和城乡建设局专项债 1.00 亿元等，同时上缴污水管网配套资金 300.00 万元，收购少数股权 24.12 万元。随着桐乡市城市建设进度不断推进，公司持续获得政府在货币资金、实物资产和股权等方面的支持，资本实力稳步提升。

近年来公司财务杠杆水平逐年增长。随着项目建设的逐步推进，在项目回款不及时的情况下，公司主要依赖外部融资来填补资金缺口，近年来总债务规模持续增长，财务杠杆率处于较高水平。

表 13：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产	1,148.48	1,458.55	1,766.95	1,906.03
流动资产占比	60.76	55.94	55.44	57.25
经调整的所有者权益合计	481.93	610.59	663.73	665.99
资产负债率	58.04	58.14	62.44	65.06
总资本化比率	50.32	51.55	57.50	60.57

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司近年来的收入主要来自于商贸服务、委托代建、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，委托代建和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，2023 年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。2023 年公司进一步增加对相关业务的投入，使得购买商品、接受劳务支付的现金规模进一步增加，经营活动净现金流呈现净流出状态且规模持续增加。

投资活动现金流方面，2023 年，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，公司投资活动净现金流持续呈现为净流出状态。

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，为满足基建设施代建、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 14：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
经营活动产生的现金流量净额	-10.52	-76.38	-97.20	-40.21
投资活动产生的现金流量净额	-72.04	-125.47	-135.23	-34.75
筹资活动产生的现金流量净额	67.49	160.39	274.35	122.24
现金及现金等价物净增加额	-15.05	-41.46	41.88	47.28
收现比	1.00	0.98	0.82	1.32

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

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，近年来债务规模增长较快，截至 2024 年 3 月末总债务较 2022 年末增长 57.47%。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。2023 年公司短期债务占比有所下降，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 15：截至 2024 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	2.95-5.88	673.73	144.17	53.51	63.60	41.96	29.27	341.22
债券融资	2.43-7.88	274.35	52.72	47.49	88.27	47.64	9.97	28.27
非标融资	4.2-5.7	55.15	18.07	15.35	7.47	5.85	7.13	1.28
其他	1.2-5.52	11.72	3.02	3.00	2.10	1.70	1.90	-
合计	--	**1,014.95**	**217.98**	**119.34**	**161.44**	**97.14**	**48.28**	**370.77**

注：公司到期债务金额总和及 1 年以内到期金额小于总债务及短期债务主要是未包含部分应付票据和应计利息。
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。近年来随着各业务板块盈利能力波动，EBITDA 呈现上升趋势。但债务规模的快速增长导致公司利息支出上升较快，公司 EBITDA 对利息的保障能力仍欠佳。此外，公司经营活动净现金流持续为负，对债务本息的覆盖能力有待改善。

截至 2024 年 3 月末，公司可动用账面资金为 165.36 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，公司银行授信总额为 1,153.29 亿元，尚未使用授信额度为 548.34 亿元，备用流动性充足，而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，目前在手批文 46.1 亿元，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

表 16：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总债务	488.06	649.66	897.81	1,023.05
短期债务占比	26.05	28.97	27.20	22.05

EBITDA	13.50	18.61	22.27	--
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.73	0.64	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-0.55	-3.00	-2.81	-3.53

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 2024 年 3 月末，公司受限资产 105.81 亿元，占当期末总资产的 5.55%，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 2024 年 3 月末，公司对外担保余额为 66.82 亿元，占同期末净资产的比例为 10.03%，被担保单位主要系桐乡市国有企事业单位，代偿风险较小。

截至 2024 年 3 月末，公司以及下属主要子公司无重大诉讼事项。

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 2024 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。

外部支持

跟踪期内，桐乡市综合实力在全国百强县（市）排名中稳居前列。公司维持区域重要性，实际控制人为桐乡市财政局，股权结构和业务开展均与市政府具有较高的关联性，在获得项目建设资金拨付、运营补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。2023 年公司实收资本增长主要是桐乡市财政局对公司新增注资 5.01 亿元。资本公积变动主要系公司及子公司收到的财政拨款 31.02 亿元、无偿划入桐乡市濮院新市镇建设开发有限公司 33.33%股权 2.79 亿元和收到桐乡市住房和城乡建设局专项债 1.00 亿元等。综上，跟踪期内桐乡市政府具备很强的支持能力，同时保持对公司较强的支持意愿，可为公司带来较强的外部支持。

跟踪债券信用分析

“22 桐乡债/22 桐乡城投债”募集资金 11.1 亿元，用于项目建设和补充营运资金。截至 2023 年末，公司募集资金已使用 10.91 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。

2024 年 5 月 10 日，公司发布《桐乡市国有资产投资运营有限公司关于桐乡融杭经济区南阳先导区人工智能产业园建设项目产权变更的公告》（以下简称“《公告》”），《公告》称根据桐乡市财政局发布的《桐乡市财政局关于同意无偿划转桐乡融杭经济区南阳先导区人工智能产业园的复函》（桐财函〔2024〕22 号），桐乡市财政局将桐乡市崇德投资发展集团有限公司（以下简称“桐乡崇德”）的桐乡融杭经济区南阳先导区人工智能产业园项目无偿划转至桐乡市崇德智能产业发展有限公司（以下简称“崇德产业”）。本次划转完成后，项目相关资产负债仍被纳入桐乡国投合并报表范围内。

表 17：截至 2023 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	4.32	3.70	3.70
年产蒸发系统 15 万套新建项目	1.44	0.88	1.00	0.88
年产 20 万台高端服务器智能制造基地	11.12	1.94	2.00	1.94
补充营运资金	--	--	4.40	4.39
合计	**17.91**	**7.14**	**11.10**	**10.91**

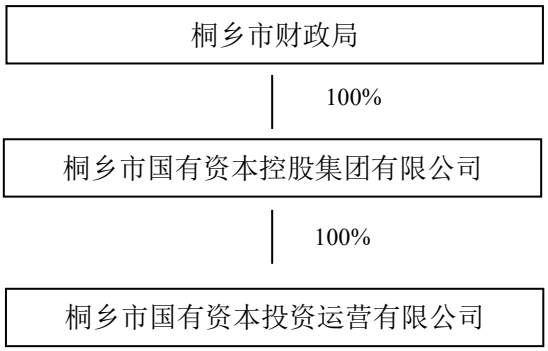
注：1、上述募投项目总投金额均包含设备投入资金；2、根据项目备案表，年产 20 万台高端服务器智能制造基地项目总投资额为 20.00 亿元，其中包括 8.88 亿元铺底流动资金，截至 2023 年末，项目实际已完工。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

“22 桐乡债/22 桐乡城投债”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块增强业务持续性和稳定性，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险很低。

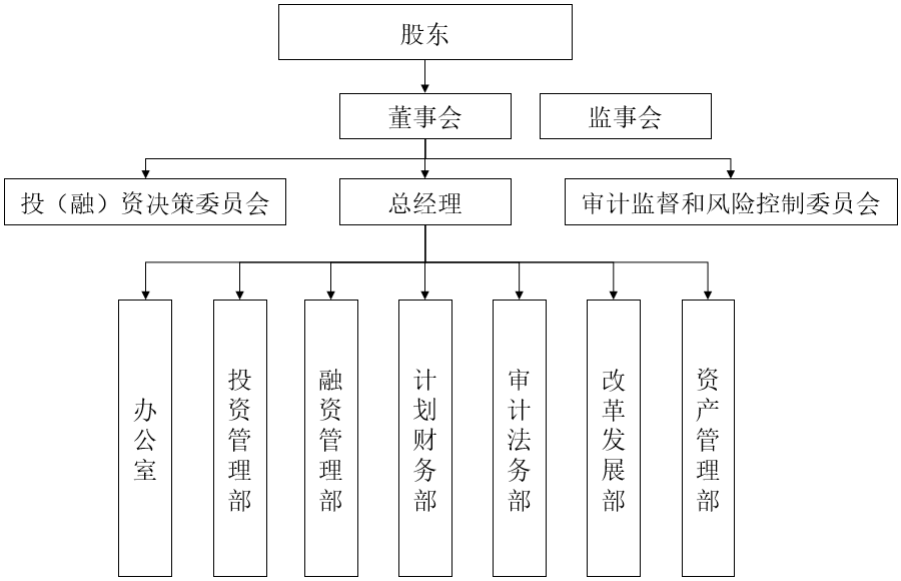
评级结论

综上所述，中诚信国际维持桐乡市国有资本投资运营有限公司主体信用等级为**AA⁺**，评级展望为稳定；维持“22 桐乡债/22 桐乡城投债”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：桐乡市国有资本投资运营有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 4 月末）



序号	主要一级子公司名称	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	209,077.41	95.66
2	乌镇实业(桐乡)有限公司	100,000.00	100.00
3	桐乡市工业发展投资集团有限公司	100,000.00	100.00
4	桐乡市水务集团有限公司	180,000.00	100.00
5	桐乡市基础设施建设投资集团有限公司	150,000.00	100.00
6	桐乡市美丽乡村建设有限公司	70,000.00	100.00
7	桐乡市润桐控股有限公司	300,000.00	100.00
8	桐乡市科创人才集团有限公司	100,000.00	100.00
9	桐乡市崇德智能产业发展有限公司	100.00	100.00
10	桐乡市苏台高速公路投资开发有限公司	27,993.00	63.05
11	桐乡市天然气投资有限公司	1,400.00	55.56
12	桐乡市文华投资有限公司	5,000.00	100.00
13	桐乡市安保服务有限公司	5,000.00	100.00



资料来源：公司提供

附二：桐乡市国有资本投资运营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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	1,120,165.88	793,131.07	1,253,186.83	1,722,294.22
非受限货币资金	1,088,721.92	762,007.87	1,180,804.36	1,653,637.95
应收账款	246,042.30	279,726.56	403,624.31	383,862.22
其他应收款	1,429,588.20	1,685,515.08	1,959,551.02	2,258,596.83
存货	4,039,960.26	5,044,832.13	5,921,762.82	6,282,246.68
长期投资	1,279,997.41	1,754,003.02	1,949,636.94	1,959,595.24
在建工程	1,316,692.77	2,501,574.60	3,032,258.20	3,260,135.21
无形资产	309,341.83	373,511.66	488,622.26	504,688.71
总资产	11,484,839.33	14,585,491.72	17,669,467.34	19,060,278.03
其他应付款	464,082.03	462,285.13	338,271.33	374,979.06
短期债务	1,271,587.08	1,882,142.41	2,441,802.89	2,255,427.31
长期债务	3,609,049.52	4,614,481.37	6,536,335.32	7,975,105.52
总债务	4,880,636.59	6,496,623.78	8,978,138.21	10,230,532.83
总负债	6,665,550.81	8,479,581.17	11,032,133.96	12,400,394.81
利息支出	192,206.93	254,549.92	345,417.05	113,865.84
经调整的所有者权益合计	4,819,288.52	6,105,910.55	6,637,333.37	6,659,883.22
营业总收入	658,497.98	671,022.90	812,691.20	96,297.54
经营性业务利润	63,893.04	53,341.24	37,446.11	-21,522.05
其他收益	64,292.36	95,265.22	78,151.69	17,257.31
投资收益	18,470.53	15,343.83	33,544.31	4,158.04
营业外收入	3,604.21	1,493.87	1,093.92	356.87
净利润	88,280.72	67,926.84	56,426.96	-17,933.42
EBIT	104,904.97	140,567.78	172,835.46	--
EBITDA	135,018.04	186,075.13	222,663.81	--
销售商品、提供劳务收到的现金	660,245.56	654,820.87	662,362.05	127,189.15
收到其他与经营活动有关的现金	1,705,698.43	1,473,710.37	1,468,192.30	734,139.78
购买商品、接受劳务支付的现金	756,599.86	1,192,853.72	1,330,120.26	386,030.09
支付其他与经营活动有关的现金	1,614,473.23	1,620,325.43	1,649,547.88	836,297.88
吸收投资收到的现金	91,697.66	277,076.70	146,466.66	15,215.58
资本支出	610,292.55	1,030,905.34	1,062,901.81	243,331.90
经营活动产生的现金流量净额	-105,190.45	-763,849.48	-972,009.14	-402,111.74
投资活动产生的现金流量净额	-720,382.72	-1,254,656.01	-1,352,338.45	-347,460.98
筹资活动产生的现金流量净额	674,886.91	1,603,922.14	2,743,516.92	1,222,406.31
现金及现金等价物净增加额	-150,544.75	-414,583.28	418,796.49	472,833.59

财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	15.41	13.19	18.19	15.68
期间费用率(%)	13.81	17.48	20.65	53.17
应收类款项/总资产(%)	14.60	13.47	13.50	13.96
收现比(X)	1.00	0.98	0.82	1.32
资产负债率(%)	58.04	58.14	62.44	65.06
总资本化比率（%）	50.32	51.55	57.50	60.57
短期债务/总债务(%)	26.05	28.97	27.20	22.05
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.55	-3.00	-2.81	-3.53
总债务/EBITDA(X)	36.15	34.91	40.32	--
EBITDA/短期债务(X)	0.11	0.10	0.09	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.70	0.73	0.64	--

注：中诚信国际根据 2022~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理；中诚信国际将长期应付款和其他流动负债中的带息债务调整至总债务。

附三：桐乡市国有资本投资运营有限公司对外担保明细（截至 2024 年 3 月末）

被担保企业	担保余额（万元）	到期日
桐乡市振东新区建设投资有限公司	200,000.00	2020.3.23~2027.3.23
桐乡市临杭经济区城镇建设有限公司	10,000.00	2023.06.14~2024.06.13
桐乡市安居房产开发建设有限公司	2,500.00	2016.6.29~2031.6.29
乌镇之光（桐乡）超算中心有限公司	91,962.00	2021.2.9~2041.2.8
浙江济桐贸易有限公司	30,800.00	2023.8.17~2025.2.20
桐乡市高桥新区新城开发建设有限公司	77,000.00	2023.12.20~2048.12.19
桐乡市高桥新区物业管理有限公司	2,000.00	2024.3.28~2025.3.27
桐乡市石湾新尚文旅开发有限公司	939.00	2023.11.29~2026.11.22
物产中大（桐乡）水处理公司	23,800.00	2019.9.1~2037.8.31
桐乡市金开实业有限公司	24,600.00	2023.3.31~2034.3.25
浙江乌镇互联网特色小镇投资建设有限公司	10,900.00	2016.12.15~2024.12.13
桐乡市乌镇国际旅游区经营管理有限公司	6,500.00	2022.1.6~2027.1.6
桐乡市望龙物业管理有限公司	4,000.00	2022.1.24~2027.1.24
桐乡市乌镇国际旅游区物业发展有限公司	34,900.00	2024.1.1~2026.12.20
桐乡市安悦置业有限公司	14,999.90	2023.8.28~2026.1.30
桐乡市濮院茅盾实验小学	2,040.00	2017.12.6~2032.12.05
桐乡市临杭水环境治理有限公司	1,600.00	2020.1.3~2025.1.6
桐乡市濮院两新建设开发有限公司	3,000.00	2020.4.24~2024.4.23
桐乡市智创服饰产业园开发股份有限公司	48,300.00	2019.10.17~2036.10.16
桐乡市濮院两新建设开发有限公司	14,000.00	2024.1.1~2024.12.31
桐乡市和卓物业管理有限公司	1,000.00	2024.3.29~2025.3.28
桐乡市石门两新建设开发有限公司	18,000.00	2019.3.29~2027.3.26
桐乡市崇德城市开发建设有限公司	43,400.00	2020.1.9~2028.1.7
桐乡市新兴化学工业园区基础建设有限公司	2,000.00	2024.1.2~2025.1.1
合计	**668,240.90**	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附四：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
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+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
	应收类款项占比	（应收账款＋其他应收款＋长期应收款+应收款项融资调整项）/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	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-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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”；3、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。

附五：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