



乌镇实业（桐乡）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 0615 号

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	乌镇实业（桐乡）有限公司	AA/稳定
本次跟踪担保主体及评级结果	桐乡市国有资本投资运营有限公司	AA ⁺
本次跟踪债项及评级结果	“21 乌镇债/21 乌镇债”	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。本次债项信用等级充分考虑了桐乡市国有资本投资运营有限公司（以下简称“桐乡国投”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券还本付息的保障作用。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；乌镇实业（桐乡）有限公司（以下简称“乌镇实业”或“公司”）在推进桐乡市乌镇区域的城市开发和国有资本运营中发挥重要作用，对桐乡市政府的战略地位重要。但需关注公司资产流动性较弱、债务规模增长较快、自营项目资金平衡情况以及担保方债务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，乌镇实业（桐乡）有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

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，跟踪期内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。
- **业务地位较为重要，业务可持续性较强。**公司作为桐乡市乌镇区域重要的城市建设和国有资产运营主体之一，土地开发整理及基础设施建设等项目储备较多，业务的可持续性较强。

关注

- **资产流动性较弱。**公司基础设施代建及土地开发项目投入成本规模较大，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。
- **公司债务规模较大，面临一定的偿债压力。**公司债务规模增长较快，一年内到期债务规模较大，面临一定的偿债压力。
- **需关注自营项目资金平衡情况。**公司在建自营项目前期投入规模较大，未来资金平衡情况需持续关注。
- **担保方债务增长较快。**随着桐乡国投业务的持续发展，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

乌镇实业（合并口径）	2021	2022	2023
总资产（亿元）	167.55	196.53	240.65
经调整的所有者权益合计（亿元）	54.04	62.54	69.82
总负债（亿元）	113.51	133.99	170.84
总债务（亿元）	101.51	124.91	160.79
营业总收入（亿元）	8.54	8.22	7.39
经营性业务利润（亿元）	1.31	1.38	0.88
净利润（亿元）	1.35	1.16	0.90
EBITDA（亿元）	2.47	2.53	2.54
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-7.59	-13.62	-6.34
总资本化比率(%)	65.26	66.64	69.72
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.44	0.51	0.42

注：1、中诚信国际根据乌镇实业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应付款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。

担保主体财务数据

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 利息保障倍数(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	乌镇实业	崇德投资	桐乡振东
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	嘉兴市-桐乡市	嘉兴市-桐乡市	嘉兴市-桐乡市
GDP（亿元）	1,252.35	1,252.35	1,252.35
一般公共预算收入（亿元）	107.02	107.02	107.02
经调整的所有者权益合计（亿元）	69.82	69.17	79.88
总资本化比率（%）	69.72	59.34	40.08
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.42	0.26	0.91

中诚信国际认为，公司与可比公司的定位均为桐乡市重要的基建主体，业务运营实力相当；公司资产规模高于可比公司，权益规模相当，但公司利息保障能力较弱，财务杠杆水平偏高；整体来看财务融资能力相近。

注：崇德投资系“桐乡市崇德投资发展集团有限公司”的简称，桐乡振东系“桐乡市振东新区建设投资有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

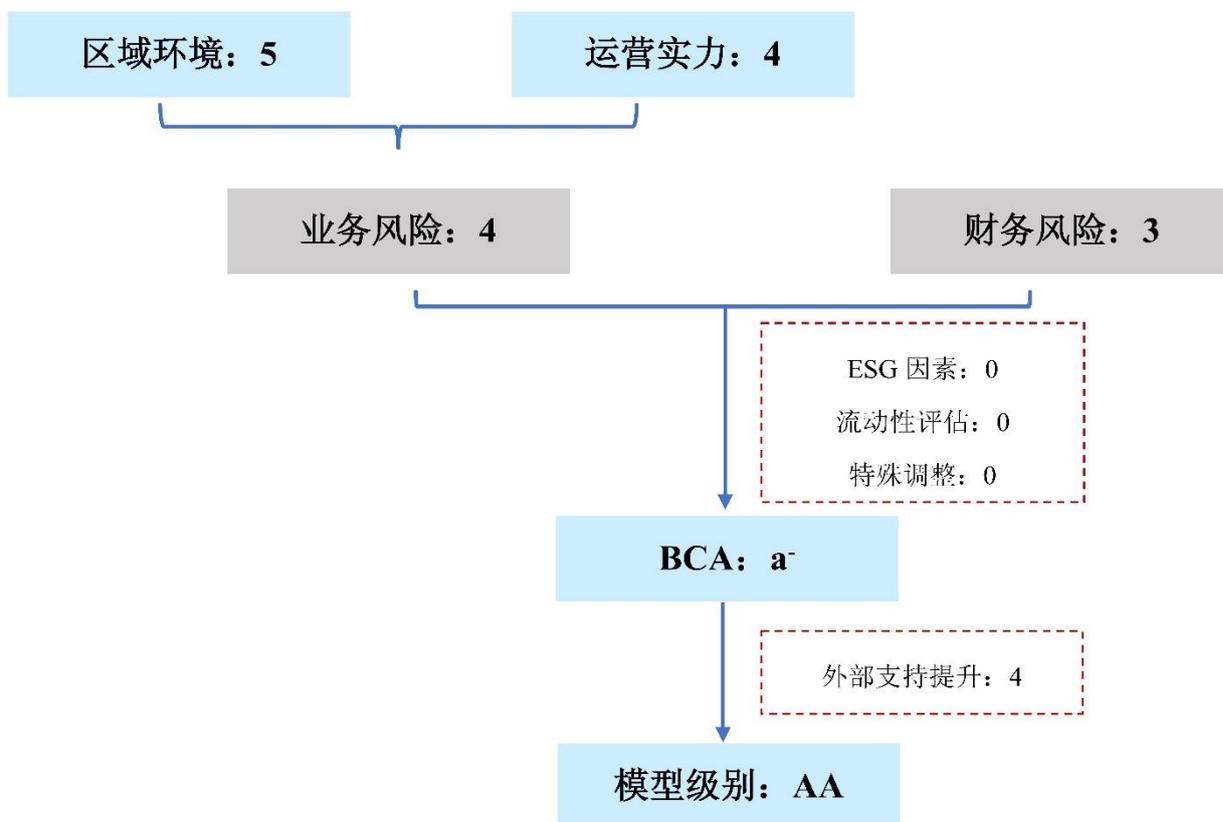
● 本次跟踪情况

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
21 乌镇债 /21 乌镇债	AA ⁺	AA ⁺	2023/06/26 至 本报告出具日	12/9.6	2021/03/11~2028/03/11	调整票面利率，回 售，债券提前偿还

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
乌镇实业	AA/稳定	AA/稳定	2023/06/26 至本报告出具日

● 评级模型

乌镇实业(桐乡)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，对公司有一般的支持意愿，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；同时乌镇实业系桐乡市乌镇区域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一定的股东支持，具备一定的重要性以及与政府一定的关联性。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

宏观经济和行业政策

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 年基建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，基建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%；

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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，目前业务集中于桐乡市下属的乌镇区域内；公司主营业务包括土地一级开发、基础设施代建、房地产销售及商贸服务等业务，土地开发、基础设施和自营建设项目较为充足，公司的业务稳定性和可持续性较强。

值得注意的是，公司在整理及拟整理土地受政府出让计划及土地市场影响，未来收入存在一定不确定性；同时大量项目建设资金和投资成本沉淀于存货和在建工程中，影响整体资产的流动性；且在建及拟建项目尚需投资规模较大，公司将面临一定的投融资压力。

表 2：2021~2023 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商贸服务收入	4.66	54.55	4.10	3.23	39.30	8.17	2.82	38.13	2.68
土地一级开发项目委托开发收入	1.67	19.51	0.28	1.60	19.52	-0.40	1.95	26.35	0.84
租赁收入	0.57	6.72	14.44	0.86	10.44	41.44	0.81	10.93	67.88
委托代建收入	0.77	9.02	3.85	1.24	15.07	4.77	0.73	9.94	4.70
会展收入	0.49	5.72	48.59	0.53	6.48	39.50	0.46	6.20	42.02
房产销售	-	-	-	0.31	3.79	-6.82	-	-	-
其他业务	0.38	4.48	21.77	0.44	5.40	4.71	0.62	8.43	12.47
营业总收入/综合毛利率	8.54	100.00	7.36	8.22	100.00	10.73	7.39	100.00	12.79

注：其他收入包括农产品销售、人事代理服务、经营租赁和水电费收入等；2022 年公司房产销售主要系为配合乌镇招商引资需求，公司出售了部分智慧数字中心项目（乌镇智慧社区一期子项目）商业用房。

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重要的构成部分，展业范围主要集中在乌镇区域内；土地整理项目储备规模较大，业务的稳定性较好；在整理及拟整理项目尚需投资规模较大，未来将面临一定的投融资压力。

公司是桐乡市重要的土地开发运营主体，目前展业范围集中在乌镇区域，运营主体为公司本部和乌镇世界互联网产业园（桐乡）开发建设有限公司（以下简称“互联网产业园”）。公司本部主要负责乌镇互联网与旅游文创项目（老乌镇区块），互联网产业园主要负责互联网产业园项目（龙翔街道区块）。

业务模式方面，2015 年公司本部和互联网产业园分别就各自区域内的约 8,800 亩土地和约 3,000 亩土地与桐乡市财政局、桐乡市土地储备中心签订《土地开发整理项目委托三方协议书》。根据协议，公司本部和互联网公司前期自筹资金进行项目建设，土地开发整理完成并交由桐乡市土地储备中心验收合格后，据移交土地面积签署结算协议和土地移交清单后，确认相关地块的土地一级开发收入。土地委托开发收益按照直接成本（包含土地开发项目施工、设计及监理等直接相关费用）的 18% 进行核算，开发过程中产生的管理费、人员工资、临时设施摊销费用和资本化利息等间接费用由公司自行承担，如间接费用金额超过委托开发收益，则自负盈亏。回款方面，桐乡市财政局授权将土地开发整理费用支付给桐乡市乌镇国际旅游区管理委员会（以下简称“乌镇管委会”）或乌镇财政所，再由乌镇管委会或乌镇财政所向公司支付土地一级开发费用，土地一级开发费用于每年年末进行结算并确认收入，回款一般在一年内到账。

随着开发周期延长，间接费用逐年增加，2020 年末公司和互联网产业园分别与桐乡市乌镇人民政府签署补充协议，约定后续土地委托开发收益在上年度加成率基础上，在 20% 以内的幅度进行上浮。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。2021 年公司和互联网产业园分别与桐乡市乌镇人民政府签订《桐乡市乌镇镇土地开发整理项目委托开发协议书》，公司和互联网产业园负责的区块分别新增 578.3 亩和 2,769.95 亩土地。截至 2023 年末，由公司负责的乌镇互联网与旅游文创项目（老乌镇区块）土地合计 10,684.64 亩，互联网产业园负责的互联网产业园项目（龙翔街道区块）土地合计 5,423.75 亩。

业务开展情况，截至 2023 年末，公司主要整理地块合计总面积为 16,108.39 亩，其中，已出让

1,711.70 亩，已整理未出让 10,767.64 亩，在整理及拟整理 3,629.05 亩。近年来受政府土地利用规划及市场行情影响，公司每年移交的土地面积有所波动，确认收入项目回款效率尚好，但由于公司整体土地出让进度较为缓慢，实际回款占项目前期投资规模占比仍较少。公司在整理及拟整理土地规模较大，可对该业务未来收入提供保障，但尚需投资规模较大，未来将面临一定的投融资压力。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

项目名称	2021	2022	2023
土地开发支出（万元）	85,287.00	79,076.00	71,822.59
土地移交面积（亩）	326.99	279.00	300.76
土地开发平均结算成本（万元/亩）	50.36	57.73	64.18
土地开发结算成本（万元）	16,612.36	16,106.65	19,302.22
土地开发收入（万元）	16,659.21	16,042.15	19,465.81
土地开发业务回款（万元）	15,096.41	16,659.21	16,042.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2023 年末公司在整理及拟整理土地情况（亩、万元）

地块名称	面积	总投资	已投资	已确认收入	已回款	整理期间
互联网产业园项目（龙翔街道区块）	5,423.75	550,000.00	291,876.00	110,433.00	94,559.00	2015-2030
乌镇互联网与旅游文创项目（老乌镇区块）	10,684.64	750,000.00	564,038.00	163,557.00	159,966.00	2015-2030
合计	16,108.39	1,300,000.00	855,914.00	273,990.00	254,525.00	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

委托代建业务

公司系桐乡市重要的基础设施建设投融资主体，展业范围集中于桐乡市乌镇区域；公司尚有一定规模在建项目，业务可持续性较好；收入随项目结算进度存在一定波动；项目回款受当地财政资金安排影响，整体效率一般。

公司作为乌镇重要的基础设施建设主体，主要负责区域内的道路、桥梁及管网等代建工程，运营主体为公司本部。

业务模式方面，公司本部与乌镇人民政府签订委托代建协议，协议规定由公司负责代建乌镇区域内的道路、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，由公司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，再由公司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公司工程代建费。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。

从业务开展情况来看，受项目结算进度影响，近年来公司委托代建业务收入有所波动。截至 2023 年末，公司已完工项目为隆源路改造工程、水乡寻梦研学路项目、龙翔工业园区道路改造一期（东怡路工程）、龙翔工业园区道路改造一期（花石东路工程）和部分道路新建项目，项目总投资 2.56 亿元，累计确认收入 3.18 亿元，已回款 2.37 亿元，回款效率一般。主要在建项目 2 个，计划总投资 7.20 亿元，已投资 5.60 亿元。截至同期末，公司暂无拟建项目。

表 5：截至 2023 年末公司主要在建基础设施建设项目情况（万元）

项目名称	总投资	已投资
互联网产业园基础配套工程基础设施改造提升	48,496.00	42,813.89
道路新建项目	23,500.00	13,175.78
合计	71,996.00	55,989.67

注：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

商贸服务

公司商贸业务主要贸易产品为灯具配件和金属制品销售，近年来发展较快，目前已成为公司最主要收入来源；但由于该业务尚处于发展初期，下游客户较为集中，业务整体盈利能力较弱。

公司商贸服务主要分为商贸业务和服务业务。服务业务主要为保洁服务、广告设计服务、建筑垃圾清运服务及华为 5G 代理服务等，金额较小。公司商贸业务的运营主体为云享乌镇（桐乡）贸易有限公司（以下简称“云享乌镇”），主要系灯具配件和金属制品销售业务。

业务模式方面，公司贸易品种主要为灯具配件和金属制品销售业务。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。结算方面，公司与供应商的结算周期一般为一个月，上月付款清单于下月 15 日统一支付。公司与下游客户根据签订的贸易协议，货物签收后即进行结算，付款方式以银行转账、银行承兑汇票为主，回款设置 6~12 个月不等的账期，账期结束前需根据协议支付相应款项，完成回款。

业务开展情况，公司该业务尚处于发展初期，为业务拓展与稳定下游客户，销售固定利差较小，盈利能力较弱。同时，公司贸易业务账期较长，对资金形成一定占用。2023 年，因下游客户需求减少，导致公司贸易业务收入和毛利率有所下滑。从上下游客户来看，公司商贸业务上下游较为集中。2023 年，公司主要采购商和客户贸易金额占比分别为 83.63%和 87.74%。

表 6：2023 年公司主要供应商/客户情况（万元、%）

单位名称	采购金额	占比
中铝瑞闽（福建）新材料有限公司	12,285.93	44.82
浙江隆佰嘉金属材料科技有限公司	6,551.40	23.90
招商局新材料科技（重庆）有限公司	1,872.70	6.83
杭州泰铜有色金属材料有限公司	1,431.18	5.22
浙江铭岛实业有限公司	785.39	2.86
合计	22,926.60	83.63
单位名称	销售金额	占比
浙江中泽精密科技有限公司	18,194.13	64.59
嘉兴中泽科技有限公司	6,187.54	21.97
浙江华周智能装备有限公司	274.46	0.97
桐乡市乌镇镇财政所	59.39	0.21
合计	24,715.52	87.74

注：销售总金额除以占比与商贸服务业务收入的差额系保洁服务、广告设计服务及建筑垃圾清运服务及华为 5G 代理服务等服务业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

租赁板块

公司配合桐乡市乌镇的招商引资需求对厂房及营业用房进行对外出租，租金收入可对主营业务形成一定补充；同时公司还自筹资金进行自营业务建设及改造，在建项目尚需投资规模较大，需关注后续收入能否平衡项目成本。

公司租赁业务主要由下属子公司桐乡市乌镇人家科创产业发展集团有限公司（原桐乡市乌镇人家置业有限公司，于 2023 年 12 月 29 日更改为现名，以下简称“乌镇科创”）负责运营，主要是出于招商引资需要，乌镇科创通过租赁或自建厂房和营业用房，然后出租给其他企业，用于办公及产业展示。

业务模式方面，乌镇科创与桐乡市乌镇国际旅游区物业发展有限公司签订《房屋租赁协议》，将嘉兴港恒针织有限公司（老厂区）、大数据交易中心 1 层 2 层等八个厂房及营业用房统一出租给乌镇科创，乌镇科创再将这部分厂房及营业用房用于招商引资，以便招引合适的企业，用于办公及产业展示。自营项目运营模式，公司前期自筹资金进行项目建设，项目建设完成后通过出租或出售等方式实现资金回流。

业务开展方面，随着乌镇智慧社区一期、互联网广场（会展中心）项目、总部大楼及年产 20 万台高端服务器制造基地等项目投入运营，龙翔幼儿园、民合幼儿园、智能养老中心及科技馆项目完工转为自营项目，公司在运营的租赁物业面积大幅增加，但新增租赁物业部分系出租给政府机关单位的办公楼和定制化厂房，使得租赁单价整体有所下降。公司在建的自营项目储备较为充足，尚需投资规模较大，需关注后续收入能否平衡项目成本。同期末，公司暂无拟建自营项目。

表 7：截至 2023 年末公司主要租赁业务情况（平方米、元/平方米/年，%，万元）

序号	租赁性质	租赁面积	租赁单价	出租率	确认收入	租金支付频率
1	工业用房	225,450.53	213.28	55	4,808.41	每年支付
2	商业办公	67,740.77	482.54	70	3,268.76	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2023 年末，公司主要在建自营项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资
乌镇钢厂改造项目	0.50	0.01
原乌镇电机厂址两创中心建设项目	0.78	0.56
桐乡市乌镇互联网大会永久落户地配套三期项目	11.00	5.64
乌镇镇环境卫生处理中心	0.50	0.33
大数据产业园有机更新一期	5.67	4.99
乌镇镇大数据高新技术产业园人才公寓项目	12.94	0.56
乌镇大数据产业园工业有机更新柔性电子材料园项目三期工程	13.89	0.04
合计	45.28	12.13

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

会展业务

为促进乌镇互联网产业发展，公司还承接世界互联网大会承办业务，可以对公司收入形成一定补充，并能一定程度上分散经营风险。

公司会展业务主要由下属子公司桐乡市乌镇人家旅游开发有限公司（以下简称“乌镇旅游”）负责运营，主要系对互联网大会的委托承办业务。业务模式方面，乌镇旅游子公司乌镇国际会展（桐乡）有限公司（以下简称“会展公司”）与桐乡市乌镇人民政府签订《会议会展服务合同》，由会展公司负责当年度会展的承办工作，做好会议接洽、举办展览等各项活动，并负责各项费用的支付。会展公司全部经费支出在扣除乌镇人民政府协助会展公司取得相关企业单位的赞助金额后，差额部分由乌镇人民政府补齐。2023 年公司会展业务暂无相关业务补助。

为更好承接互联网大会承办任务，促进乌镇互联网产业发展，公司在建项目为桐乡市乌镇互联网大会永久落户地配套项目建设，建设资金来源为公司自筹，未来计划通过会展租赁收入、商品零售及服务收入、门票收入及停车费等方式平衡资金成本，项目建设总投资 18.25 亿元，截至 2023 年末该项目已投资 13.29 亿元。

财务风险

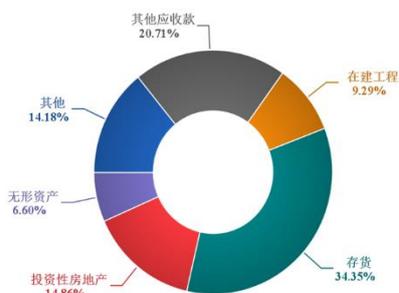
中诚信国际认为，受益于政府的持续支持和主营业务的不断投入，公司总资产和所有者权益稳步增长；但公司资产流动性较弱，整体资产质量有待提升，债务规模处于增长态势，财务杠杆水平较高，资本结构亟待优化；经营活动现金流呈净流出状态，EBITDA 无法对债务本息进行有效覆盖。

资本实力与结构

作为桐乡市乌镇区域重要的基础设施投资建设及国有资产运营主体，公司地位较为重要，近年来在发展过程中获得了桐乡市政府持续的土地及房产等实物资产划拨和资金注入等方面的支持，加之在建项目的持续推进，公司资产规模呈增长态势。

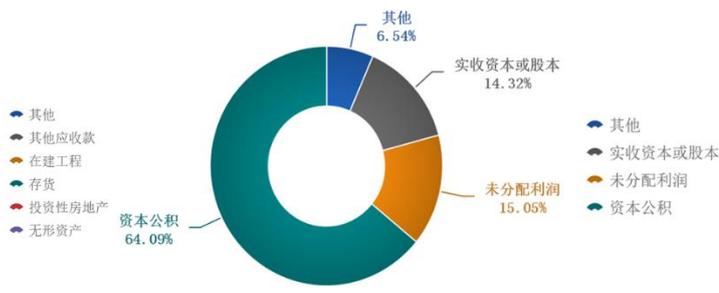
公司资产主要由基础设施代建、土地开发和自营项目形成的存货、在建工程、投资性房地产及其他应收款等构成。存货中以土地和基建项目为主的开发成本较大且结算周期较长，公司存货周转率较低，资产流动性较弱；其他应收款主要系公司与区域内国企及事业单位之间的往来款；在建工程中的自营项目前期投入成本较大，未来运营收入存在一定不确定性；投资性房地产中的租赁资产可为公司带来一定的资产收益。总体来看，公司资产流动性较弱，需关注相关项目已投成本的结算回款及资金平衡情况，公司总体资产质量有待提升。

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

近年来公司净资产稳步增长，主要由资本公积、实收资本和未分配利润构成。资本公积主要由政府无偿划拨的实物资产及补助等构成，2023 年增长主要系当期将拨付的政府专项资金转增资本公积 6.13 亿元。未来随着桐乡市乌镇区域的城市建设不断深入发展，政府若进一步向公司拨付资金及划转资产，公司所有者权益及资本实力或能稳步增强。

近年来公司财务杠杆持续攀升，且处于较高的水平。随着项目建设的逐步推进，在部分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，总债务和财务杠杆率或将进一步提高。

表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2021	2022	2023
总资产	167.55	196.53	240.65
流动资产占比	70.77	67.83	62.58
经调整的所有者权益合计	54.04	62.54	69.82
资产负债率	67.75	68.18	70.99
总资本化比率	65.26	66.64	69.72

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析及偿债能力

公司近年来的收入主要来自于商贸服务、土地整理及基础设施代建等板块，回款较为及时。近年来公司收现比虽有所下滑，但仍大于 1，收入质量整体较好。

公司土地整理和基础设施代建业务前期投入较大，项目开发和结算周期较长。2023 年公司销售商品、提供劳务收到的现金规模进一步减少，购买商品、接受劳务支付的现金规模较大，加之往来款呈持续净支付，使得经营活动净现金流持续为负。

投资活动现金流方面，近年来随着自营租赁板块项目建设的持续投入，导致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，为满足基础设施建设、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。

表 10：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2021	2022	2023
经营活动产生的现金流量净额	-7.59	-13.62	-6.34
投资活动产生的现金流量净额	-10.65	-14.23	-18.68
筹资活动产生的现金流量净额	17.83	19.67	29.81
现金及现金等价物净增加额	-0.40	-8.18	4.79
收现比	1.31	1.13	1.04

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 2023 年末总债务较 2022 年末增长 28.72%。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。公司短期债务占比有所增长，债务整体仍以长期为主，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 11：截至 2023 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	类型	成本	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	流贷、项目贷款	3.90%-4.70%	96.18	30.81	9.77	10.19	4.64	4.94	35.83
债券融资	企业债、公司债、ppn 等	3.80%-4.85%	42.00	2.40	11.40	23.40	2.40	2.40	-
非标融资	融资租赁、险资、应付票据	5.00%-5.70%	20.70	7.70	6.70	2.70	1.70	1.90	-
合计	--	--	158.88	40.91	27.87	36.29	8.74	9.24	35.83

注：公司到期债务金额和 1 年内到期金额较总债务和短期债务的差额，主要是未包含应付利息。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由营业利润和费用化利息支出构成，对政府补助依赖较大。近年来公司 EBITDA 较为稳定，但随着债务规模的增长导致公司利息支出规模较大，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。

截至 2023 年末，公司可动用账面资金为 9.38 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 222.35 亿元，尚未使用授信额度为 51.21 亿元，备用流动性较为充足，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，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

表 12：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2021	2022	2023
总债务	101.51	124.91	160.79
短期债务占比	13.66	14.82	26.31
EBITDA	2.47	2.53	2.54
EBITDA 利息保障倍数	0.44	0.51	0.42
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-1.36	-2.72	-1.05

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 2023 年末，公司受限资产 12.91 亿元，占当期末总资产的 5.37%，主要是用于银行贷款抵押受限的固定资产、在建工程和投资性房地产等，存在一定的抵质押融资空间。

或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保余额为 2.69 亿元，占同期末净资产的比例为 3.85%，被担保单位主要系桐乡市国有企事业单位，其中桐乡市安悦置业有限公司为桐乡市当地民营房企，公司对其担保为项目纾困资金，存在一定的代偿风险。此外，截至 2023 年末，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 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

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

公司债务结构合理，同时货币资金较充裕，未使用银行授信额度充足，在资本市场中认可度较高，备用流动性较好，对短期债务本息的保障程度高。公司流动性一般，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求。

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一定的关联性，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 年公司收到政府拨付的专项资金转增资本公积 6.13 亿元。综上，跟踪期内桐乡市政府具备很强的支持能力，同时保持对公司一般的支持意愿，可为公司带来一定的外部支持。

跟踪债券信用分析

“21 乌镇债/21 乌镇债”募集资金 12 亿元，用于项目建设和补充营运资金。截至 2023 年末，公司募集资金已全部使用完毕，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。“21 乌镇债/21 乌镇债”由桐乡国投提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

表 13：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
桐乡市乌镇互联网大会永久落户地配套建设项目	18.25	13.29	7.20	7.20
补充流动资金	--	--	4.80	4.80
合计	18.25	13.29	12.00	12.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

偿债保障分析

桐乡国投是经桐乡市人民政府桐政发[2003]58 号文件批准成立，于 2003 年 11 月 26 日由桐乡市国有资产管理办公室（以下简称“桐乡市国资办”）投资组建的国有独资公司。2023 年 10 月 11 日，桐乡国投变更为现名。2024 年 4 月 30 日，桐乡国投控股股东变更为桐乡市国有资本控股集团有限公司（以下简称“桐乡国控”），实际控制人仍为桐乡市财政局。截至 2024 年 4 月末，桐乡国投注册资本为 50.00 亿元，实收资本为 43.46 亿元。

桐乡国投作为桐乡市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，主要负责桐乡市范围内的土地整理开发、基础设施建设、房产销售、交通运输及水务等职能。截至 2024 年 3 月末，桐乡国投总资产为 1,906.03 亿元，所有者权益为 665.99 亿元，资产负债率为 65.06%；2023 年桐乡国投营业收入 81.27 亿元，其中土地一级开发收入 22.46 亿元，占营业收入的 27.63%；商贸服务 15.12 亿元，占营业收入的 18.61%；房地产销售收入 13.02 亿元，占营业收入的 16.02%；委托代建业务收入 5.58 亿元，占营业收入的 6.87%；租赁业务收入 5.29 亿元，占营业收入的 6.51%；自来水销售业务收入 2.68 亿元，占营业收入的 3.30%。2023 年桐乡国投净利润为 5.64 亿元，经营活动净现金流为-97.20 亿元。2024 年 1~3 月，桐乡国投营业收入为 9.63 亿元，净利润-1.79 亿元，经营活动净现金流为-40.21 亿元。随着主营业务的持续发展，桐乡国投对外融资需求持续增加，债务规模增长较快，截至 2024 年 3 月末，桐乡国投总债务规模为 1,023.05 亿元，较 2022 年末增长 57.47%。

受限情况方面，截至 2024 年 3 月末，桐乡国投受限资产 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，桐乡国投对外担保余额为 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，桐乡国投银行授信总额为 1,153.29 亿元，尚未使用授信额度为 548.34 亿

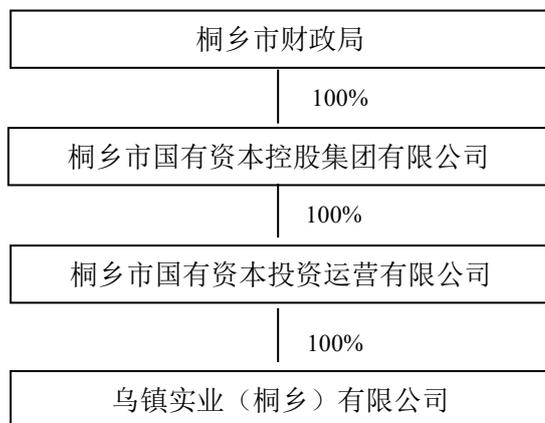
元，备用流动性较为充足。

综合来看，中诚信国际维持桐乡国投主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本次债券的还本付息起到有力保障作用。

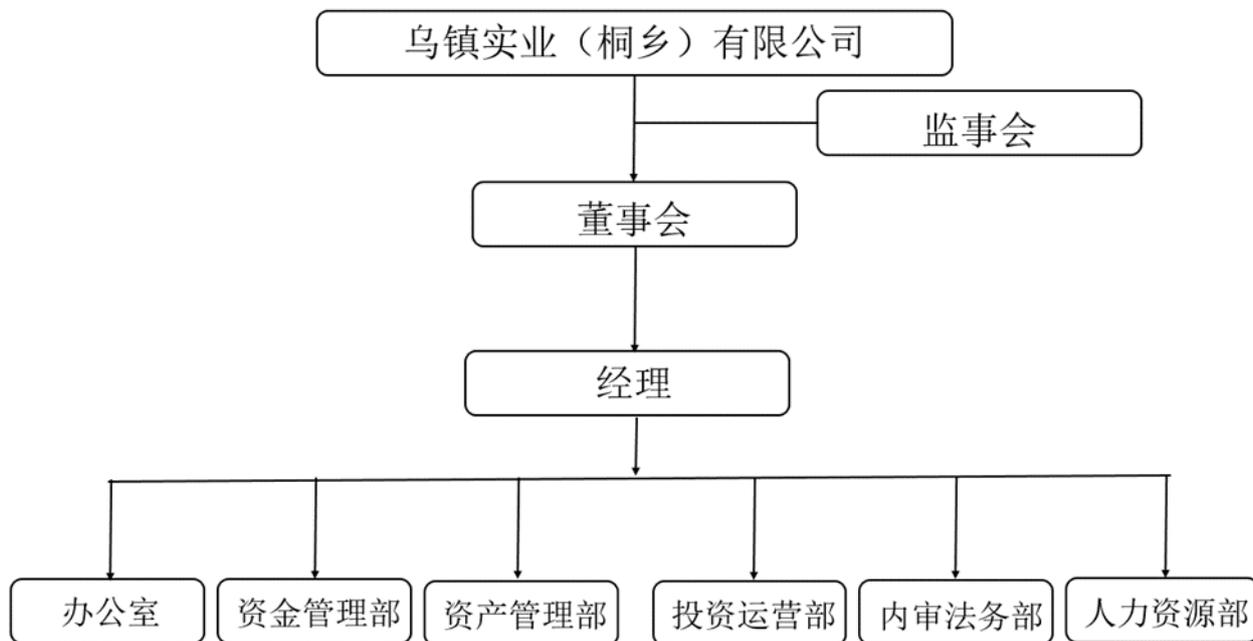
评级结论

综上所述，中诚信国际维持乌镇实业（桐乡）有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“21 乌镇债/21 乌镇债”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：乌镇实业（桐乡）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 4 月末）



序号	一级子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	乌镇世界互联网产业园（桐乡）开发建设有限公司	29,100.00	100.00
2	桐乡市乌镇人家科创产业发展集团有限公司	100,000.00	100.00
3	桐乡市乌镇人家人才服务有限公司	5,000.00	100.00
4	桐乡市乌镇人家旅游开发有限公司	10,000.00	100.00
5	云享乌镇(桐乡)股权投资有限公司	100,000.00	100.00

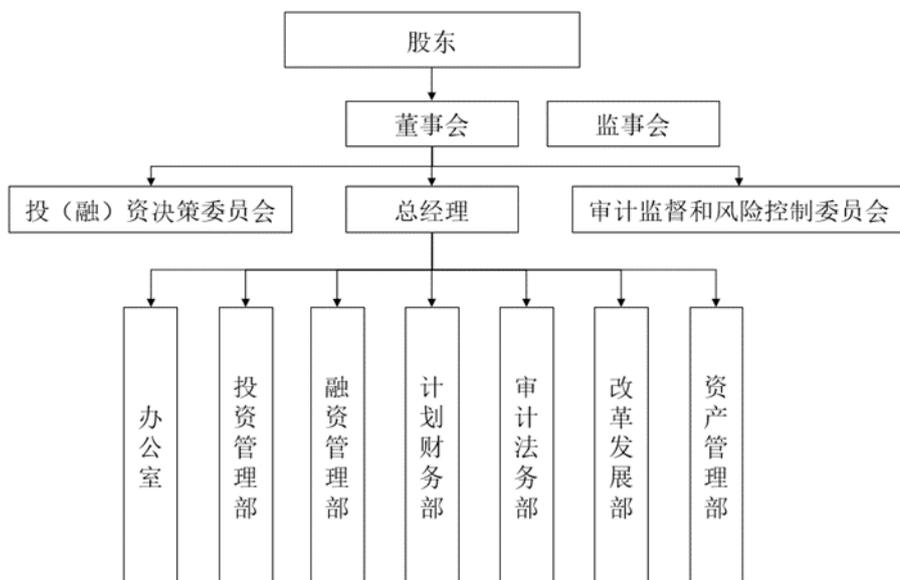


资料来源：公司提供

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

附三：乌镇实业（桐乡）有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023
货币资金	128,033.17	48,399.72	93,870.14
非受限货币资金	127,741.95	45,978.73	93,842.26
应收账款	65,558.47	58,126.34	53,491.30
其他应收款	359,425.09	450,242.29	498,424.85
存货	619,564.10	758,804.83	826,723.77
长期投资	43,550.63	47,383.11	71,529.23
在建工程	151,535.32	218,765.69	223,493.55
无形资产	97,299.95	122,533.75	158,947.50
总资产	1,675,496.58	1,965,346.42	2,406,539.19
其他应付款	39,697.43	45,527.78	71,538.21
短期债务	138,681.10	185,118.48	423,012.42
长期债务	876,403.29	1,063,986.14	1,184,868.18
总债务	1,015,084.40	1,249,104.63	1,607,880.59
总负债	1,135,143.27	1,339,916.10	1,708,368.27
利息支出	55,654.16	50,014.64	60,181.59
经调整的所有者权益合计	540,353.31	625,430.33	698,170.92
营业总收入	85,396.20	82,179.68	73,865.73
经营性业务利润	13,100.29	13,842.04	8,787.21
其他收益	13,359.30	13,323.05	12,292.42
投资收益	633.01	-224.33	658.61
营业外收入	16.44	3.35	22.12
净利润	13,462.79	11,570.80	9,019.37
EBIT	17,674.34	17,123.09	17,457.70
EBITDA	24,686.95	25,264.19	25,415.06
销售商品、提供劳务收到的现金	112,266.95	92,725.88	76,754.93
收到其他与经营活动有关的现金	466,865.08	261,109.75	609,179.04
购买商品、接受劳务支付的现金	120,106.39	161,559.56	133,278.71
支付其他与经营活动有关的现金	533,448.77	330,626.89	618,663.16
吸收投资收到的现金	2,349.00	33,025.00	25.00
资本支出	84,942.58	138,029.70	163,349.18
经营活动产生的现金流量净额	-75,888.73	-136,155.86	-63,419.04
投资活动产生的现金流量净额	-106,492.38	-142,304.31	-186,774.27
筹资活动产生的现金流量净额	178,339.94	196,696.89	298,124.44
现金及现金等价物净增加额	-4,041.19	-81,763.21	47,863.53
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率(%)	7.36	10.73	12.79
期间费用率(%)	6.65	8.45	15.02
应收类款项/总资产(%)	25.36	25.87	22.93
收现比(X)	1.31	1.13	1.04
资产负债率(%)	67.75	68.18	70.99
总资本化比率(%)	65.26	66.64	69.72
短期债务/总债务(%)	13.66	14.82	26.31
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-1.36	-2.72	-1.05
总债务/EBITDA(X)	41.12	49.44	63.26
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.14	0.06
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.44	0.51	0.42

注：中诚信国际根据 2022~2023 年度审计报告整理；中诚信国际将长期应付款和其他应付款中的带息债务调整至总债务。

附四：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 利息覆盖倍数(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。

附五：乌镇实业（桐乡）有限公司对外担保明细（截至 2023 年末）

被担保企业	担保余额（万元）	到期日
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
桐乡市安悦置业有限公司	5,000.00	2025/7/15
桐乡市望龙物业管理有限公司	4,500.00	2027/1/24
桐乡市乌镇国际旅游区经营管理有限公司	6,500.00	2027/1/6
合计	26,900.00	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附六：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。

附七：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