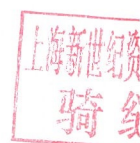




内部编号: 2024060791



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

项目负责人: 吴梦琦 吴梦琦  
陆奕璇 陆奕璇  
项目组成员: 陆奕璇 陆奕璇  
评级总监: 鞠海龙 鞠海龙

wmq@shxsj.com  
luyx@shxsj.com

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



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.

## 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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

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。

## 评级概要

编号：【新世纪跟踪（2024）100660】

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	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AA/稳定/AA+/2024 年 6 月 28 日	AA/稳定/AA+/2024 年 6 月 28 日
前次跟踪：	AA/稳定/AA+/2023 年 6 月 29 日	AA/稳定/AA+/2023 年 6 月 29 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



## 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。
- 区域专营优势保持。跟踪期内，桐乡工投仍以桐乡经开区开发建设为核心业务，区域专营优势保持，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 均由桐乡国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：

- 投融资及资金平衡压力。跟踪期内，因园区开发建设资金需求，桐乡工投债务规模及财务杠杆继续上升，且在园区土整及产业载体建设领域尚有较大规模投资安排，面临一定的投融资及资金平衡压力。
- 资产流动性一般。跟踪期内，桐乡工投资产仍以园区开发投入及应收类款项为主，资金被占用规模较大，款项回收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，利润实现对政府补助依赖度较高。

## 评级结论

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，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级；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。

## 未来展望

本评级机构预计桐乡工投信用质量在未来 12 个月持稳，维持其主体信用评级展望为稳定。

## 主要财务数据及指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
发行人母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	6.41	4.53	4.83	6.09
刚性债务（亿元）	32.74	33.86	35.21	40.17
所有者权益（亿元）	40.70	50.65	54.69	55.04
经营性现金净流入量（亿元）	-5.69	3.58	1.21	-3.21
发行人合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	113.56	128.37	148.29	171.55
总负债（亿元）	64.04	69.00	83.78	106.67
刚性债务（亿元）	50.98	64.34	78.95	90.39
所有者权益（亿元）	49.52	59.37	64.51	64.88
营业收入（亿元）	6.83	9.05	7.98	0.24

主要财务数据及指标				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
净利润（亿元）	1.25	1.38	1.28	0.38
经营性现金净流入量（亿元）	0.91	-6.38	-10.80	0.09
EBITDA（亿元）	1.78	1.86	1.92	—
资产负债率[%]	56.39	53.75	56.50	62.18
权益资本/刚性债务[%]	97.13	92.27	81.71	71.78
长短期债务比[%]	388.42	406.49	290.60	225.08
短期刚性债务现金覆盖率[%]	120.95	121.50	68.41	92.50
EBITDA/利息支出[倍]	0.46	0.65	0.56	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.03	—
担保人合并口径数据及指标:				
所有者权益[亿元]	367.09	593.29	663.73	665.99
权益资本与刚性债务余额比率[%]	78.32	91.81	74.08	65.23
担保比率[%]	15.56	9.95	9.95	10.03
注：发行人数据根据桐乡工投经审计的 2021-2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算；担保人数据根据桐乡国投经审计的 2021-2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。				

发行人本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型：城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）			
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 <sup>-</sup>
	调整因素	合计调整	0
		其中：①ESG 因素	0
		②表外因素	0
		③业务持续性	0
		④其他因素	0
个体信用级别		aa <sup>-</sup>	
外部支持	支持因素		+1
主体信用级别			AA

调整因素：(0)

无

支持因素：(+1)

该公司是桐乡经开区重要的开发建设主体，可获政府支持。

# 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（简称“桐乡工投”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2023 年财务报表、未经审计的 2024 年第一季度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，均设置提前还本条款，自债券存续期第 3 年末起，逐年分别兑付债券本金的 20%。该两期债券均由该公司股东桐乡市国有资本投资运营有限公司（曾用名为“桐乡市城市建设投资有限公司”，简称“桐乡国投”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。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 2024 年 3 月末，上述募集资金均已按照约定用途全部使用完毕。

## 数据基础

大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2023 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。

合并范围变动方面，根据《桐乡市财政局关于同意桐乡市经开新材料产业投资开发有限公司股权转让的复函》（桐财函[2024]12 号文件），同意将该公司持有的桐乡市经开新材料产业投资开发有限公司（简称“经开新材料公司”）51% 股权转让给桐乡市金开实业有限公司（简称“金开实业”）<sup>1</sup>，转让金额为 0.60 亿元。上述股权变更事项已于 2024 年 3 月完成工商变更登记，经开新材料公司的控股股东由公司变更为金开实业，由此公司剥离以新能源汽车配件销售为主的商务服务业务。2023 年末经开新材料公司经审计的所有者权益总额为 1.00 亿元；2023 年实现营业收入 2.72 亿元，净利润 78.48 万元。截至 2024 年 3 月末，公司纳入合并范围内的一级子公司共 6 家。

## 业务

桐乡经开区承担着桐乡市招商引资的主要职责，目前已形成特色优势产业和新兴产业并驾齐驱的发展格局，具备一定区域经济地位。跟踪期内，得益于显著的区位优势及产业集聚优势，桐乡经开区整体招商引资情况依旧良好，经济保持增长。跟踪期内，该公司在园区开发领域业务地位保持，以代建模式开展的园区一级土地开发、工程建设等仍是公司主要收入来源，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。应园区发展需要，公司负责的园区产业载体项目建设任务加重，加之园区土地整理等领域尚有较大规模投资安排，面临投融资及资金平衡压力。

### 1. 外部环境

#### （1）宏观因素

2024 年第一季度，全球经济景气度和贸易活动有所好转，经济体间的分化持续。经济增长与通胀压力的差异或

<sup>1</sup>金开实业成立于 2014 年，注册资本为 1.50 亿元，由桐乡市经济技术开发区有限公司 100% 持股。

促使欧洲央行较美联储更早开启降息，日本央行退出负利率政策在短期内的影响有限；持续攀升的债务规模推升风险，特别是在强势美元与利率高位的背景下，发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变、保护主义盛行、地缘冲突多发等将带来负面影响。

我国经济平稳开局，为实现全年增长目标打下良好基础，但仍面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。就业形势总体平稳，价格水平在低位运行。服务业生产活动受高基数影响增速放缓；工业生产稳步提升，企业经营绩效边际改善，其中有色、化工及电子信息制造表现相对较好。消费增速回落，维持服务消费强、商品消费偏弱的格局，促消费政策的成效有待释放；制造业、基建投资增速均回升，房地产投资继续收缩；出口改善的持续性有待观察，对美欧日出口降幅明显收窄，对“一带一路”沿线国家和地区的出口表现相对较好。内外利差较大促使人民币对美元面临阶段性贬值压力，但人民币对一篮子货币有效汇率基本稳定，境外机构对境内股票、债券投资规模增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。我国积极的财政政策适度加力、提质增效，财政支出节奏较上年加快，专项债及超长期国债等财政资金将有力地发挥带动作用；稳健货币政策灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕，央行在通过降准、“降息”促进社会综合融资成本稳中有降的同时，运用抵押补充贷款、再贷款等多种政策组合积极配合“三大工程”建设以及大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。

经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓：基数效应的褪去及居民大额商品的消费意愿不足导致消费增速回落；制造业投资保持较快增长，基建投资稳增长的功能持续，房地产业投资依旧低迷；出口表现仍具不确定性，价格回升和海外制造业补库或带动出口增速有所提高。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

## （2）行业因素

在我国基础设施建设快速推进的过程中，城投企业作为其中的主要参与者，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。而后，政府隐性债务的管理及化解也被提上日程。坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量成为地方债务风险管控的主基调，也是城投债务管控的主导方向。一方面，地方政府通过城投新增融资的行为受限，城投企业融资环境总体趋严；但另一方面，基础设施建设在稳增长中的作用仍受到肯定，存量融资的接续工作始终受到重视，政策端为隐性债务周转仍留有空间。

主要受房地产及土地市场行情下滑，公共卫生支出等需求扩大影响，地方财政给予城投的回款进度放缓，城投企业债务周转压力有所加大。短期内，金融资源化债是相对主要且有效的化债方式，尤其在中央提出制定实施一揽子化债方案后，地方积极落实响应，特殊再融资债券等化债措施较快落实，此外政策端有意引导商业银行参与化债，央行也表示必要时对债务负担相对较重的地区提供应急流动性支持。短期内化债求稳的政策意图相对明确，城投债务周转的安全性预期得到加强。

政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业。中期来看，政府投资带动作用仍被强调，保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设属需积极推动的领域，数字经济、先进制造业和现代服务业等相关服务于区域经济转型的引导性投资列于重要地位。在企业与政府推行市场化合作的基础上，相关基础设施和重大项目建设有望持续获得金融支持。与此同时，地方的化债进程将持续推进，在已明确的分级责任制下，自上而下的债务管控持续严格，高层级平台的统筹职能或被加强，低层级平台融资自主性或受考验。

长期来看，无实业支撑的投融资平台的发展空间受限，城投企业需提高自身收入及资产质量以保障可持续经营能力，其可通过参与城市运营、提供城市服务、进行产业投资等获取市场化现金流，并逐步化解存量债务。城市服务收入的规模化与经济化，产业对基建的反哺对区域的经济水平、资源禀赋、人口集聚等具有较高要求，各地城投转型资源条件存在较大差异。从全国范围来看，由于各地资源禀赋和经济发展水平不同，城投转型也将呈现差异化特征。

### (3) 区域因素

#### A. 桐乡市

嘉兴市位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原腹心地带，地处沪杭甬四大都市圈交汇处，区位优势明显，2019 年全域被纳入长三角一体化发展中心区，属长三角城市群成员、省内工业强市。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，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，区位及交通优势较为显著。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；2023 年末桐乡市户籍人口为 71.79 万人，较上年末增长 0.4%。2023 年全市城镇居民人均可支配收入 7.39 万元，略低于同期嘉兴市水平（7.59 万元）。

桐乡市是全国县域经济与县域基本竞争力百强县之一。2023 年，受国内外需求弱化影响，桐乡市经济增长承压，经济增速低于同期嘉兴市水平。当年桐乡市实现地区生产总值 1252.35 亿元，同比增长 5.3%，增速较上年回升 2.7 个百分点，低于同期嘉兴市 1.0 个百分点；其中第一、二、三产业分别实现增加值 25.79 亿元、605.02 亿元和 621.54 亿元，同比增速分别为 3.4%、5.4%和 5.3%，三次产业增加值增幅均有所提高；三次产业结构由 2022 年的 2.2:50.4:47.4 调整为 2.1:48.3:49.6，二三产业发展相对均衡。

2023 年桐乡市完成固定资产投资 474.18 亿元，同比增长 2.3%，增幅同比回落，其中工业投资转为负增长，同比下降 4.6%至 159.59 亿元，服务业投资增长有所放缓，同比增长 5.9%至 313.28 亿元；同期基础设施投资维持两位数增长，同比增长 20.3%至 107.17 亿元。受整体市场环境的影响，桐乡市楼市持续降温，2023 年全市完成房地产开发投资额 160.85 亿元，同比弱增长 1.7%；实现商品房销售面积 70.56 万平方米，同比下降 30.3%，实现商品房销售额 103.88 亿元，同比下降 33.9%。同期，全市实现社会消费品零售总额 484.48 亿元，同比增长 2.6%，增速仍处低位，主要系石油及制品类、汽车类产品消费转为负增长所致；当期实现进出口总值 579.84 亿元，同比下降 5.8%，其中出口总值 451.38 亿元，同比增长 3.4%，受国外市场需求收缩影响，增幅大幅走低；进口总值 128.46 亿元，同比下降 28.2%。2024 年第一季度，桐乡市完成固定资产投资 129.48 亿元，同比增长 7.5%，其中工业投资和房地产开发投资分别为 51.82 亿元和 31.60 亿元，分别同比增长 4.5%和 5.7%。同期，全市实现社会消费品零售总额 120.15 亿元，同比增长 5.1%。

图表 1. 2021 年以来桐乡市主要经济指标及增速（单位：亿元、%）

指标	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	1141.69	8.5	1209.67	2.6	1252.35	5.3
第一产业增加值	25.95	2.9	26.58	2.1	25.79	3.4
第二产业增加值	564.33	11.1	609.98	2.9	605.02	5.4
第三产业增加值	551.41	6.4	573.11	2.4	621.54	5.3
三次产业结构	2.3:49.4:48.3		2.2:50.4:47.4		2.1:48.3:49.6	
人均地区生产总值（万元）	16.09	—	16.96	—	17.48	—
人均地区生产总值倍数（倍）	1.98	—	1.98	—	1.96	—
规模以上工业总产值	2208.51	33.2	2397.62	6.1	2439.79	1.4
固定资产投资额	433.81	10.6	463.47	6.8	474.18	2.3
社会消费品零售总额	456.93	8.9	472.09	3.3	484.48	2.6
进出口总值	509.69	31.7	615.31	20.7	579.84	-5.8
城镇居民人均可支配收入（万元）	6.82	9.3	7.03	3.1	7.39	5.2

注 1：表格中填列的为统计公报公布的按户籍人口计算的人均地区生产总值。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%。

注 2：根据桐乡市统计局披露数据整理

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>2</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、皮草皮革、建筑材料等特色优势产业，其中千亿级现代纺织与服装产业集群入选浙江省“415X”特色产业集群核心区创建名单；同时，依托世界互联网大会举办地、

<sup>2</sup>分别为中国羊毛衫名镇—濮院、中国皮草名镇—崇福、中国化纤名镇—洲泉、中国绢纺织名镇—河山、中国家布艺名镇—大麻、中国植绒纺织名镇—屠甸和中国历史文化名镇—乌镇。

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。2023 年及 2024 年第一季度，桐乡市分别实现规模以上工业总产值 2439.79 亿元和 562.93 亿元，其中规模以上工业增加值分别为 468.94 亿元和 103.56 亿元，分别同比增长 3.8%和 4.5%，其中 2023 年增速同比基本持平，主要系传统制造业复苏缓慢所致。2023 年新兴产业中规模以上高新技术产业增加值、数字经济核心制造业增加值分别为 320.21 亿元、54.27 亿元，同比分别增长 4.4%、8.2%，增幅均高于同期全市规模以上工业平均水平，占规模以上工业增加值比重分别为 68.3%、11.6%。此外，为加强“工业强市”建设，近年来桐乡市实施“四换三名”、“两改两创”、“两退两进”等工程项目<sup>3</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。

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。2023 年全市服务业增加值总量保持嘉兴市下辖区县首位。2023 年 1-11 月，全市规模以上服务业实现营业收入 116.47 亿元，同比增长 3.6%；同期，全市规模以上服务业利润总额同比增长 141.1%，企业盈利面为 63.3%，复苏态势较好。此外，旅游业是桐乡市传统优势产业，已连续五年位列“全国县域旅游综合实力百强县”前五。

土地市场方面，2023 年桐乡市土地成交面积 230.39 万平方米，同比下降 17.1%，主要系工业用地及涉宅用地出让面积显著下降所致。同期，土地成交总价为 78.05 亿元，土地成交均价为 0.34 万元/平方米，受均价较低的工业用地成交量较大影响，桐乡市土地出让均价水平总体不高；其中 2023 年住宅用地成交均价 1.81 万元/平方米，同比有所回升。2024 年第一季度，桐乡市土地成交面积和总价分别为 81.21 万平方米和 7.85 亿元，主要来自工业用地和涉宅用地。

图表 2. 2021 年以来桐乡市土地市场交易情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
<b>建设用地面积（万平方米）</b>	<b>212.33</b>	<b>277.92</b>	<b>230.39</b>	<b>81.21</b>
其中：住宅用地	20.07	25.51	6.30	—
综合用地（含住宅）	27.39	31.89	34.55	3.87
商办用地	31.75	21.01	22.16	1.01
工业用地	121.59	194.31	143.07	74.37
其他用地	11.53	5.20	24.31	1.96
<b>土地出让总价（亿元）</b>	<b>85.44</b>	<b>97.92</b>	<b>78.05</b>	<b>7.85</b>
其中：住宅用地	30.08	28.29	11.39	—
综合用地（含住宅）	36.92	46.61	42.28	2.59
商办用地	9.64	10.32	8.37	0.53
工业用地	5.76	11.20	10.02	4.41
其他用地	3.04	1.51	5.99	0.31
<b>成交土地均价（万元/平方米）</b>	<b>0.40</b>	<b>0.35</b>	<b>0.34</b>	<b>0.10</b>
其中：住宅用地	1.50	1.11	1.81	—
综合用地（含住宅）	1.35	1.46	1.22	0.67
商办用地	0.30	0.49	0.38	0.53
工业用地	0.05	0.06	0.07	0.06
其他用地	0.26	0.29	0.25	0.16

注：CREIS 中指数据

财政方面，主要因土地出让收入下降，2023 年桐乡市综合财力<sup>4</sup>减收，财政收支平衡压力有所加大。其中，2023 年桐乡市一般公共预算收入为 107.02 亿元，同比增长 1.1%，增速较低，主要系企业所得税及与土地市场相关税种大幅减收，导致税收负增长所致。其中税收收入 90.34 亿元，同比下降 1.2%；其中企业所得税同比下降 31.2%，主要系预缴收入下降以及去年同期结转税款入库较多造成高基数所致，与土地及房地产市场相关税种中土地增

<sup>3</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、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”。

<sup>4</sup> 此处综合财力=一般公共预算收入+一般公共预算补助收入+政府性基金收入+政府性基金补助收入。

值税、契税同比分别下降 43.9%、4.4%；当年增值税及所得税合计占税收收入的 67.1%，税源结构较稳定；同年税收比率<sup>5</sup>为 84.42%，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 142.97 亿元，同比增长 7.3%，增速明显放缓，主要用于教育、城乡社区、社会保障与就业等方面，一般公共预算自给率<sup>6</sup>为 74.85%，同比下降 4.57 个百分点。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，2023 年全市实现政府性基金预算收入 109.00 亿元，同比下降 20.4%，主要系土地成交减少所致，但对综合财力贡献仍较突出；同期，全市政府性基金预算支出为 140.10 亿元，同比减少 8%；政府性基金预算自给率降至 77.80%，收支平衡压力加大。

跟踪期内，桐乡市基础设施投资强度仍较大，区域政府债务及城投债务保持较快增长态势，债务负担加重。2023 年末全市政府债务余额 265.96 亿元，较 2022 年末增长 19.6%，与当年政府债务限额（265.97 亿元）基本持平，年末一般债务余额 101.15 亿元、专项债务余额 164.81 亿元；根据财汇披露，2023 年末全市城投企业有息债务较 2022 年末增长 42.1%，高于同期嘉兴市水平，但 2023 年区域城投债融资保持净增加且城投债利差降至低位，区域融资环境较好。

图表 3. 桐乡市主要财政数据（单位：亿元）

指标	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
一般公共预算收入	109.31	105.84	107.02
其中：税收收入	96.69	91.44	90.34
一般公共预算支出	115.54	133.26	142.97
政府性基金预算收入	136.00	137.00	109.00
其中：国有土地使用权出让收入	117.87	112.05	93.39
政府性基金预算支出	139.01	152.26	140.10
政府债务余额	186.91	222.31	265.96

资料来源：桐乡市财政局

## B. 桐乡经济开发区

2017 年 8 月，高桥镇建制撤销并设立高桥街道，同时，桐乡经济开发区（简称“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>7</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，2023 年 45 个市级重点项目全部开工，实现投资额 71.93 亿元。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作用明显，2023 年桐乡经开区完成规模以上工业总产值 773.76 亿元，同比下降 4.2%，占桐乡市的 31.7%。同年，经开区继续加大招商引资力度，当年完成签约项目 57 个，总投资 302.74 亿元，其中，新签约总投资 1 亿美元及 10 亿元以上项目 8 个；全年实到外资 2.39 亿美元，同比增长 17.5%，完成目标任务的 103.9%。

2023 年桐乡经开区经济保持增长，当年园区位列“2023 中国省级开发区高质量发展百强”第 18 位。全年实现地区生产总值 242.45 亿元，同比增长 0.5%，增速同比回落 3.8 个百分点，主要系工业生产放缓所致；实现工业增加值 186.54 亿元。2023 年全区企业实缴税金保持稳定，当年入驻企业实缴税金为 43.32 亿元，同比增长 0.98%。桐乡经开区固定资产投资以工业投资为主，2023 年全区实现固定资产投资 116.48 亿元，占全市的 24.6%，其中工业投资为 68.41 亿元。同期，园区实现进出口总额 306.33 亿元，占全市的 52.8%，其中出口额为 213.62 亿元，占全市的 47.3%。

图表 4. 2021 年以来桐乡经开区主要经济指标

指标	2021 年	2022 年	2023 年
地区生产总值（亿元）	210.00	252.42	242.45
地区生产总值增速（%）	18.0	4.3	0.5
工业增加值（亿元）	174.35	151.00	186.54
其中：规模以上工业增加值	155.00	126.00	175.41
工业生产性投入（亿元）	70.39	70.39	68.41

<sup>5</sup>税收比率=税收收入/一般公共预算收入\*100%。

<sup>6</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>7</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）。

指标	2021 年	2022 年	2023 年
企业实缴税金（亿元）	42.00	42.90	43.32
固定资产投资（亿元）	111.53	111.62	116.48
其中：工业投资	70.39	70.39	68.41
进出口（亿美元）	--	51.10	306.33 亿元（人民币）
其中：出口（亿美元）	23.29	30.04	213.62 亿元（人民币）

注：根据桐乡工投提供的资料整理

## 2. 业务运营

### （1）业务地位

跟踪期内，该公司仍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，业务地位重要。

### （2）经营规模

跟踪期内，该公司以桐乡经开区开发投入、应收类款项及园区经营性物业资产为主的资产规模保持增长态势，营业收入仍主要来自受桐乡经济开发区管理委员会（简称“经开区管委会”）委托从事园区开发形成的代建收入。2023 年公司实现营业收入 7.98 亿元，同比下降 11.89%；其中一级土地开发和委托代建业务收入合计 4.59 亿元，同比小幅减少 0.19 亿元，占营业收入的 57.49%，仍是公司营业收入的重要来源；以退低进高和房屋出租等为主的其他业务收入同比小幅减少 0.38 亿元至 2.02 亿元，占营业收入的比重为 25.32%，对公司营业收入形成补充。此外，受市场因素影响，2023 年以新能源汽车配件销售收入为主的商务服务业务收入同比减少 0.49 亿元至 1.37 亿元。因该项业务经营主体股权转让，自 2024 年起公司不再开展新能源汽车配件销售业务，对收入体量形成一定负面影响，但该业务盈利性低，对公司毛利影响有限。2024 年第一季度，公司实现营业收入 0.24 亿元，收入规模偏小，主要系代建项目未结算所致。

2023 年及 2024 年第一季度，该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分别为 5.54 亿元和 1.22 亿元，截至 2024 年 3 月末，公司尚未收回的项目回购款为 2.66 亿元，款项回收进度主要受桐乡经开区土地出让情况影响。

图表 5. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元，%）

项目	2021 年（末）		2022 年（末）		2023 年（末）	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
<b>总资产</b>	<b>113.56</b>	<b>—</b>	<b>128.37</b>	<b>—</b>	<b>148.29</b>	<b>—</b>
<b>营业收入</b>	<b>6.83</b>	<b>100.00</b>	<b>9.05</b>	<b>100.00</b>	<b>7.98</b>	<b>100.00</b>
其中：一级土地开发业务	2.42	35.43	2.59	28.60	2.42	30.32
委托代建业务	1.97	28.77	2.19	24.24	2.17	27.17
商贸服务业务	1.68	24.56	1.86	20.60	1.37	17.19
其他业务	0.77	11.24	2.40	26.57	2.02	25.32

注：根据桐乡工投提供的数据整理

#### 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 2024 年 3 月末，公司累计已投入 60.18 亿元，共完成 12581.97 亩的一级土地开发，已完成开发尚未交付的地块面积为 9106.93 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。

2023 年，该公司投入 8.44 亿元用于一级土地开发<sup>8</sup>，当年交付土地 579.12 亩至经开区管委会，确认收入 2.42 亿

<sup>8</sup>该统计口径包括尚未支付、但已审定的开发成本。

元，毛利率稳定在 4.76%。截至 2024 年 3 月末，公司主要进行的一级土地开发项目的计划总投资额为 68.36 亿元，已投资 32.84 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 7.03 亿元，2024 年 4-12 月、2025 年和 2026 年计划投资额分别为 1.50 亿元、2.60 亿元和 2.00 亿元；2023 年公司新增新能源汽车产业园项目，规划开发土地面积 1208.00 亩，拟对区域内的农户及企业进行收购并进行安置，收购及安置工作完成后，将对区域范围内进行土地平整及道路、绿化等基础设施建设，并建设新能源汽车产业园，其中房屋收购及土整部分拟采用代建模式，涉及总投资 8.36 亿元，累计已投资 3.57 亿元。此外，公司暂无拟整理土地项目。

图表 6. 截至 2024 年 3 月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>9</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	7.03	2369.74
城市有机更新一期	15.00	483.49	7.05	75.74
新能源汽车产业园	8.36	1208.00	3.57	—
<b>合计</b>	<b>68.36</b>	<b>23827.98</b>	<b>32.84</b>	<b>12581.97</b>

注：根据桐乡工投提供的资料整理

## 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区<sup>10</sup>（简称“桐乡经开”）及其下属子公司金开实业。实际操作中，公司待项目竣工决算后，按照实际投资额结转营业成本、按照实际投资金额加成 5% 确认收入。2023 年，公司委托代建业务收入及业务毛利率分别为 2.17 亿元、4.31%，同比基本持平。截至 2024 年 3 月末，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 18.61 亿元，累计确认收入 14.42 亿元。

截至 2024 年 3 月末，该公司正在从事文华南路（洲甸公路-长新路）、人民路（北日晖桥-高新二路）道路工程、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 4.20 亿元，累计已投入 0.97 亿元。此外，公司重点拟建代建工程项目主要包括迎宾安置小区等，计划投资额合计为 3.97 亿元。

图表 7. 截至 2024 年 3 月末公司主要在在建代建工程情况<sup>11</sup>（单位：亿元）

项目	计划总投资 <sup>12</sup>	已投资额
文华南路（洲甸公路-长新路）	0.92	0.31
人民路（北日晖桥-高新二路）道路工程	0.91	0.03
史桥新社区 5 区基础配套工程	0.83	0.17
史桥新社区 13 区基础配套工程	0.82	0.17
人民路（高新二路-八字桥）道路工程	0.72	0.29
<b>合计</b>	<b>4.20</b>	<b>0.97</b>

注：根据桐乡工投提供的资料整理

## C. 商贸服务业务

该公司商贸服务业务主要由公司原下属子公司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

<sup>9</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>10</sup>原名为桐乡市经济技术开发区总公司，2020 年 8 月更为现名，股东为桐乡市财政局。

<sup>11</sup>以下项目投资额仅为工程款部分，不包含征迁投入。

<sup>12</sup>使用企业最新提供数据。

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（简称“合众新能源”），其中供应商主要包括安徽舟之航电池有限公司、天津市捷威动力工业有限公司、湖北亿纬动力有限公司等，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。2023 年，公司实现商贸服务业务收入 1.37 亿元，均为新能源汽车配件销售收入；同期业务毛利率为 1.96%；截至 2023 年末，公司应收合众新能源账款 67.93 万元。2024 年因公司将经开新材料公司 51% 股权有偿转让给金开实业，相应剥离该项商贸服务业务。

#### 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。2023 年，公司其他业务收入为 2.02 亿元，主要包括管网收入、安置房经营收入、房产出租收入及资产转让收入等。

##### 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（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出售，截至 2024 年 3 月末，畅达现代管网建设（含在建和已完工）累计已投入 2.01 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。2023 年及 2024 年第一季度，双方结算的污水处理量分别为 1181.18 万立方米和 737.86 万立方米；同期，畅达现代分别确认收入 118.12 万元和 73.79 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。2023 年，公司确认安置房置换收入 319.02 万元，毛利率为 -40.09%，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。近期公司主要完工安置房项目包括康和家园安置房、新材料产业园安置房一期及二期等，累计已投资 1.74 亿元，后续主要通过定向安置方式收回前期投入，亏损部分由政府弥补。截至目前，公司暂无在建和拟建安置房项目。

##### 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。2023 年公司新增完工可供出租房产项目智能视觉物联网厂房、发展大道标准厂房和 2 幢办公楼，累计已投资 4.79 亿元。截至 2024 年 3 月末，公司共拥有自建的标准厂房 15 幢、人才公寓 6 幢，面积分别为 18.29 万平方米和 3.28 万平方米；另有桐乡经开无偿划拨至子公司畅达现代的 9 幢标准厂房，面积合计 4.87 万平方米；此外，公司外购 6 幢标准厂房用于对外出租，面积合计 2.60 万平方米。公司另持有 13.52 万平方米自建的办公楼对外出租。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。2023 年，公司确认租赁收入 0.53 亿元（含其他业务中经营租赁收入），同比增加 0.13 亿元；同期业务毛利率为 84.39%，同比基本持平。

该公司上述可供出租的资产由公司统一对外出租，截至 2024 年 3 月末，厂房出租率为 78%，人才公寓出租率为 95%，办公楼出租率为 60%。近期公司新增新能源汽车产业园有机更新项目、东风家苑人才公寓、智能制造创新中心等三个拟建房产项目，园区载体建设任务加重。截至 2024 年 3 月末公司主要在建及拟建房产项目总投资合计 39.74 亿元，累计已投资 5.18 亿元。其中新能源汽车产业园有机更新项目分为区域企业及居民收购、项目区域基础设施建设以及新能源汽车产业园建设三项工程，其中产业园建设工程涉及总投资 21.32 亿元，园区用地面积 900.67 亩，全部为工业用地，总建筑面积（计容面积）87.92 万平方米，计划建设服务于新能源汽车行业企业的标准厂房等，后续收入来源主要来自厂房出租收入。

图表 8. 截至 2024 年 3 月末公司在建及拟建房产项目情况（单位：亿元）

房产项目	计划投资额	累计已投入
数字小镇 C 区项目	5.62	2.83
视觉物联创新中心园二期	3.97	2.35

房产项目	计划投资额	累计已投入
新能源汽车产业园有机更新项目-产业园建设工程	21.32	0.00
东风家苑人才公寓	3.90	0.00
智能制造创新中心	4.93	0.00
合计	39.74	5.18

注：根据桐乡工投提供的资料整理

此外，本两期跟踪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 2024 年 3 月末已完成投资 10.61 亿元，已完工转入投资性房地产科目核算。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；截至 2024 年 3 月末，该项目已出租面积为 10.90 万平方米，2023 年和 2024 年第一季度分别实现租金收入 0.19 亿元和 0.05 亿元，其中 2023 年收入同比下降 0.10 亿元，主要系出租率下降所致。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入新进企业。2023 年，公司实现退低进高业务收入 1.31 亿元，同比增加 0.22 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 0.66%，盈利性仍低。

## 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，盈利实现仍高度依赖政府补助。因园区开发建设资金需求，公司债务规模及财务杠杆继续上升，但债务期限结构尚属合理，即期债务偿付压力可控。公司资产仍以园区开发投入、应收类款项及经营性物业资产为主，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. 财务杠杆

跟踪期内，因园区开发资金需求，该公司以刚性债务为主的负债规模持续扩张，财务杠杆同步上升。2023 年末和 2024 年 3 月末公司负债总额分别为 83.78 亿元和 106.67 亿元，较 2022 年末分别增长 21.42% 和 54.59%；同期末资产负债率分别较 2022 年末上升 2.75 个和 8.43 个百分点至 56.50% 和 62.18%。

#### (1) 资产

主要因债务性融资支持，该公司资产规模保持增长，仍以园区土整及基建投入、应收类款项及园区经营性物业资产等为主。2023 年末资产总额为 148.29 亿元，较上年末增长 15.52%。其中，流动资产余额为 114.22 亿元，较上年末增长 16.73%，主要由货币资金、其他应收款<sup>13</sup>和存货构成，三者占流动资产的比重分别为 10.55%、28.43% 和 55.43%。其中，年末货币资金余额为 12.04 亿元，较上年末下降 10.10%，无受限资金；其他应收款余额为 32.47 亿元，较上年末增长 21.55%，仍主要为与桐乡经开区内展业国企的往来款，增量主要为与原下属子公司经开新材料公司往来款 4.16 亿元，存量仍主要为应收桐乡经开及其下属企业金开实业往来款合计 23.88 亿元，另应收经开区管委会的款项余额为 1.16 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 63.31 亿元，较上年末增长 22.91%，其中土地开发余额、委托代建余额分别为 38.07 亿元、12.07 亿元，分别较上年末增加 5.37 亿元、2.42 亿元，另新增有机更新项目开发成本 6.44 亿元。此外，期末公司应收账款余额为 4.94 亿元，较上年末下降 4.99%，主要为应收经开区管委会土地款 3.86 亿元、应收金开实业代建项目结算款 1.01 亿元等。

2023 年末，该公司非流动资产余额为 34.07 亿元，较上年末增长 11.65%，主要由投资性房地产、在建工程和其他非流动资产构成。其中投资性房地产余额为 21.21 亿元，均以公允价值计量，较上年末增长 32.93%，主要系

<sup>13</sup>不含应收股利和应收利息，下同。

自建厂房及商务楼等完工转入所致；在建工程余额为 6.57 亿元，较上年末下降 14.13%，主要系部分项目完工转入投资性房地产所致，存量主要包括园区载体项目数字小镇 C 区项目、视觉物联创新中心园二期等投入；其他非流动资产余额为 4.72 亿元，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（简称“桐乡经开物业”）区域基建及土地开发项目合作开发款 4.16 亿元和 0.09 亿元，以及对桐乡市金开航空产业投资合伙企业（有限合伙）的投资款项 0.48 亿元，较上年末下降 15.80%，主要系收回部分与桐乡经开物业合作的开发款所致。此外，期末其他权益工具投资余额为 0.20 亿元，较上年末下降 55.21%，主要系原下属子公司经开新材料公司持有的桐乡晟华华新股权投资基金合伙企业（有限合伙）的投资（0.24 亿元）出表所致。

2024 年 3 月末，该公司资产总额较 2023 年末增长 15.69%至 171.55 亿元，其中，货币资金较 2023 年末增长 39.47%至 16.80 亿元；应收账款较 2023 年末下降 37.38%至 3.09 亿元，主要系收回部分代建项目结算款，存量主要为应收经开区管委会土地款 3.02 亿元；其他应收款较 2023 年末增长 38.99%至 45.14 亿元，主要系与金开实业的往来款增多所致；存货较 2023 年末增长 9.50%至 69.32 亿元，主要为土地开发余额 38.07 亿元和委托代建余额 12.07 亿元；除此之外，其他主要资产构成较 2023 年末无显著变化。

截至 2024 年 3 月末，该公司受限资产余额为 8.54 亿元，主要为因借款抵押受限的无形资产 0.67 亿元和投资性房地产 7.88 亿元；除此之外，公司无其他资产受限情况。

图表 9. 截至 2024 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
投资性房地产	7.88	37.13	抵押借款
无形资产	0.67	99.70	抵押借款
合计	8.54	—	—

注：根据桐乡工投所提供的数据整理、绘制

## （2）所有者权益

跟踪期内，该公司获得财政专项债资金转资本公积及政府补贴支持，净资产得以扩充。2023 年末及 2024 年 3 月末，公司所有者权益分别为 64.51 亿元和 64.88 亿元，较 2022 年末分别增长 8.66%和 9.30%，主要由实收资本和资本公积构成。同期末，实收资本和资本公积分别均为 10.00 亿元和 40.36 亿元，其中 2023 年末资本公积较上年末增长 9.43%，主要系财政专项债资金（3.01 亿元）转资本公积所致。2023 年末及 2024 年 3 月末，公司资本公积和实收资本合计占所有者权益比重分别为 78.07%和 77.61%，资本结构稳定性较好；此外，同期末，未分配利润分别为 11.00 亿元和 11.38 亿元，其中 2023 年末较 2022 年末增长 11.74%，利润增长主要来自政府补贴。

## （3）负债

从债务期限结构来看，主要因短债及与关联方往来款增加，跟踪期内该公司流动负债占比有所提升，2023 年末及 2024 年 3 月末，公司长短期债务分别比为 290.60%和 225.08%，分别较 2022 年末下降 115.89 个和 181.42 个百分点，债务期限结构保持合理。从具体构成看，公司负债仍主要由刚性债务和其他应付款构成。刚性债务方面，2023 年末及 2024 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 78.95 亿元和 90.39 亿元，占负债总额的比重分别为 94.24%和 84.74%，较 2022 年末分别增长 22.72%和 40.49%，其中 2023 年增量主要为长期保证借款，2024 年第一季度增量主要为自长期借款及新增向浦银金融租赁股份有限公司借款 4.09 亿元（计入长期应付款）。从融资期限结构看，公司债务仍以中长期借款为主，2023 年末及 2024 年 3 月末短期刚性债务余额分别为 17.61 亿元、18.16 亿元，分别占期末刚性债务总额的 22.30%、20.10%；同期末短期刚性债务现金覆盖率分别为 68.41%、92.50%，即期偿付压力可控。从融资构成看，公司主要通过银行借款及发行债券举债，2024 年 3 月末两者余额分别为 73.30 亿元和 12.09 亿元，其中银行借款主要为保证借款和抵押借款，担保方主要为股东桐乡国投、桐乡经开及集团内互保等，抵押物主要为土地使用权，银行借款利率主要在 3.45%-5.80%区间；债券融资方面，2024 年 5 月公司新发低息 PPN 置换到期债项，截至 2024 年 6 月 17 日，公司存续待偿债券本金余额为 10.80 亿元，存续债券发行利率低于 5.5%，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；非标融资方面，2024 年第一季度公司新增融资租赁借款 4.09 亿元，合同年利率为 4.8%。

图表 10. 公司存续债券概况（单位：亿元、年和%）

债项名称	发行金额	债券余额	期限	发行利率	发行时间
24 桐乡工投 PPN001	6.00	6.00	5（3+2）	2.41	2024-05-24
PR 桐工 01	7.00	2.80	7	5.38	2019-03-14
PR 桐工 02	5.00	2.00	7	5.16	2019-05-24
合计	18.00	10.80	—	—	—

注：根据 Wind 整理、绘制（截至 2024 年 6 月 17 日）

2023 年末及 2024 年 3 月末该公司其他应付款余额分别为 3.15 亿元、13.72 亿元，分别占负债总额的 3.76%、12.86%，分别较上年末增长 131.39%、335.39%，其中 2023 年增量主要来自应付原下属子公司经开新材料公司往来款 2.47 亿元，2024 年第一季度主要新增应付股东桐乡国投及其下属子公司往来借款合计 10.50 亿元。

## 2. 偿债能力

### （1）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。2023 年及 2024 年第一季度公司营业收入现金率分别为 108.89%和 756.48%，2024 年第一季度处高位主要系收回部分前期结算的代建款所致；同期，公司经营活动产生的现金流净额分别为-10.80 亿元和 0.09 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外购资产和计入“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，2023 年及 2024 年第一季度，公司投资活动产生的现金净流出量分别为 3.68 亿元和 7.23 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，2023 年及 2024 年第一季度筹资活动产生的现金流量净额为 13.13 亿元和 11.89 亿元，主要来自金融机构借款等方式筹得的资金。

### （2）盈利

跟踪期内，2023 年该公司实现营业收入 7.98 亿元，同比下降 11.89%，主要系以新能源汽车配件销售为主的商务服务业务收入减少所致。主要受租赁业务毛利增长影响，公司营业毛利同比增加 0.18 亿元至 0.72 亿元，综合毛利率较上年提升 3.11 个百分点至 9.04%。从具体业务看，租赁业务是公司毛利的最主要来源，其毛利贡献率为 58.08%；一级土地开发和委托代建业务盈利空间相对固定，2023 年毛利贡献度合计为 28.92%；此外，商贸服务业务盈利空间窄，当年毛利贡献度为 3.73%。2024 年第一季度，公司实现营业收入 0.24 亿元，主要来自房产租金收入，营业毛利 0.15 亿元，综合毛利率为 63.68%。

该公司期间费用主要由管理费用及财务费用构成，2023 年及 2024 年第一季度公司期间费用分别为 0.63 亿元和 0.06 亿元，期间费用率分别为 7.85%和 25.43%，对利润形成一定侵蚀。跟踪期内，公司盈利对政府补助的依赖度仍高，2023 年及 2024 年第一季度，公司分别获得政府补助 1.21 亿元和 0.30 亿元，同年分别实现净利润 1.28 亿元和 0.38 亿元，其中 2023 年同比下降 7.13%，利润主要来自政府补助。

### （3）偿债能力

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，主要随费用化利息支出增加而有所增长，2023 年为 1.92 亿元，公司 EBITDA 对其利息支出的保障程度一般。2023 年及 2024 年第一季度，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债务性资金的依赖仍大。

图表 11. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
EBITDA/利息支出(倍)	0.46	0.65	0.56	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.03	0.03	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	8.69	-47.73	-61.60	—

指标名称	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	1.98	-11.07	-15.08	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-29.45	-69.45	-82.59	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-6.70	-16.10	-20.22	—
流动比率 (%)	668.50	718.28	532.51	415.31
现金比率 (%)	86.54	98.34	56.15	51.20
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	120.95	121.50	68.41	92.50

注：根据桐乡工投提供的数据计算、绘制

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，2023 年末及 2024 年 3 月末流动比率分别为 532.51% 和 415.31%，速动比率分别为 233.93% 和 200.93%。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表现。2023 年末及 2024 年 3 月末，现金比率分别为 56.15% 和 51.20%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 68.41% 和 92.50%，考虑到外部融资渠道尚且通畅，债务周转压力总体可控。

跟踪期内，该公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2024 年 3 月末，公司合并口径获得的银行授信额度为 120.00 亿元，尚未使用的授信额度为 45.21 亿元。

## 调整因素

### 1. ESG 因素

跟踪期内，该公司股东的名称及股权结构发生变更，公司股权层级相应下降，但实际控制人未发生变动。根据《桐乡市财政局关于同意组建桐乡市国有资本控股集团有限公司的批复》（桐财发[2024]56 号）文件，同意组建桐乡市国有资本控股集团有限公司（简称“桐乡国控”），将桐乡国投 100% 股权无偿划转至桐乡国控。2024 年 4 月，桐乡国投的控股股东由桐乡市财政局变更为桐乡市财政局下属桐乡国控，实际控制人仍为桐乡市财政局。截至目前，公司控股股东仍为桐乡国投，实际控制人仍为桐乡市财政局；此外，公司高管人员、管理制度及机构设置等方面均未发生重大变化。

### 2. 表外因素

截至 2024 年 3 月末，该公司对外担保余额为 5.50 亿元，担保比率为 8.48%，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 2024 年 3 月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	桐乡市崇福公益事业投资开发有限公司	1.34	2017.3.16	2025.3.16
桐乡工投	经开新材料公司	0.90	2023.3.28	2026.3.25
		0.80	2024.3.27	2024.9.26
	金开实业	0.80	2024.3.26	2025.3.21
		0.66	2023.6.20	2026.6.20
		1.00	2023.8.30	2024.8.29
--	合计	5.50	--	--

注：根据桐乡工投所提供的数据整理、绘制

### 3. 业务持续性

该公司主要业务包括桐乡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，以及安置房建设和

经营、代收水电费、房产出租等其他业务，跟踪期内因子公司股权转让，相应剥离商务服务业务，但公司园区开发业务地位保持，未发现公司存在核心业务持续性明显减弱的迹象。

#### 4. 其他因素

根据股东桐乡国投、该公司提供的本部、子公司桐乡市高新实业有限公司和桐乡市乌镇互联网产业园投资开发有限公司 2024 年 5 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 2024 年 6 月 16 日查询国家企业信用信息公示系统、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。

### 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。2023 年及 2024 年第一季度，公司分别收到政府补贴 1.21 亿元和 0.30 亿元；2023 年，公司获得的财政专项债资金转入资本公积增加 3.01 亿元。此外，公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2024 年 3 月末，公司合并口径获得的银行授信额度为 120.00 亿元，尚未使用的授信额度为 45.21 亿元。

### 附带特定条款的债项跟踪分析

#### 1. 外部担保

本两期债券由该公司股东桐乡国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。

桐乡国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。近年桐乡国投营业收入保持增长，其中经营性业务收入整体呈增长态势，业务稳定性总体较强。桐乡国投在建及拟建项目较多，后续资金投入需求较大，面临一定投融资压力；土地整理和工程代建项目的资金回笼受结算进度影响，面临一定的资金回收压力；房地产及自营项目需关注后续去化和运营状况。

近年来桐乡国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。桐乡国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。

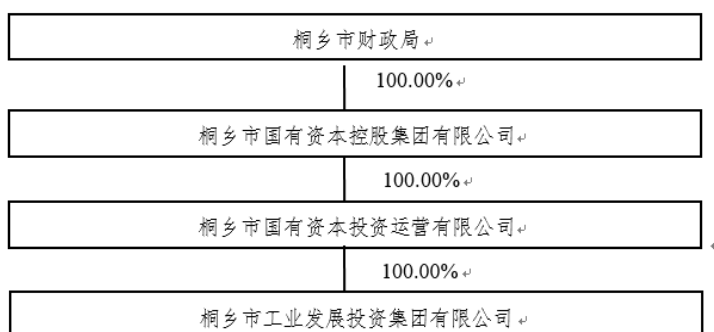
整体来看，跟踪期内，桐乡国投经营状况良好，其为本期债券的担保仍然有效。

### 跟踪评级结论

综上，本评级机构维持桐乡工投主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，本次跟踪债券信用等级均为 AA<sup>+</sup>。

附录一：

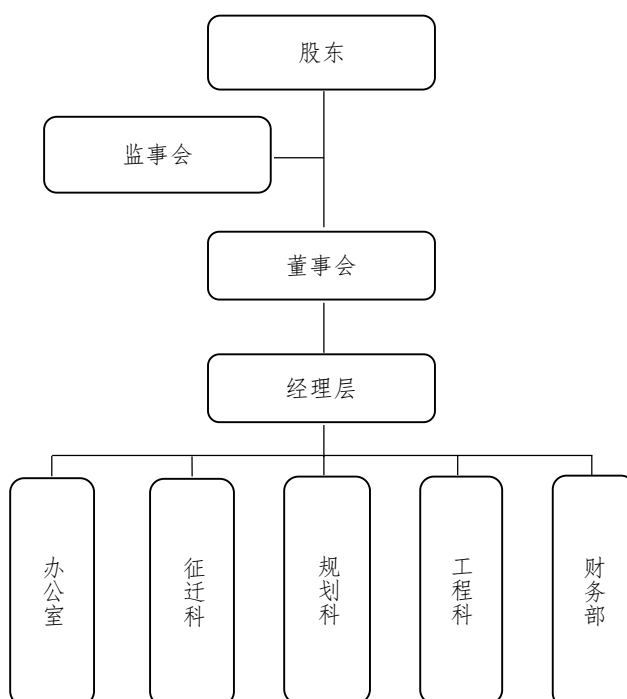
## 公司与实际控制人关系图



注：根据桐乡工投提供的资料整理绘制（截至 2024 年 5 月末）

附录二：

## 公司组织结构图



注：根据桐乡工投提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）

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	2023 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
				总资产	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
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	97.48	54.69	0.21	1.26	1.21	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	40.44	9.48	4.49	0.04	-0.27	合并口径，下同
桐乡市畅达现代服务业综合开发有限公司	畅达现代	100.00	管网建设、自有房屋租赁	35.86	13.44	1.64	0.02	-8.49	—

注：根据桐乡工投提供的资料整理

附录四：

## 同类企业比较表

企业名称（全称）	2023 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（亿元）
江山市城市建设投资集团有限公司	194.03	79.04	59.26	13.64	1.04	-26.47
慈溪市新城河建设投资有限公司	150.46	47.03	68.74	5.12	0.98	1.86
嘉兴市嘉南投资发展有限公司	106.19	46.06	56.63	3.92	0.85	-13.29
桐乡市工业发展投资集团有限公司	148.29	64.51	56.50	7.98	1.28	-10.80

注：根据 Wind 资料整理

附录五：

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]	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
资产总额[亿元]	113.56	128.37	148.29	171.55
货币资金[亿元]	11.35	13.40	12.04	16.80
刚性债务[亿元]	50.98	64.34	78.95	90.39
所有者权益[亿元]	49.52	59.37	64.51	64.88
营业收入[亿元]	6.83	9.05	7.98	0.24
净利润[亿元]	1.25	1.38	1.28	0.38
EBITDA[亿元]	1.78	1.86	1.92	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.91	-6.38	-10.80	0.09
投资性现金净流入量[亿元]	-3.99	-2.90	-3.68	-7.23
资产负债率[%]	56.39	53.75	56.50	62.18
长短期债务比[%]	388.42	406.49	290.60	225.08
权益资本与刚性债务比率[%]	97.13	92.27	81.71	71.78
流动比率[%]	668.50	718.28	532.51	415.31
速动比率[%]	330.40	335.82	233.93	200.93
现金比率[%]	86.54	98.34	56.15	51.20
短期刚性债务现金覆盖率[%]	120.95	121.50	68.41	92.50
利息保障倍数[倍]	0.43	0.61	0.53	—
有形净值债务率[%]	131.70	117.69	131.42	166.36
担保比率[%]	11.17	6.78	6.42	8.48
毛利率[%]	3.34	5.93	9.04	63.68
营业利润率[%]	20.76	16.22	17.72	154.42
总资产报酬率[%]	1.55	1.43	1.33	—
净资产收益率[%]	2.56	2.53	2.07	—
净资产收益率*[%]	2.56	2.53	2.07	—
营业收入现金率[%]	76.59	89.45	108.89	756.48
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.69	-47.73	-61.60	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	1.98	-11.07	-15.08	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-29.45	-69.45	-82.59	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-6.70	-16.10	-20.22	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.46	0.65	0.56	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.03	—

注：表中数据依据桐乡工投经审计的 2021~2023 年度及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

## 附录六：

## 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)	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
资产总额[亿元]	988.46	1,413.25	1,766.95	1,906.03
货币资金[亿元]	105.86	74.54	125.32	172.23
刚性债务[亿元]	468.70	646.25	895.93	1,020.94
所有者权益[亿元]	367.09	593.29	663.73	665.99
营业收入[亿元]	59.15	67.44	81.27	9.63
净利润[亿元]	8.13	6.71	5.64	-1.79
EBITDA[亿元]	15.32	19.07	23.52	—
经营性现金净流入量[亿元]	-5.60	-76.35	-97.20	-40.21
投资性现金净流入量[亿元]	-69.44	-122.75	-135.23	-34.75
资产负债率[%]	62.86	58.02	62.44	65.06
长短期债务比[%]	216.83	186.88	234.46	296.04
权益资本与刚性债务比率[%]	78.32	91.81	74.08	65.23
流动比率[%]	290.57	291.55	297.00	348.48
速动比率[%]	126.94	103.67	113.77	144.48
现金比率[%]	53.98	26.18	37.99	55.01
短期刚性债务现金覆盖率[%]	92.44	39.85	51.60	76.83
利息保障倍数[倍]	0.63	0.58	0.54	—
有形净值债务率[%]	184.98	147.31	179.93	202.05
担保比率[%]	15.56	9.95	9.95	10.03
毛利率[%]	12.51	12.76	18.19	15.68
营业利润率[%]	15.49	11.70	10.06	-18.24
总资产报酬率[%]	1.34	1.24	1.17	—
净资产收益率[%]	2.23	1.40	0.90	—
净资产收益率*[%]	2.22	1.46	0.93	—
营业收入现金率[%]	104.76	97.48	81.50	132.08
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.19	-31.68	-31.58	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-1.32	-13.70	-12.61	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-42.72	-82.62	-75.51	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-17.67	-35.71	-30.14	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.77	0.75	0.68	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.03	—

注：表中数据依据桐乡国投经审计的 2021-2023 年度及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、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%

指标名称	计算公式
短期刚性债务现金覆盖率(%)	$(\text{期末货币资金余额} + \text{期末交易性金融资产余额} + \text{期末应收银行承兑汇票余额}) / \text{期末短期刚性债务余额} \times 100\%$
利息保障倍数(倍)	$(\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息支出})$
有形净值债务率(%)	$\text{期末负债合计} / (\text{期末所有者权益合计} - \text{期末无形资产余额} - \text{期末商誉余额} - \text{期末长期待摊费用余额} - \text{期末待摊费用余额}) \times 100\%$
担保比率(%)	$\text{期末未清担保余额} / \text{期末所有者权益合计} \times 100\%$
毛利率(%)	$1 - \text{报告期营业成本} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
营业利润率(%)	$\text{报告期营业利润} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
总资产报酬率(%)	$(\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / [(\text{期初资产总计} + \text{期末资产总计}) / 2] \times 100\%$
净资产收益率(%)	$\text{报告期净利润} / [(\text{期初所有者权益合计} + \text{期末所有者权益合计}) / 2] \times 100\%$
营业收入现金率(%)	$\text{报告期销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	$\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	$\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初刚性债务合计} + \text{期末刚性债务合计}) / 2] \times 100\%$
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初刚性债务合计} + \text{期末刚性债务合计}) / 2] \times 100\%$
EBITDA/利息支出[倍]	$\text{报告期 EBITDA} / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息})$
EBITDA/刚性债务[倍]	$\text{EBITDA} / [(\text{期初刚性债务余额} + \text{期末刚性债务余额}) / 2]$

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

附录七：

## 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。

附录八：

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	张雪宣、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023年6月29日	AA/稳定	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2022） 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）	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年6月28日	AA/稳定	吴梦琦、陆奕璇	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	--
PR 桐工 01	历史首次评级	2018年9月6日	AA <sup>+</sup>	张雪宣、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023年6月29日	AA <sup>+</sup>	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2022） 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）	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年6月28日	AA <sup>+</sup>	吴梦琦、陆奕璇	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	--
PR 桐工 02	历史首次评级	2019年5月15日	AA <sup>+</sup>	张雪宣、李娟	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023年6月29日	AA <sup>+</sup>	陆奕璇、吴梦琦	新世纪评级方法总论（2022） 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）	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年6月28日	AA <sup>+</sup>	吴梦琦、陆奕璇	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	--

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。

