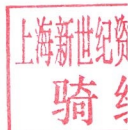




内部编号: 2025060589



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 wmq@shxsj.com
项目组成员: 龚春云 龚春云 gcy@shxsj.com
评级总监: 鞠海龙 鞠海龙

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



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（2025）100478】

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+/2025 年 6 月 27 日	AA/稳定/AA+/2025 年 6 月 27 日
前次跟踪：	AA/稳定/AA+/2024 年 6 月 28 日	AA/稳定/AA+/2024 年 6 月 28 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。桐乡市为浙江省首批工业强市，综合实力保持嘉兴市内及全国百强县市前列。桐乡经开区承担着桐乡市招商引资的主要职责，在桐乡市内保持一定经济地位，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，因园区开发建设及外部占款等资金需求，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，面临一定投融资及资金平衡压力。
- 资金回收压力。桐乡工投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，跟踪期内，出于园区招商引资需求等，公司对外拆出资金规模持续增大，面临一定资金回收压力。
- 或有负债风险。跟踪期内，桐乡工投新增对濮院镇国企较大额担保，存在一定或有负债风险。

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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
发行人母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	4.53	4.83	2.21	4.73
刚性债务（亿元）	33.86	35.21	40.85	46.00
所有者权益（亿元）	50.65	54.69	56.98	56.98
经营性现金净流入量（亿元）	3.58	1.21	-4.11	0.64
发行人合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	128.37	148.29	169.85	183.00
总负债（亿元）	69.00	83.78	103.17	116.32
刚性债务（亿元）	64.34	78.95	95.99	108.72
所有者权益（亿元）	59.37	64.51	66.68	66.68
营业收入（亿元）	9.05	7.98	7.34	0.23

主要财务数据及指标				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
净利润（亿元）	1.38	1.28	0.69	0.003
经营性现金净流入量（亿元）	-6.38	-10.80	-12.54	-3.12
EBITDA（亿元）	1.86	1.92	1.73	—
资产负债率[%]	53.75	56.50	60.74	63.56
权益资本/刚性债务[%]	92.27	81.71	69.46	61.34
长短期债务比[%]	406.49	290.60	386.58	293.91
短期刚性债务现金覆盖率[%]	121.50	68.41	49.10	66.40
EBITDA/利息支出[倍]	0.65	0.56	0.46	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.02	—
担保人合并口径数据及指标:				
所有者权益[亿元]	593.29	663.73	657.29	656.44
权益资本与刚性债务余额比率[%]	91.81	74.08	73.66	62.72
担保比率[%]	9.95	9.95	9.30	43.69

注：发行人数据根据桐乡工投经审计的 2022-2024 年及未经审计的 2025 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 2022-2024 年及未经审计的 2025 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		4
	初始信用级别		a ⁺
	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		a ⁺
外部支持	支持因素	+2	
主体信用级别			AA

调整因素：(0)

无

支持因素：(+2)

- ① 该公司是桐乡经开区重要的开发建设主体，主要负责桐乡经开区范围内的四个功能产业区的开发建设，主业开展对完善园区配套设施建设发挥重要作用。
- ② 该公司控股股东和实际控制人分别为桐乡国投和桐乡市财政局，可获政府及股东增资、资产划转、财政补贴等方面支持。

注：

个体信用级别：受财务杠杆升高、2024 年净利润下滑、现金类资产对即期债务保障程度有所下降等因素影响，该公司个体信用级别由 aa⁺调整至 a⁺。

外部支持：外部支持提升子级为在该公司个体信用级别基础上实际使用的外部支持力度。

担保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		2
	财务风险		4
	初始信用级别		aa ⁻
	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 ⁻
外部支持	支持因素	+2	
主体信用级别			AA ⁺ _{pi}

调整因素：(0)

无

支持因素：(+2)

- ① 桐乡国投是桐乡市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，其基础设施建设及水务业务具备区域专营优势，业务地位突出。
- ② 桐乡国投控股股东为桐乡国控，实际控制人为桐乡市财政局，可获政府资金拨付及股权注入等支持。

注：经本评级机构 2024 年 12 月 27 日信用评审委员会评定，桐乡国投信用等级为 AA⁺_{pi} 级，评级展望为稳定。

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 2024 年财务报表、未经审计的 2025 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”，发行及最新票面利率分别为 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%，截至 2025 年 5 月末，该两期债券待偿本金余额分别为 1.40 亿元和 1.00 亿元。该两期债券均由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 2025 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 2024 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。

跟踪期内，该公司合并范围未发生变动。截至 2025 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（高桥街道）承担着桐乡市招商引资的主要职责，目前已形成特色优势产业和新兴产业并驾齐驱的发展格局，在桐乡市内保持一定经济地位。跟踪期内，桐乡经开区（高桥街道）招商引资持续推进，经济保持增长，但受招引企业合众新能源陷入财务危机、桐乡工厂停产等影响，园区汽车制造业运行承压，经济增速持续处低位。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较重，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

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动因“滞”和“涨”的不确定而趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，而价格水平依然低位徘徊，微观主体对经济的“体感”有待提升。工业和服务业生产活动在内需改善和“抢出口”带动下有所走强，信息传输、软件和信息技术服务，租赁和商务

服务，以及通用设备，电气机械和器材，计算机、通信和其他电子设备，汽车，化工产业链下游等制造行业表现相对突出。有以旧换新补贴的消费品增长较快，其余无政策支持的可选消费仍普遍偏弱，消费离全面回升尚有差距；大规模设备更新和“两重”建设发力，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩。出口保持韧性，关税政策的影响或逐步显现，对美国市场依赖度较高的行业存在市场转移压力。

在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化我国对外贸易区域结构；对内加大政策支持力度，建设全国统一大市场，全方位扩内需，培育壮大新质生产力，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期内，加紧实施更加积极有为的宏观政策对冲外部不利影响。央行采取适度宽松的货币政策，择机降准降息，创设新的结构性货币政策工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等；财政政策更加积极，地方政府债和超长期特别国债加快发行和资金使用，充分发挥财政资金的带动作用。

转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，而国际贸易形势变化会加深需求相对供给不足的矛盾，但在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定；加力扩围实施“两新”政策以及大力提振消费，有利于消费增速回升和制造业投资维持相对较快水平；房地产投资降幅收窄，城市更新改造、新型城镇基础设施建设及“两重”建设力度提升将带动基建投资增速逐渐企稳；因关税问题，出口面临的不确定性增加，也会给部分产业带来压力。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。2023 年 7 月，中央提出制定实施一揽子化债方案，地方政府特殊再融资债券和金融资源债成为相对主要的化债方式。2024 年 11 月，近年来最大力度化债举措出台，主要体现为较大规模增加地方政府专项债务限额以置换存量隐性债务，并强调化债与发展并举，将有益于缓解地方财政及城投企业的化债压力。总体来看，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，政策端为债务周转仍留有空间。

2024 年，受益于一揽子化债政策，城投企业债券发行成本显著下降，期限结构优化，但在房地两市走弱，地方财政承压的背景下，城投企业非标债务负面舆情仍有发生，区域分化仍存。2025 年，在稳增长、防风险和促发展的政策基调下，随着更加积极有为的宏观政策实施，城投企业外部环境有望改善，且在化债求稳的政策意图下，短期内城投企业债务周转的安全性预期得到加强。同时，地方政府隐性债务严监管仍将延续，城投债发行审核或依旧严格，城投企业新增融资难度仍较大，且随着全口径债务监测机制建立，所受债务和融资管控将进一步加强。

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，近年来城投企业退平台和市场化转型步伐加快，退平台企业数量持续增加。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、造血能力及资产质量以保障可持续经营能力，可通过参与城市运营、提供公共服务、进行产业投资与运营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性，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

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，东距上海市 131 公里，是连接沪杭城市发展轴的中心节点，沪杭高铁、申嘉湖高速公路、沪杭高速、320 国道、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；2024 年末桐乡市常住人口 106.30 万人，较 2023 年末增加 0.2 万人，常住人口城镇化率为 70.7%。2024 年全市城镇居民人均可支配收入 7.65 万元，略低于同期嘉兴市水平（7.86 万元）。

近年来，随着长三角一体化发展的深入推进及都市圈能级的不断提升，嘉兴接轨上海“桥头堡”和承接上海辐射“门户”的地位更加突出，桐乡市作为全国县域经济与县域基本竞争力百强县之一，以及世界互联网大会永久举办地，亦在持续承接沪杭科技、人才、产业和消费市场等优质外溢要素。2024 年桐乡市位列赛迪顾问发布的 2024 年全国百强县榜单第 21 位。跟踪期内，桐乡市经济保持增长态势，受汽车制造、化工等行业承压，服务业增长放缓等影响，经济增速总体小幅回落。当年桐乡市实现地区生产总值 1347.11 亿元，总量居嘉兴市内第二位；同比增长 4.8%，增速同比回落 0.5 个百分点，低于同期嘉兴市水平 0.8 个百分点。从产业结构看，2024 年全市第一、二、三产业分别实现增加值 27.17 亿元、610.99 亿元和 708.95 亿元，同比增速分别为 2.9%、4.9%和 4.7%，三次产业增速均较上年小幅回落；三次产业结构由 2023 年的 2.1:48.3:49.6 调整为 2.0:45.4:52.6，产业结构持续优化。

2024 年桐乡市完成固定资产投资 486.82 亿元，同比增长 2.7%，增幅同比上升 0.4 个百分点；其中，工业投资 171.75 亿元，同比增长 7.6%；基础设施投资 129.36 亿元，同比增长 20.7%。受整体市场环境影响，桐乡市楼市持续降温，2024 年，桐乡市完成房地产开发投资 140.82 亿元，同比下降 12.5%；商品房销售面积和销售额分别为 59.01 万平方米和 80.08 亿元，同比分别下降 16.4%和 22.9%。同期，全市社会消费品零售总额为 491.47 亿元，同比增速为 3.6%，其中汽车消费增速放缓，传统吃穿用类企业消费下降；进出口总值为 555.37 亿元，同比下降 4.2%。2025 年第一季度，桐乡市完成固定资产投资 143.84 亿元，同比增长 11.1%，其中工业投资和房地产开发投资分别为 58.33 亿元和 18.49 亿元，同比增速分别为 12.6%和-41.5%。同期，全市实现社会消费品零售总额 146.21 亿元，同比增长 6.2%。

图表 1. 2022 年以来桐乡市主要经济指标及增速（单位：亿元、%）

指标	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	1209.67	2.6	1252.35	5.3	1347.11	4.8
三次产业结构	2.2:50.4:47.4		2.1:48.3:49.6		2.0:45.4:52.6	
人均地区生产总值（万元）	11.50	-	11.84	-	12.68	-
人均地区生产总值倍数（倍）	1.32	-	1.29	-	1.32	-
规模以上工业增加值	468.53	3.5	468.94	3.8	468.58	4.1
固定资产投资额	463.47	6.8	474.18	2.3	486.82	2.7
社会消费品零售总额	472.09	3.3	484.48	2.6	491.47	3.6
进出口总值	615.31	20.7	579.84	-5.8	555.37	-4.2
城镇居民人均可支配收入（万元）	7.03	3.1	7.39	5.2	7.65	3.5

注 1：表格中填列的人均地区生产总值系根据当年地区生产总值/（（年末常住人口+上年末常住人口）/2）计算所得。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。

注 2：根据 2022-2024 年桐乡市国民经济和社会发展统计公报及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¹，已形成具有桐乡特色的块状经济形态。经过多年发展，桐乡市形成了化学纤维、纺织服装、皮革皮革、建筑材料等特色优势产业，其中千亿级现代纺织与服装产业集群入选浙江省“415X”特色产业群核心区创建名单；同时，依托世界互联网大会举办地、G60 沪杭科创大走廊和环杭州湾“大湾区”建设三大战略机遇，桐乡市新能源、新材料、高端装备制造、数字经济等新兴产业发展较快，高端新材料、新能源汽车及零部件产业集群均入选省“415X”先进制造业集群协同区，全市已形成新兴产业与特色优势产业并驾齐驱的发展格局。受汽车制造等制造业运行承压影响，2024 年全市工业经济增长放缓，规上工业增加值增速低于同期嘉兴市平均水平。2024 年全市实现规上工业总产值 2484.7 亿元，主要由数字经济、新材料、新制造、新时尚等为主的支柱产业构成；同比增长 0.6%，增速较上年回落 0.8 个百分点。同年全市实现规模以上工业增加值 468.58 亿元，同比增长 4.1%，低于同期嘉兴市水平 3.0 个百分点；其中，计算机通信和其他电子设备制造业、纺织业和化学纤维制造业增加值增长较快，同比分别增长 33.9%、8.3%和 7.1%，三个行业合计拉动规上工业增加值增速 4.4 个百分点；汽车制造业、化学原料和化学制品制造业、

¹ 分别为中国羊毛衫名镇—濮院、中国皮革名镇—崇福、中国化纤名镇—洲泉、中国绢纺织名镇—河山、中国家布艺名镇—大麻、中国植绒纺织名镇—屠甸和中国历史文化名镇—乌镇。

仪器仪表制造业增加值同比分别下降 38.0%、10.5%和 23.7%，合计下拉规上工业增加值增速 3.2 个百分点。其中，汽车汽配产业是近年桐乡市及桐乡经济开发区（简称“桐乡经开区”）着力培育的高端装备制造产业，桐乡经开区已引入合众新能源汽车股份有限公司（简称“合众新能源”）²、新吉奥集团、双环传动、轩孚变速器、丰沃增压等汽车整车及配套企业，产品涵盖新能源汽车、房车整车制造、汽车空调压缩机关键零部件、自动变速器关键零部件等多个领域。目前全市汽车产业配套企业已超 200 家，汽车产业链实现产值超 350 亿元。2024 年全市汽车制造业增加值降幅突出，主要系合众新能源（于 2025 年 6 月被申请破产重整³）旗下哪吒新能源汽车制造有限公司于 2024 年 11 月遭遇重大财务危机（股权被司法冻结），其位于桐乡的工厂出现大规模裁员及停产所致；当年全市新能源汽车总产量为 5 万辆，仅约 2022 年全市新能源汽车产量的三分之一；同比下降 57.3%，降幅较上年扩大 32.2 个百分点。

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，2024 年入选全省首批民营经济总部集聚高地。此外，桐乡市坚持创新驱动核心地位，深度融入长三角 G60 科创走廊建设，以科技创新加速产业发展，建设数字经济科技创新高地和新材料科技创新高地，加快推进将凤凰湖科技城、乌镇国际创新区、高铁产业新城三大科技城建设成为桐乡最具显示度的高能级科技创新平台，2024 年全市数字经济企业数达 4326 家，数字经济核心制造业产值达 296 亿元，落户于凤凰湖科技城的乌镇实验室⁴成功创成全国重点实验室（分室），全年新增国家专精特新“小巨人”企业 6 家、省级专精特新企业 37 家。2024 年 1-11 月，全市规模以上服务业实现营业收入 134.18 亿元，同比增长 11.7%。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，其中乌镇旅游度假区入围世界级旅游度假区培育推荐名单，濮院时尚古镇通过国家 4A 级旅游景区实地检查，古镇“双子星”入选全省千万级核心大景区培育名单；同时，桐乡市也将加快推进梧桐永宁历史文化街区、丰子恺艺术中心等旅游人文名城重点工程建设，进一步提升文化设施供给水平。

土地市场方面，2024 年主要由于价格较低的工业用地出让面积显著上升，桐乡市土地出让总面积同比增长 22.09%至 281.29 万平方米，但由于涉宅用地出让量价齐跌，全年土地成交总价同比减少 43.68%至 43.96 亿元。同期，住宅用地成交均价为 0.99 万元/平方米，同比下降 45.30%。2025 年第一季度，桐乡市土地成交面积和总价分别为 73.17 万平方米和 10.31 亿元，后者主要来自住宅用地和工业用地。

图表 2. 2022 年以来桐乡市土地市场交易情况⁵

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
建设用地面积（万平方米）	277.92	230.39	281.29	73.17
其中：住宅用地	25.51	6.30	5.01	2.53
综合用地（含住宅）	31.89	34.55	16.15	—
商办用地	21.01	22.16	17.45	—
工业用地	194.31	143.07	229.91	69.10
其他用地	5.20	24.31	12.77	1.53
土地出让总价（亿元）	97.92	78.05	43.96	10.31
其中：住宅用地	28.29	11.39	4.97	6.06
综合用地（含住宅）	46.61	42.28	11.18	—
商办用地	10.32	8.37	9.26	—
工业用地	11.20	10.02	14.96	3.89
其他用地	1.51	5.99	3.60	0.37
成交土地均价（万元/平方米）	0.35	0.34	0.16	0.14

² 合众新能源成立于 2014 年 10 月，注册资本 28.37 亿元，实际控制人为方运舟，系 2014 年桐乡市重点招引的整车制造企业。根据公开信息，合众新能源前五大股东中桐乡市属国企桐乡市润合股权投资有限公司（控股股东为桐乡国投）持股比例为 3.89%；此外桐乡市城市发展集团有限公司持有合众新能源股权比例为 0.67%。根据桐乡国投经审计的 2023 年财务报告，2023 年末桐乡国投其他权益工具投资中对合众新能源股权投资 17.00 亿元。

³ 根据 21 世纪经济报道，2025 年 6 月 13 日，全国企业破产重整案件信息网显示，新增合众新能源汽车股份有限公司破产审查案件，申请人为上海禹形广告有限公司，管理人机构为浙江子城律师事务所。根据企业回复，目前桐乡国投及其他股东方正在积极寻找战略投资者参与，推进重整程序。

⁴ 实验室主要围绕前沿新材料方向，立足桐乡新材料产业规模优势，发挥清华大学在材料学科的高水平基础研究和前沿创新能力，整合国内外大院名校前沿新材料创新研发资源，借鉴浙江清华长三角研究院在承接高校科研院所产业技术转化、创新赋能区域经济方面的成熟模式和机制活力，在高端前沿材料领域开展应用研究、创新转化和产业孵化，同时促进高层次人才引进和本地产业人才培育。

⁵ 表格中的合计数不一致系四舍五入导致。

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
其中：住宅用地	1.11	1.81	0.99	2.39
综合用地（含住宅）	1.46	1.22	0.69	—
商办用地	0.49	0.38	0.53	—
工业用地	0.06	0.07	0.07	0.06
其他用地	0.29	0.25	0.28	0.24

注：根据 CREIS 中指数据整理

财政方面，主要因土地出让收入下降，2024 年桐乡市综合财力⁶减收，财政收支平衡压力有所加大。其中，2024 年桐乡市一般公共预算收入为 102.10 亿元，总量与海宁市并列嘉兴市下辖区县（市）首位。但受汽车制造及房地产等行业效益不佳、政策性减收等因素影响，2024 年桐乡市增值税、所得税等主要税种收入下降，全年一般公共预算收入同比下降 4.6%；其中税收收入为 85.24 亿元，同比减少 5.1 亿元；同年税收比率⁷为 83.49%，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 140.12 亿元，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⁸分别为 72.87%。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，2024 年全市实现政府性基金预算收入 63.50 亿元，同比下降 41.74%，与土地市场交易额走势基本同步，其对地区综合财力贡献明显下降。

政府债务方面，2024 年末桐乡市政府债务余额为 338.80 亿元，较 2023 年末增长 27.39%，与当年政府债务限额（338.82 亿元）基本持平，年末一般债务余额 102.42 亿元、专项债务余额 236.38 亿元。融资环境方面，跟踪期内，桐乡市城投企业带息债务保持较快增长，但区属国有企业债券发行成本及信用利差总体处于较低水平，整体金融环境维护状况较好。

图表 3. 桐乡市主要财政数据（单位：亿元）

指标	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
一般公共预算收入	105.84	107.02	102.10
其中：税收收入	91.44	90.34	85.24
一般公共预算支出	133.26	142.97	140.12
政府性基金预算收入	137.00	109.00	63.50
其中：国有土地使用权出让收入	112.05	93.39	56.23
政府性基金预算支出	152.26	140.10	121.32
政府债务余额	222.31	265.96	338.80

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⁹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。2024 年，桐乡经开区继续加大招商引资力度，当年新引进项目 41 个，总投资 279 亿元，其中总投资 1 亿美元及 10 亿元以上项目 7 个；全年实到外资 1.31 亿美元。重大项目推进方面，2024 年 46 个市级重点项目开工，实现投资额 59.66 亿元。企业培育方面，2024 年园区新增省级专精特新企业 7 家、创新型中小企业 15 家、专精特新“小巨人”企业 3 家；华友、振石入选首批省级民营经济总部领军企业，振石集团获评第二批省级产业领航型雄鹰企业，巨石集团获评 2024 年省级制造业质量标杆。2024 年桐乡经开区完成规模以上工业总产值 728.6 亿元，占桐乡市的 29.32%，主要由数字经济、高端装备制造（汽车汽配等）、前沿材料等主导产业构成，其中规上数字经济产值 174.83 亿元；总产值绝对值同比减少 45.2 亿元，主要系汽车制造产业运行承压所致。

2024 年桐乡经开区经济保持增长，当年园区位列“中国省级开发区高质量发展百强”第 16 位。全年实现地区生

⁶ 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。

⁷ 税收比率=税收收入/一般公共预算收入*100%。

⁸ 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%。

⁹ 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）。

产总值 247.67 亿元，同比增长 2.6%，增速同比上升 2.1 个百分点，但仍处低位，主要系哪吒汽车等停产影响所致；实现工业增加值 189.23 亿元，约占桐乡市的 36.3%。2024 年全区企业实缴税金持续增长，当年入驻企业实缴税金为 44.65 亿元，同比增长 3.07%。桐乡经开区固定资产投资以工业投资为主，2024 年园区实现固定资产投资 88.51 亿元，占全市的 18.18%，其中工业投资为 50.94 亿元。同期，园区实现进出口总额 275.14 亿元，占全市的 49.54%，其中出口额为 165.80 亿元，占全市的 40.69%。

图表 4. 2022 年以来桐乡经开区主要经济指标

指标	2022 年	2023 年	2024 年
地区生产总值（亿元）	252.42	242.45	247.67
地区生产总值增速（%）	4.3	0.5	2.6
工业增加值（亿元）	151.00	186.54	189.23
其中：规模以上工业增加值	126.00	175.41	176.88
工业生产性投入（亿元）	70.39	68.41	50.94
企业实缴税金（亿元）	42.90	43.32	44.65
固定资产投资（亿元）	111.62	116.48	88.51
其中：工业投资	70.39	68.41	50.94
进出口（亿元）	51.10 亿美元	306.33	275.14
其中：出口	30.04 亿美元	213.62	165.80

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。2024 年公司实现营业收入 7.34 亿元，同比下降 8.03%；其中一级土地开发和委托代建业务收入合计 5.69 亿元，同比增加 1.10 亿元，占营业收入的 77.61%，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 1.64 亿元，占营业收入的比重为 22.39%，对公司营业收入形成补充。此外，因公司将以新能源汽车配件销售收入为主的商务服务业务经营主体股权转让（该经营主体于 2023 年出表），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。2025 年第一季度，公司实现营业收入 0.23 亿元，收入规模偏小，主要系代建项目未结算所致。2024 年及 2025 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 2.55 亿元和 0.20 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	2022 年（末）		2023 年（末）		2024 年（末）	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
总资产	128.37	—	148.29	—	169.85	—
营业收入	9.05	100.00	7.98	100.00	7.34	100.00
其中：一级土地开发业务	2.59	28.60	2.42	30.32	3.30	44.99
委托代建业务	2.19	24.24	2.17	27.17	2.39	32.62
商贸服务业务	1.86	20.60	1.37	17.19	—	—
其他业务	2.40	26.57	2.02	25.32	1.64	22.39

注：根据桐乡工投提供的数据整理

A. 土地一级开发业务

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 2025 年 3 月末，公司累计已投入 62.34 亿元，共完成 18043.40 亩的一级土地开发，已完成开发尚未交付的地块面积为 9481.95 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。

2024 年，该公司投入 12.74 亿元用于一级土地开发¹⁰，当年交付土地 727.71 亩至经开区管委会，确认收入 3.30 亿元，毛利率稳定在 4.76%。截至 2025 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 35.77 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 7.89 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 1410.06 亩，拟对区域范围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 4.27 亿元；此外，公司暂无拟整理土地项目。

图表 6. 截至 2025 年 3 月末公司主要在实施土地开发项目情况（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 ¹¹	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	4.25	2066.95
万亩千亿项目	30.00	12000.00	7.89	2369.74
城市有机更新一期	15.00	4000.00	7.65	75.74
新能源汽车产业园	8.36	1410.06	4.27	1102.73
合计	68.36	27546.55	35.77	13684.70

注：根据桐乡市投提供的资料整理

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有限公司¹²（简称“桐乡经开”）及其下属子公司桐乡市金开实业有限公司¹³（简称“金开实业”）。实际操作中，公司待项目竣工决算后，按照实际投资额结转营业成本、按照实际投资金额加成 5% 确认收入。2024 年，公司实现委托代建业务收入及业务毛利率分别为 2.39 亿元、4.89%，同比基本持平。截至 2025 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 23.29 亿元，累计确认收入 16.81 亿元。

截至 2025 年 3 月末，该公司在实施项目主要包括零星道路工程、安置房配套基建工程等代建项目，计划投资总额为 9.74 亿元，累计已投入 2.58 亿元。

图表 7. 截至 2025 年 3 月末公司主要在代建工程情况¹⁴（单位：亿元）

项目	计划总投资	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	0.19
史桥新社区 5 区基础配套工程	0.83	0.17

¹⁰ 该统计口径包括尚未支付、但已审定的开发成本。

¹¹ 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。

¹² 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。

¹³ 金开实业于 2014 年成立，注册资本为 1.50 亿元，由桐乡经开 100.00% 持股。

¹⁴ 以下项目投资额仅为工程款部分，不包含征迁投入。

项目	计划总投资	已投资额
史桥新社区 13 区基础配套工程	0.82	0.20
人民路（高新二路-八字桥）道路工程	0.72	0.34
桐庆小区基础设施提升改造工程	1.24	0.66
史桥新社区 5 区基础设施配套工程	0.82	0.15
史桥新社区 13 区基础设施配套工程	0.82	0.20
迎宾安置小区（暂名）基础设施配套工程一期	1.73	0.17
人民路（北日晖桥—高新二路）道路工程	0.93	0.19
合计	9.74	2.58

注：根据桐乡工投提供的资料整理

C. 其他业务

除一级土地开发、工程委托代建外，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。2024 年，公司其他业务收入为 1.64 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 2025 年 3 月末，畅达现代管网建设（含在建和已完工）累计已投入 2.06 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。2024 年及 2025 年第一季度，双方结算的污水处理量分别为 1434.45 万立方米和 983.84 万立方米；同期，畅达现代分别确认收入 131.6 万元和 90.26 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。2024 年，公司确认安置房置换收入 116.49 万元，毛利率为 61.12%。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。2024 年，公司新增可供出租的房产项目包括视觉物联厂房二期、晓月江南配建房等；截至 2025 年 3 月末，公司共拥有自建的标准厂房 21 幢、人才公寓 6 幢，面积分别为 25.73 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；新增配建房面积为 0.88 万平方米；另持有 13.52 万平方米自建的办公楼对外出租。从价格看，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。2024 年公司确认租赁收入 0.56 亿元（含其他业务中经营租赁收入），同比基本持平；同期业务毛利率为 81.50%，同比下降 2.89 个百分点。

该公司上述可供出租的资产由公司统一对外出租，截至 2025 年 3 月末，厂房出租率为 72%，人才公寓出租率为 73%，办公楼出租率为 60%。截至 2025 年 3 月末公司主要在建及拟建房产项目总投资合计 22.47 亿元，累计已投资 7.80 亿元，后续项目建设仍存在一定投资需求，面临投融资及后续项目运营压力。

图表 8. 截至 2025 年 3 月末公司在建房产项目情况（单位：亿元）

房产项目	计划投资额	累计已投入
桐乡经济开发区智能数联创新中心（暂名）	6.70	1.47
数字小镇 C 区项目	5.62	3.06
智能机车创新中心	5.05	0.71
东风人才公寓	3.90	2.00
绿色能源创新中心	1.20	0.56

房产项目	计划投资额	累计已投入
合计	22.47	7.80

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截至 2025 年 3 月末已完成投资 10.86 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 2025 年 3 月末，该项目已出租面积为 9.60 万平方米，2024 年和 2025 年第一季度分别实现租金收入 0.11 亿元和 0.03 亿元，其中 2024 年收入同比减少 0.08 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。2024 年，公司实现退低进高业务收入 1.04 亿元，同比减少 0.27 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 0.54%，盈利性仍低。

5) 商贸服务业务

该公司商贸服务业务主要由原下属子公司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”）负责。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），同意将公司持有的经开新材料公司 51%股权转让给金开实业，转让金额为 0.60 亿元。根据资产评估结果，经开新材料公司所有者权益总额为 1.17 亿元（评估基准日 2023 年 8 月 31 日）。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，销售对象为合众新能源。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。

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。因园区开发建设及外部占款等资金需求，公司债务规模及财务杠杆继续上升，但负债经营程度及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，出于园区招商引资需求等，公司对外拆出资金规模持续增大，面临一定资金回收压力。此外，跟踪期内，公司新增对濮院镇国企较大额担保，存在一定或有负债风险。

1. 财务杠杆

跟踪期内，因园区开发及外部占款等资金需求，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。2024 年末和 2025 年 3 月末公司负债总额分别为 103.17 亿元和 116.32 亿元，较 2023 年末分别增长 23.15% 和 38.83%；其中，同期末刚性债务余额分别为 95.99 亿元和 108.72 亿元，较 2023 年末分别增长 21.59% 和 37.70%。同期末资产负债率分别较 2023 年末上升 4.24 个和 7.06 个百分点至 60.74% 和 63.56%；同期末权益资本与刚性债务比率分别较 2023 年末下降 12.24 个和 20.35 个百分点至 69.46% 和 61.33%。

(1) 资产

跟踪期内，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。2024 年末资产总额为 169.85 亿元，较上年末增长 14.54%，期末以区域开发投入为主的存货、其他应收款和投资性房地产分别占比 44.22%、22.47% 和 14.76%。其中，同期末流动资产余额为 128.38 亿元，较上年末增长 12.40%，主要由货币资金、其他应收款¹⁵和存货构成。其中，年末货币资金余额为 7.47 亿元，

¹⁵不含应收股利和应收利息，下同。

较上年末下降 37.99%，无受限资金；其他应收款余额为 38.16 亿元，较上年末净增加 5.63 亿元，主要系出于园区招商引资需求，与金开实业往来款增加所致，存量仍主要为与桐乡经开区内展业国企的往来款，其中应收金开实业往来款较上年末增加 6.74 亿元至 20.35 亿元，应收桐乡经开往来款余额略减至 10.09 亿元，应收原下属子公司经开新材料公司往来款余额较上年末约减少 0.8 亿元至 3.38 亿元，另存在应收经开区管委会等政府单位代垫的征拆迁费用等；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 75.10 亿元，较上年末增长 18.63%，其中土地开发余额、委托代建、有机更新项目开发成本余额分别为 40.00 亿元、18.47 亿元、8.72 亿元，分别较上年末增加 1.93 亿元、6.40 亿元、2.29 亿元。此外，期末公司应收账款余额为 5.76 亿元，较上年末增长 16.62%，主要包括应收经开区管委会土地款 4.32 亿元、应收金开实业代建项目结算款 1.38 亿元等。

2024 年末，该公司非流动资产余额为 41.47 亿元，较上年末增长 21.72%，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 25.08 亿元，均以公允价值计量，较上年末增长 18.21%，主要系视觉物联创新中心园二期等项目完工转入所致，当期公允价值变动损益为 0.08 亿元；在建工程余额为 9.30 亿元，较上年末增长 41.71%，主要系新增东风人才公寓、智能机车创新中心等项目投入所致，存量主要包括园区载体项目数字小镇 C 区项目、东风人才公寓等投入；其他非流动资产余额较上年末略降 1.06% 至 4.67 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 0.43 亿元。此外，期末其他权益工具投资余额较上年末增加 0.91 亿元至 1.10 亿元，主要系新增对由桐乡市国企共同出资组建的桐乡市桐鼎企业管理合伙企业（有限合伙）投资（0.90 亿元，公司总认缴出资 1.80 亿元）所致。

2025 年 3 月末，该公司资产总额较 2024 年末增长 7.74% 至 183.00 亿元，其中，货币资金较 2024 年末增长 105.53% 至 15.35 亿元，主要来自债务性资金；应收账款较 2024 年末下降 16.59% 至 4.80 亿元，主要系收回部分代建项目结算款所致；存货余额较 2024 年末增长 5.76% 至 79.43 亿元，主要系项目投入增加。除此之外，其他主要资产构成较 2024 年末无显著变化。

截至 2025 年 3 月末，该公司受限资产余额为 13.03 亿元，主要为因借款抵押受限的投资性房地产 11.84 亿元；占总资产的比重为 7.12%。

图表 9. 截至 2025 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	11.84	47.23	抵押借款
在建工程	0.54	5.52	抵押借款
无形资产	0.65	99.73	抵押借款、担保
合计	13.03	—	—

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，该公司获得政府财政专项债资金转资本公积及股东增资等支持，净资产得以扩充。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司所有者权益均为 66.68 亿元，其中 2024 年末余额较 2023 年末增长 3.36%，仍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 41.89 亿元，其中 2024 年末资本公积较上年末增长 3.80%，主要系财政专项债资金转增资本公积 0.79 亿元、收到股东桐乡国投增资款 0.37 亿元、收到无偿划转至公司的晴芳园配建房 0.37 亿元所致。2024 年末及 2025 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均为 77.8%，资本结构稳定性较好；此外，同期末，未分配利润均为 11.27 亿元，其中 2024 年末较 2023 年末增长 2.40%，利润增长主要来自政府补贴。

（3）负债

从债务期限结构来看，主要因长期借款及债券融资增加，跟踪期内该公司流动负债占比有所下降，2024 年末及 2025 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 386.58% 和 293.91%，分别较 2023 年末上升 95.98 个和 3.31 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，2024 年末及 2025 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 95.99 亿元和 108.72 亿元，占负债总额的比重分别为

93.04%和 93.47%，较 2023 年末分别增长 21.59%和 37.70%，其中 2024 年增量主要为长期保证借款以及新增向浦银金融租赁股份有限公司和上海陆家嘴国际信托有限公司借款合计 4.38 亿元（计入长期应付款），2025 年第一季度增量主要为自银行借款以及新增向安徽国元信托有限责任公司和中交融资租赁有限公司借款合计 2.00 亿元。从融资期限结构看，公司债务仍以中长期借款为主，2024 年末及 2025 年 3 月末短期刚性债务余额分别为 15.21 亿元、23.12 亿元，分别占期末刚性债务总额的 15.85%、21.27%；同期末短期刚性债务现金覆盖率分别为 49.10%、66.40%，即期偿付压力可控。从融资构成看，公司融资方式主要为银行借款、发行债券和非标融资，2024 年末上述三者的余额分别为 77.40 亿元、11.02 亿元和 7.53 亿元，前两者分别较 2023 年末分别增加 12.07 亿元、减少 2.53 亿元。其中，银行借款主要为保证借款、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 3.4%-4.7%区间；非标借款年利率处于 4.4%-5.3%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 2025 年 6 月 18 日，公司存续待偿债券本金余额为 8.40 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。

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	1.40	7	5.38	2019-03-14
PR 桐工 02	5.00	1.00	7	5.16	2019-05-24
合计	18.00	8.40	—	—	—

注：根据 Wind 整理、绘制（截至 2025 年 6 月 18 日）

2024 年末及 2025 年 3 月末该公司其他应付款¹⁶余额分别为 5.13 亿元、5.72 亿元，分别占负债总额的 4.98%和 4.92%，分别较上年末增长 62.94%、11.48%，其中 2024 年增量主要来自应付股东桐乡国投往来借款 2.27 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。2024 年及 2025 年第一季度公司营业收入现金率分别为 81.88%和 472.33%，2025 年第一季度处高位主要系收回部分代建项目结算款所致；同期，公司经营活动产生的现金流净额分别为-12.54 亿元和-3.12 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，2024 年及 2025 年第一季度，公司投资活动产生的现金净流出量分别为 8.22 亿元和 0.66 亿元，2024 年资金支出项主要包括在建工程投入及向金开实业等往来拆出款。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，2024 年及 2025 年第一季度筹资活动产生的现金流量净额为 16.18 亿元和 11.66 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，主要受租赁业务毛利增长影响，2024 年该公司营业毛利同比增加 0.04 亿元至 0.76 亿元，综合毛利率较上年提升 1.26 个百分点至 10.30%。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 59.96%；一级土地开发和委托代建业务盈利空间相对固定，2024 年毛利贡献率合计为 36.28%。2025 年第一季度，公司实现营业毛利 0.13 亿元，综合毛利率为 56.01%。

该公司期间费用主要由管理费用及财务费用构成，2024 年及 2025 年第一季度公司期间费用分别为 0.87 亿元和 0.11 亿元，期间费用率分别为 11.81%和 48.14%，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，2024 年及 2025 年第一季度，公司分别获得政府补助 0.93 亿元和 31.86 万元，同年分别实现净利润 0.69 亿元和 32.87 万元，其中 2024 年同比下降 46.06%，主要系政府补助同比减少及上年房产公允价值变动净收益基

¹⁶ 不含应付股利、应付利息，下同。

数较大综合影响所致，当期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，主要随利润总额减少而有所下降，2024 年为 1.73 亿元，公司 EBITDA 对其利息支出的保障程度有所下降。2024 年，由于项目投建及外部占款资金需求，公司经营性现金流及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	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
EBITDA/利息支出(倍)	0.65	0.56	0.46	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.03	0.02	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-47.73	-61.60	-58.81	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-11.07	-15.08	-14.34	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-69.45	-82.59	-97.34	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-16.10	-20.22	-23.73	—
流动比率(%)	718.28	532.51	605.47	477.15
现金比率(%)	98.34	56.15	35.22	51.99
短期刚性债务现金覆盖率(%)	121.50	68.41	49.10	66.40

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，2024 年末及 2025 年 3 月末流动比率分别为 605.47%和 477.15%，速动比率分别为 246.14%和 204.50%。但考虑到应收类款项的资金回笼时点存在较大的不确定性，且外部占款规模持续增大，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。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司现金比率分别为 35.22%和 51.99%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 49.10%和 66.40%，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，该公司与多家金融机构保持着良好的合作关系，截至 2025 年 3 月末，公司合并口径获得的金融机构授信总额度为 167.16 亿元，尚未使用的授信额度为 46.57 亿元。

调整因素

1. ESG 因素

跟踪期内，该公司股权结构未发生变更；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。2024 年以来，公司董事、监事和高管人员发生变动，截至目前，新任高管均已到位。此外，公司主要管理制度及机构设置等方面未发生重大变化。

2. 表外因素

截至 2025 年 3 月末，该公司对外担保余额为 26.46 亿元，期末担保比率为 39.68%；其中，公司为桐乡市濮城商业运营管理有限公司¹⁷（简称“濮城商业”）提供担保余额为 19.50 亿元。公司被担保对象均为桐乡市国有企业，但规模较大，需关注代偿风险。

¹⁷ 濮城商业于 2024 年 12 月设立，注册资本为 1.00 亿元；桐乡市濮院镇政务服务中心和桐乡市财政局分别持有濮城商业 90.00%和 10.00%的股权。

图表 12. 截至 2025 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
桐乡工投	经开新材料公司	0.80	2023.3.28	2026.3.25
		0.80	2025.3.19	2025.9.19
	金开实业	0.80	2025.3.26	2026.3.23
		0.66	2023.6.20	2026.6.20
		1.00	2024.8.30	2025.8.29
	桐乡市博森现代农业发展有限公司	2.90	2025.2.11	2028.2.20
	濮城商业	15.00	2025.3.20	2055.3.17
		4.50	2025.3.31	2054.12.31
—	合计	26.46	—	—

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，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 2024 年审计报告披露，该公司无关联交易。根据公司提供的股东桐乡国投、公司本部、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 2025 年 5 月及 6 月的《企业信用报告》¹⁸，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、信用中国查询结果，截至 2025 年 6 月 25 日，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。2024 年，公司获得政府补助 0.93 亿元；2024 年，公司获得财政专项债资金转资本公积、股东桐乡国投增资以及无偿划转房产等支持，合计增加资本公积 1.53 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 外部担保

本两期债券均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。2024 年以来，受房地产销售收入下降影响，桐乡国投营业收入同步下降，但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。

¹⁸ 征信报告日期分别为 2025 年 6 月 18 日、2025 年 6 月 5 日、2025 年 5 月 30 日和 2025 年 6 月 6 日。

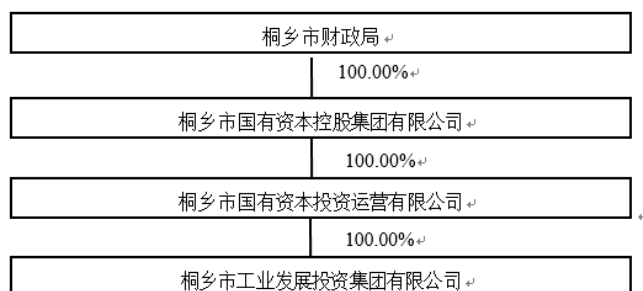
近年来桐乡国投负债规模持续扩张，但得益于股东增资、资产注入及自身经营积累，资本实力同步增强，负债经营程度有所提升但尚处合理水平。桐乡国投已积累较大规模刚性债务，且近年即期债务增长快速，偿付压力加大，但账面货币资金尚能对即期偿付提供一定支撑，加之其较为通畅的融资渠道，整体偿付压力可控。

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⁺。

附录一：

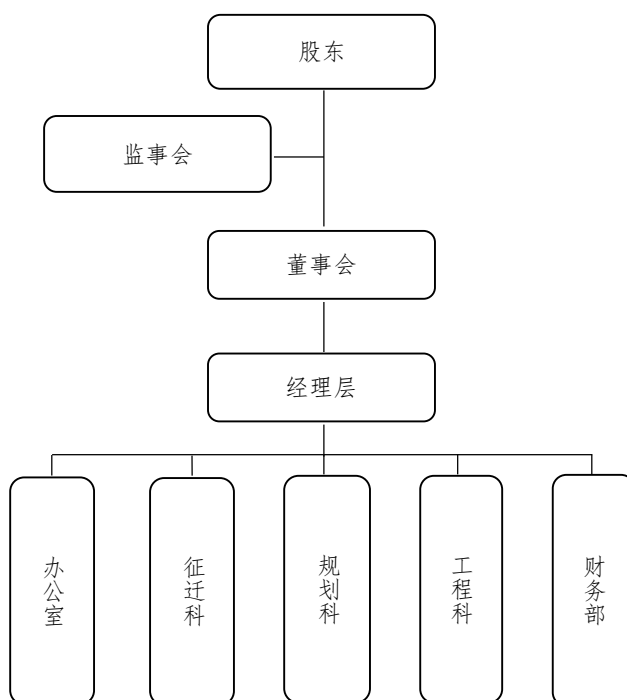
公司与实际控制人关系图



注：根据桐乡工投提供的资料整理绘制（截至 2025 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 2025 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	2024 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	108.08	56.98	1.34	0.80	-4.11	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	49.06	9.48	4.57	0.00	-6.46	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	41.13	13.39	1.33	-0.05	-3.96	—

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）	2024 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）
海安城镇建设投资有限公司	209.35	116.53	44.34	7.61	2.42	7.16
嘉兴市凤新投资开发有限公司	134.65	60.73	54.89	6.62	1.76	-7.01
桐乡市工业发展投资集团有限公司	169.85	66.68	60.74	7.34	0.69	-12.54

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]	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
资产总额[亿元]	128.37	148.29	169.85	183.00
货币资金[亿元]	13.40	12.04	7.47	15.35
刚性债务[亿元]	64.34	78.95	95.99	108.72
所有者权益[亿元]	59.37	64.51	66.68	66.68
营业收入[亿元]	9.05	7.98	7.34	0.23
净利润[亿元]	1.38	1.28	0.69	0.00
EBITDA[亿元]	1.86	1.92	1.73	—
经营性现金净流入量[亿元]	-6.38	-10.80	-12.54	-3.12
投资性现金净流入量[亿元]	-2.90	-3.68	-8.22	-0.66
资产负债率[%]	53.75	56.50	60.74	63.56
长短期债务比[%]	406.49	290.60	386.58	293.91
权益资本与刚性债务比率[%]	92.27	81.71	69.46	61.33
流动比率[%]	718.28	532.51	605.47	477.15
速动比率[%]	335.82	233.93	246.14	204.50
现金比率[%]	98.34	56.15	35.22	51.99
短期刚性债务现金覆盖率[%]	121.50	68.41	49.10	66.40
利息保障倍数[倍]	0.61	0.53	0.43	—
有形净值债务率[%]	117.69	131.42	156.44	176.38
担保比率[%]	6.78	6.42	6.16	39.68
毛利率[%]	5.93	9.04	10.30	56.01
营业利润率[%]	16.22	17.72	9.57	1.82
总资产报酬率[%]	1.43	1.33	1.03	—
净资产收益率[%]	2.53	2.07	1.05	—
净资产收益率*[%]	2.53	2.07	1.05	—
营业收入现金率[%]	89.45	108.89	81.88	472.33
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-47.73	-61.60	-58.81	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-11.07	-15.08	-14.34	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-69.45	-82.59	-97.34	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-16.10	-20.22	-23.73	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.65	0.56	0.46	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.02	—

注：表中数据依据桐乡工投经审计的 2022~2024 年度及未经审计的 2025 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]	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
资产总额[亿元]	1413.25	1766.95	1754.20	1922.06
货币资金[亿元]	74.54	125.32	105.56	207.39
刚性债务[亿元]	646.25	895.93	892.35	1046.55
所有者权益[亿元]	593.29	663.73	657.29	656.44
营业收入[亿元]	67.44	81.27	57.42	10.54
净利润[亿元]	6.71	5.64	4.12	-2.99
EBITDA[亿元]	19.07	23.52	25.18	—
经营性现金净流量[亿元]	-76.35	-97.20	-42.55	-15.09
投资性现金净流量[亿元]	-122.75	-135.23	-139.44	-27.97
资产负债率[%]	58.02	62.44	62.53	65.85
长短期债务比[%]	186.88	234.46	242.16	237.08
权益资本与刚性债务比率[%]	91.81	74.08	73.66	62.72
流动比率[%]	291.55	297.00	263.58	262.31
速动比率[%]	103.67	113.77	126.93	139.83
现金比率[%]	26.18	37.99	32.93	55.23
短期刚性债务现金覆盖率[%]	39.85	51.60	45.44	74.96
利息保障倍数[倍]	0.58	0.54	0.56	—
有形净值债务率[%]	147.31	179.93	180.78	208.80
担保比率[%]	9.95	9.95	9.30	43.69
毛利率[%]	12.76	18.19	21.30	10.01
营业利润率[%]	11.70	10.06	9.06	-27.45
总资产报酬率[%]	1.24	1.17	1.11	—
净资产收益率[%]	1.40	0.90	0.62	—
净资产收益率*[%]	1.46	0.93	0.63	—
营业收入现金率[%]	97.48	81.50	79.82	118.12
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	-31.68	-31.58	-13.08	—
经营性现金净流量与刚性债务比率[%]	-13.70	-12.61	-4.76	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-82.62	-75.51	-55.96	—
非筹资性现金净流量与刚性债务比率[%]	-35.71	-30.14	-20.35	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.75	0.68	0.73	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03	—

注 1：桐乡国投 2025 年 3 月末刚性债务计算未剔除一年内到期的租赁负债，其他流动负债中融资租赁借款取 2024 年末账面数。

注 2：表中数据依据桐乡国投经审计的 2022-2024 年度及未经审计的 2025 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%

指标名称	计算公式
现金比率(%)	$(\text{期末货币资金余额} + \text{期末交易性金融资产余额} + \text{期末应收银行承兑汇票余额}) / \text{期末流动负债合计} \times 100\%$
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+使用权资产折旧+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	所用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2018年9月6日	AA/稳定	张雪宜、李娟	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）	报告链接
	前次评级	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）	报告链接
	本次评级	2025年6月27日	AA/稳定	吴梦琦、龚春云	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 ⁺	张雪宜、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）	报告链接
	前次评级	2024年6月28日	AA ⁺	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）	报告链接
	本次评级	2025年6月27日	AA ⁺	吴梦琦、龚春云	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 ⁺	张雪宜、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）	报告链接
	前次评级	2024年6月28日	AA ⁺	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）	报告链接
	本次评级	2025年6月27日	AA ⁺	吴梦琦、龚春云	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。