

## 乌镇实业（桐乡）有限公司 2021 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：马蕙桐 [htma01@ccxi.com.cn](mailto:htma01@ccxi.com.cn)

项目组成员：郑豆豆 [ddzheng@ccxi.com.cn](mailto:ddzheng@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 6 月 29 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪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。

# 信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 2278 号

## 乌镇实业（桐乡）有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵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”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十九日

**评级观点：**中诚信国际维持乌镇实业（桐乡）有限公司（以下简称“乌镇实业”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持桐乡市城市建设投资有限公司（以下简称“桐乡城投”）的主体信用等级为 **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+**，上述债项级别考虑了桐乡城投提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际肯定了桐乡市经济环境良好、业务可持续性较强及良好的偿债保障措施等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司资产质量一般，流动性不足、公司负债规模增长较快及担保方债务规模较大且增长较快，存在一定资本支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

#### 概况数据

乌镇实业（合并口径）	2018	2019	2020	2021.Q1
总资产（亿元）	72.02	105.89	143.59	164.59
所有者权益合计（亿元）	40.45	41.68	52.76	54.17
总债务（亿元）	22.13	45.13	78.55	98.52
营业总收入（亿元）	6.54	6.50	7.33	2.24
净利润（亿元）	1.58	1.51	1.69	0.10
EBITDA（亿元）	1.87	2.09	2.69	-
经营活动净现金流（亿元）	-9.40	0.44	-10.98	0.00
资产负债率(%)	43.84	60.64	63.26	67.09

桐乡城投（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	269.94	733.27	886.26
所有者权益合计（亿元）	127.34	306.06	361.89
总债务（亿元）	94.60	294.63	381.07
营业总收入（亿元）	14.20	38.97	48.20
净利润（亿元）	3.05	8.83	8.47
EBITDA（亿元）	8.48	16.86	16.95
经营活动净现金流（亿元）	10.05	4.66	-6.06
资产负债率(%)	52.83	58.26	59.17

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际将公司长期应付款和其他非流动负债中的带息部分调整至长期债务，将其他应付款中的有息部分调整至短期债务；3、中诚信国际将桐乡城投长期应付款和其他非流动负债中的带息部分调整至长期债务。

#### 正面

■ **桐乡市经济环境良好。**2018~2020 年，桐乡市分别实现地区生产总值 893.51 亿元、968.17 亿元和 1,002.98 亿元，按可比价格计算，增速分别为 8.2%、7.0%和 1.0%。近年来经济发展态势良好，稳步发展的区域经济以及持续调整的产业结构为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **业务可持续性较强。**公司作为乌镇地区唯一的土地一级开发及基础设施建设主体，目前仍有较大规模的待开发土地，业务

持续性较强。

■ **良好的偿债保障措施。**本期债券由桐乡城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。桐乡城投系桐乡市重要的基础设施建设投融资主体和重要的公用事业服务主体，受桐乡市政府的支持力度较大，为本期债券的还本付息起到良好的保障作用。

#### 关注

■ **公司资产质量一般，流动性不足。**目前公司资产以流动资产为主，主要由存货和其他应收款构成，截至 2021 年 3 月末，公司其他应收款及存货分别占总资产的比重为 21.47%和 31.35%，资产流动性及收益性不足。

■ **公司负债规模增长较快。**随着土地开发及基础设施建设工程的持续推进，截至 2021 年 3 月末，公司总债务 98.52 亿元，增幅较快，中诚信国际对公司面临的偿债压力表示关注。

■ **担保方债务规模较大且增长较快，存在一定资本支出压力。**截至 2020 年末，桐乡城投总债务 381.07 亿元，债务规模增长较快，且在建设项目投资规模较大，未来存在一定的资本支出压力。

#### 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。

■ **可能触发评级上调因素。**桐乡市经济实力显著增强或获得新增政策红利，上级政府向桐乡市倾斜大量资源；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**地方经济环境恶化，公司地位下降，致使股东及各方支持能力或支持意愿减弱；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

#### 同行业比较

2020 年同区域部分基础设施投融资企业主要指标对比表

公司名称	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)	经营活动净现 金流(亿元)
乌镇实业（桐乡）有限公司	143.59	52.76	63.26	7.33	1.69	-10.98
桐乡市崇德投资发展集团有限公司	120.27	41.29	65.67	4.86	1.19	-12.14
桐乡市城市建设投资有限公司	886.26	361.89	59.17	48.20	8.47	-6.06

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 乌镇债/ 21 乌镇债	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2021/02/02	12.00	12.00	2021/03/11~2028/03/10	调整票面利率，回售，债券提前偿还

## 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定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“21 乌镇债/21 乌镇债”募集资金 12.00 亿元，拟用于桐乡市乌镇互联网大会永久落户地配套建设项目和补充公司流动资金。截至公司 2020 年年度报告出具日，募集资金尚未使用。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压

力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

**中诚信国际认为，**2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**嘉兴市地理位置优越，经济规模处于浙江省中上游水平，近年来经济增速略高于全国平均水平，发展势头良好，且财政实力稳步增长**

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，是长江三角洲重要城市之一。嘉兴市陆地面积 3,915 平方公里，与沪、杭、苏、湖等城市相距均不到百公里，区位优势明显。截至 2020 年末，嘉兴市全市户籍人口为 367.38 万人。

近年来嘉兴市经济保持平稳发展，2018~2020 年，嘉兴市地区生产总值分别为 4,871.98 亿元、5,370.32 亿元和 5,509.52 亿元，同比增速分别为 7.6%、7.0%和 3.5%，2020 受疫情影响增速有所回落。2020 年，嘉兴市第一产业增加值 124.18 亿元，增长 1.8%；第二产业增加值 2,861.09 亿元，增长 2.8%；第三产业增加值 2,524.25 亿元，增长 4.3%。三次产业结构为 2.3:51.9:45.8。

固定资产投资方面，2018~2020 年，嘉兴市固定资产投资同比增速分别为 7.7%、11.3%和 3.0%。非国有控股固定资产投资下降 0.7%，占全部固定资产投资额比重 74.4%。2020 年，全市交通运输投资、高新技术产业投资、民间项目投资、生态环境和公共设施投资等四大领域投资增长均快于面上，分别

下降 2.2%、14.0%和 2.9%。全年房地产开发投资比上年增长 12.3%，其中住宅投资增长 14.7%。房屋施工面积 5,688.09 万平方米，增长 6.0%；房屋竣工面积 787.82 万平方米，增长 25.7%，商品房销售面积 1,184.35 万平方米，增长 10.8%。

随着经济的持续增长，嘉兴市财政实力稳步增强。2018~2020 年，嘉兴市地方一般公共预算收入分别为 518.55 亿元、565.70 亿元和 598.80 亿元，同期一般公共预算支出 588.87 亿元、766.90 亿元和 712.18 亿元。从收支平衡来看，嘉兴市 2018~2020 年的财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为 88.06%、73.76%和 84.08%。从一般公共预算结构来看，嘉兴市一般公共预算收入中税收收入占比较高，2018~2020 年，嘉兴市税收收入占一般公共预算收入的比重分别为 91.30%、90.08%和 92.72%，整体财政质量较好。从基金收入来看，2018~2020 年，政府性基金预算收入分别为 835.81 亿元、747.65 亿元和 804.67 亿元。同期，政府性基金预算支出分别为 847.81 亿元、690.13 亿元和 875.38 亿元。未来受益于嘉兴市特殊的区位优势，土地价格或将带动政府性基金收入有更高的提升。

**表 1：2018~2020 年嘉兴市财政情况（亿元、%）**

项目名称	2018	2019	2020
一般公共预算收入	518.55	565.70	598.80
其中：税收收入	473.45	509.60	555.20
政府性基金收入	835.81	747.65	804.67
国有资本经营预算收入	2.96	1.78	3.63
一般公共预算支出	588.87	766.90	712.18
政府性基金支出	847.81	690.13	875.38
国有资本经营预算支出	1.70	1.24	1.96
财政平衡率	88.06%	73.76%	84.08%

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

**桐乡市依托自身资源优势，近年来经济发展较平稳，产业结构以第二产业和第三产业为主；随着经济的发展桐乡市财政实力逐步提高，财政自给能力有所增强**

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，东连嘉兴市秀洲区，南邻海宁市，西毗德清县、杭州市余杭区，西北接湖州市南浔区，

北接江苏省吴江市。桐乡市交通较为便利，市区距上海市 148 千米，距杭州市 65 千米。沪昆高速公路（G60）、申嘉湖高速公路（S12）、320 国道、沪杭铁路客运专线、京杭大运河等水陆交通要道贯穿全境。

桐乡市拥有毛衫针织、皮革皮毛、家纺、化纤以及玻纤五大特色产业，以及新特材料、汽车汽配、机械装备、新型能源、纺织服装、休闲养生及现代农业、旅游及文化创意等八大重点发展产业，并拥有桐昆集团股份有限公司、新凤鸣集团股份有限公司和巨石集团有限公司等大型企业。桐乡市旅游资源丰富，著名的国家 5A 级景区乌镇即隶属于该市。2014 年 11 月，第一届世界互联网大会在中国浙江乌镇举办，乌镇也成为世界互联网大会的永久会址。2017 年 12 月，第四届世界互联网大会在浙江省乌镇圆满落幕，未来，互联网将成为带动桐乡市经济发展的新动力。

桐乡市经济总量在嘉兴市下辖区、县及县级市中位居前列。2018~2020 年，桐乡市分别实现地区生产总值 893.51 亿元、968.17 亿元和 1,002.98 亿元，按可比价格计算，增速分别为 8.2%、7.0%和 1.0%，2020 年受新冠疫情影响增幅略有下降。2020 年，桐乡市实现第一产业增加值 24.17 亿元，增长 0.3%；第二产业增加值 481.42 亿元，下降 0.3%；第三产业增加值 497.39 亿元，增长 2.5%。三次产业结构比例为 2.4：48.0：49.6。

财政收入方面，2018~2020 年，桐乡市一般公共预算收入分别为 72.40 亿元、79.65 亿元和 93.98 亿元，财政实力不断增强。其中，税收收入占公共财政收入的比重为分别为 92.58%、90.33%和 97.37%，公共财政收入的质量相对较好。同期，全市政府性基金预算收入分别为 143.54 亿元、111.53 亿元和 151.52 亿元。

财政支出方面，近年来公共财政预算支出不断增加，2018~2020 年，桐乡市一般公共预算支出分别为 73.29 亿元、100.72 亿元和 105.80 亿元。2018~2020 年，政府性基金预算支出分别为 151.29

亿元、114.81 亿元和 158.22 亿元。同期，桐乡市公共财政平衡率为 98.79%、79.08%和 88.83%，2020 年公共财政平衡率有所增长，财政自给能力增强。

表 2：2018~2020 年桐乡市财政相关情况（亿元）

	2018	2019	2020
一般公共预算收入	72.40	79.65	93.98
其中：税收收入	67.03	71.95	91.51
政府性基金预算收入	143.54	111.53	151.52
一般公共预算支出	73.29	100.72	105.80
政府性基金预算支出	151.29	114.81	158.22
一般公共预算平衡率（%）	98.79	79.08	88.83

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

### 乌镇作为首批中国历史文化古镇，旅游资源优质，受新冠肺炎疫情影响，2020 年旅游业受冲击较为明显，经济情况略有下滑

乌镇位于浙江省嘉兴市桐乡市，素有“中国最后的枕水人家”之誉，拥有 7,000 多年文明史和 1,300 年建镇史，是典型的中国江南水乡古镇，有“鱼米之乡、丝绸之府”之称。1991 年，乌镇被评为首批中国历史文化名镇，2010 年成为嘉兴市首个国家 AAAAA 旅游景区，2014 年乌镇成为世界互联网大会永久会址。

2020 年，乌镇全年实现生产总值（GDP）71.67 亿元，按可比价格计算，比上年下降 3.3%，其中：第一产业增加值 2.91 亿元，下降 1.2%；第二产业增加值 27.88 亿元，下降 9.9%；第三产业增加值 40.88 亿元，增长 1.9%。三次产业结构比例为 4.1:38.9:57.0。

财政收支方面，2020 年乌镇镇实现一般公共预算收入 2.10 亿元，与上年持平。同年，一般公共预算支出为 2.14 亿元。2020 年，乌镇镇实现政府性基金预算补助收入 16.67 亿元、政府性基金预算支出 16.63 亿元。

2020 年，乌镇镇旅游业受新冠疫情冲击明显。全年接待游客 266.04 万人次，比上年下降 67.5%；乌镇旅游股份有限公司全年实现营业收入 7.82 亿元，比上年下降 63.5%。互联网经济健康发展，全年共注册互联网及相关企业 172 家，注册资金 18.17

亿元，累计企业 1028 家，累计注册资金 116.35 亿元；实现营业收入 40.79 亿元，实缴税收 0.91 亿元，分别比上年增长 36.8%、8.1%。同时，数字经济不断扩大，截至 2020 年末，有数字经济企业 484 家，其中制造业 24 家、服务业 460 家；2020 年实现营业收入 32.01 亿元，比上年增长 37.4%；同年实缴税金 0.70 亿元，比上年增长 0.8%。年内新增规上数字经济制造业 5 家，累计 12 家；新增规上数字经济服务业 4 家，累计 5 家。全年实现规上数字经济制造业产值 14.46 亿元，比上年下降 25.0%；实现规上软件及信息服务业营收 2.00 亿元，比上年增长 14.7%。

### 公司作为乌镇唯一的土地一级开发以及国有资本运营主体，区域地位突出且土地资源较为丰富，业务可持续性较好

公司作为桐乡市重要的土地一级开发主体，受桐乡市人民政府委托，负责乌镇地区土地一级开发事宜，系乌镇唯一的土地一级开发主体。

公司土地一级开发业务运营主体为公司本部和子公司乌镇世界互联网产业园（桐乡）开发有限公司（以下简称“互联网公司”）。公司本部主要负责老乌镇地区的土地整理业务，互联网公司主要负责龙翔街道区块的土地整理。业务模式方面，公司本部和互联网公司分别就各自区域内的约 10,685 亩土地和约 5,424 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，公司据移交土地面积确认相关地块的土地一级开发收入，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，土地一级开发费用每年年终进行结算。土地委托开发收益按照土地一级开发直接成本的 18% 进行核算。随着开发

周期延长，间接费用逐年增加，公司与桐乡市土地储备中心于 2020 年签署补充协议，将加成率 18% 修正为“在上年度加成率的基础上，在 20% 以内的幅度内浮动”，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。此外，土地一级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，由公司自负盈亏。

2020 年，公司土地开发支出 6.37 亿元，移交土地 274.21 亩，实现土地开发收入 1.51 亿元。同年，公司实现土地开发回款 3.50 亿元。

表 3：2018-2020 年公司土地开发业务情况

项目名称	2018	2019	2020
土地开发支出（万元）	78,727.95	90,357.47	63,697.00
土地移交面积（亩）	1,080.00	530.74	274.21
土地开发平均结算成本（万元/亩）	50.59	63.84	54.39
土地开发结算成本（万元）	54,636.26	33,883.57	14,913.56
土地开发收入（万元）	56,358.83	35,035.27	15,061.14
土地开发业务回款（万元）	72,737.47	42,147.46	35,000

注：1、公司本部和互联网公司对各自区域内土地进行整体开发，故无法提供每年土地整理面积；2、2020 年审计报告公司土地一级开发收入中包含约 671 万元的其他收入，因此和上表中数据略有偏差。

土地资源方面，截至 2021 年 3 月末，公司在整理土地面积 11,744 亩（含已整理完尚未出让土地），其中乌镇区块 7,852 亩、龙翔区块 3,892 亩，完成投资金额约 62 亿元，公司土地资源较丰富，业务可持续性较强。

### 公司作为乌镇重要的基础设施建设主体，项目量较为充足，由于公司当年无完工结算项目，因此 2020 年未实现委托代建收入

公司作为乌镇重要的基础设施建设主体，主要负责代建道路、桥梁、管网等工程，运营主体为公司本部，2019 年前，公司将相关委托代建成本纳入

土地开发板块进行核算。2019年该板块业务模式发生变动，针对2019年及以后开工的项目，由公司本部与乌镇镇人民政府签订委托代建协议，由公司负责代建道路、桥梁、管网等工程的建设投资，工程竣工验收无误后，乌镇镇政府按约定分期偿还乌镇实业代建投资形成的工程款总额。工程代建费根据项目实际投资额，按照5%利润率计算代建费。2020年公司没有完工结算项目，故未确认委托代建收入。

在建工程方面，该板块在建工程包括水乡寻梦研学路、道路新建项目及互联网产业园基础配套工程基础设施改造提升，计划总投资共8.36亿元，已完成投资2.52亿元。

**表 4：截至 2021 年 3 月末公司在建项目情况（万元）**

项目名称	总投资	已投资
龙翔工业园区道路改造工程一期（东怡路）	1,379.00	1,120.00
龙翔工业园区道路改造工程一期（花石东路）	471.00	360.00
水乡寻梦研学路	9,800.00	6,210.00
道路新建项目	23,500.00	2,378.00
互联网产业园基础配套工程基础设施改造提升	48,496.00	15,101.00
<b>合计</b>	<b>83,646.00</b>	<b>25,169.00</b>

注：龙翔工业园区道路改造工程一期（东怡路）和龙翔工业园区道路改造工程一期（花石东路）已完工但未结算

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至2021年3月末，公司拟建项目包括小木桥路（龙翔大道—运河大道）综合改造工程、东升大道（姚太线—光明桥路）综合改造工程和和顺路综合改造工程项目，计划总投资为1.16亿元。

**表 5：公司拟建项目情况（万元）**

项目名称	总投资	计划建设期间
小木桥路（龙翔大道—运河大道）综合改造工程	2,200.00	2021.4-2021.11
东升大道（姚太线—光明桥路）综合改造工程	6,500.00	2021.4-2021.11
和顺路综合改造工程	2,900.00	2021.4-2021.11
<b>合计</b>	<b>11,600.00</b>	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 公司会展业务为公司营业收入形成一定的补充，收入主要来自乌镇镇政府，盈利能力稍有波动

公司会展业务主要由下属子公司乌镇旅游负责运营。自2018年起，乌镇旅游开始承担互联网大会的委托承办业务。运营模式上，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”）与桐乡市乌镇镇人民政府签订《会议会展服务合同》，合同委托会展公司负责世界互联网大会的筹办工作。合同约定，会展公司全部经费支出在扣除乌镇镇人民政府协助会展公司取得相关企业的赞助金额后，差额部分由乌镇镇人民政府补齐<sup>1</sup>。

2020年9月18日，2020年第二届全球工业互联网大会暨中国国际工业互联网博览会在乌镇召开，由公司负责相关会议的筹办工作。2020年实现收入11,251.86万元，由于该项目无赞助商，收入主要系乌镇镇政府补贴，成本约4,292.92万元，主要系场馆折旧成本。

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建设项目建设，为本期债券募投项目，项目建设总投资18.25亿元，截至2021年3月末已投资约10.12亿元。

## 公司 2020 年新增贸易板块，由于该板块业务尚处于初期阶段，中诚信对公司未来该板块发展及持续性保持关注

公司2020年3月新增贸易业务，贸易收入计入商贸服务板块，贸易业务运营主体为云享乌镇（桐乡）贸易有限公司，贸易产品为发光二极管、变压器、电容器、透镜、LED贴片、熔断电阻、彩盒、包塑杯、电路板、集成电路等。供应商主要为焯曜贸易（重庆）有限公司、江西鸿利光电有限公司、嘉兴市广杰塑业有限公司、桐乡市乌镇丰润包装厂和中铝瑞闽股份有限公司。客户主要为生迪光

<sup>1</sup> 实际运作中，乌镇镇政府会给予公司少量利润。

电科技股份有限公司、浙江生辉照明有限公司和嘉兴中泽科技有限公司，均为桐乡市本地企业。公司与供应商的结算方面，结算周期期限一般为一个月，上月付款清单于下月 15 日统一支付；结算方式基本为银行汇款，少部分商票。与客户的结算方面，结算周期期限为 6 个月，结算方式为银行汇款。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现贸易业务收入 3.37 亿元和 1.14 亿元。

**表 6：2020 年贸易业务收入构成情况（万元）**

产品	收入
电子材料	13,821.95
塑料件	5,644.98
包装材料	5,269.18
灯具五金	5,528.86
其他	3,435.43
合计	33,700.40

注：公司商贸服务收入中除贸易业务收入外还包括保洁收入等其他零星收入，因此贸易业务收入和商贸服务收入有所出入

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

客户集中度方面，公司上游供应商较为分散，公司向前五名供应商采购的成本为 0.93 亿元，占 2020 年贸易业务总成本的比例为 28.58%；同期，公司共拥有三家下游客户，较为集中。

**表 7：2020 年公司主要供应商及客户情况（万元）**

供应商名称	金额
烨曜贸易（重庆）有限公司	2,480
江西鸿利光电有限公司	1,995
嘉兴市广杰塑业有限公司	1,736
桐乡市乌镇丰润包装厂	1,624
中铝瑞闽股份有限公司	1,506
下游客户名称	金额
生迪光电科技股份有限公司	15,517
浙江生辉照明有限公司	15,288
嘉兴中泽科技有限公司	2,894

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**受转租收入增加影响，公司租赁业务收入增长明显，且目前仍有较多的在建项目，建成后该板块收入将有所增长，但同时，中诚信国际对该板块面临的资本支出压力表示关注**

公司租赁业务主要由乌镇人家置业有限公司对各类政府划拨的房屋、店面、摊位等进行出租，收取租金，截至 2021 年 3 月末，公司可供出租面积为 18.27 万平方米，已出租面积为 14.60 万平方

米。2020 年公司实现租赁业务收入 0.44 亿元，较上年有所增长，主要原因系因招商等需要，公司对外租入厂房及办公用房，再转租给企业使用。

除上述业务外，公司还进行自营项目建设及改造，预计完工后可以为公司贡献一定收益。运营模式上，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等实现资金回流。截至 2021 年 3 月末，公司在建项目总投资为 66.80 亿元，已投资额为 12.80 亿元。

**表 8：截至 2021 年 3 月末公司在建租赁项目情况**

项目名称	总投资	已投资
乌镇智慧社区一期	3.00	2.35
桐乡市乌镇互联网大会永久落地地	3.50	0.70
乌镇青杏苑人才公寓装修	0.02	0.02
乌镇钢厂改造项目	0.50	0.30
互联网广场（会展中心）项目	12.00	5.92
民兴菜场改造工程	0.10	0.08
总部大楼	15.00	1.43
宴会中心	0.90	0.51
原乌镇电机厂址两创中心建设项目	0.78	0.55
桐乡市乌镇互联网大会永久落地地	11.00	0.59
年产 20 万台高端服务器制造基地	20.00	0.35
合计	66.80	12.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务分析

以下分析基于公司提供的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 2016~2018 年连审审计报告、2019 年审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，各期财务数据均采用财务报表期末数据，公司财务报表均按照新会计准则编制。

**受贸易业务发展影响，公司收入规模有所上升；公司利润主要来自经营性业务利润，且政府补贴是公司利润的重要补充部分**

2020 年，公司实现营业收入 7.33 亿元，较上年增长 12.76%。其中，土地一级开发收入 1.57 亿元，受土地出让计划等影响，收入有所波动；受 2020 年新增贸易业务影响，2020 年公司商贸服务业务收同比增长 204.55%至 3.97 亿元；公司 2020 年实现会

展收入 1.13 亿元，2019 年公司将会展收入分类在商贸服务收入中；由于公司当年无完工结算项目，因此 2020 年未实现委托代建收入。2021 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.24 亿元。

毛利率方面，2020 年公司营业毛利率为 12.65%，较上年上升 5.76 个百分点，主要系新增会展业务收入毛利率水平较高影响。2020 年，土地一级开发毛利率为 4.58%，较上年度上升 1.23 个百分点，主要系 2020 年补充协议约定提升成本加成比例影响；同年，公司商贸服务毛利率为-0.02%，呈亏损状态，主要系纳入商贸服务板块中的保洁业务略有亏损影响。2021 年 1~3 月，公司营业毛利率为 19.11%。

表 9：近年来各板块营业收入及毛利率（万元、%）

收入	2018	2019	2020
土地一级开发	56,358.83	35,035.30	15,732.10
委托代建收入	-	14,692.05	-
商贸服务	7,968.80	13,025.88	38,670.24
出租	338.73	1,243.00	4,378.34
会展			11,251.86
其他	754.95	964.56	2,218.20
<b>合计</b>	<b>65,421.31</b>	<b>64,960.78</b>	<b>73,750.74</b>
毛利率	2018	2019	2020
土地一级开发	3.06	3.35	4.58
委托代建收入	-	4.76	-
商贸服务	1.48	11.59	-0.02
出租	76.54	66.09	53.04
会展	-	-	61.85
其他	15.40	28.33	-8.37
<b>合计</b>	<b>3.39</b>	<b>6.89</b>	<b>12.65</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用 0.75 亿元，较上年增长 38.74%，主要为管理费用和财务费用。2020 年，公司管理费用为 0.31 亿元，较上年增长 14.81%，主要系摊销费用增长；受债务规模有所扩大影响，财务费用同比增长 68.41%至 0.43 亿元。同期，公司三费占比为 10.27%，较上年增加 1.93 个百分点。2021 年 1~3 月，公司期间费用为 0.35 亿元，其中，管理费用和财务费用分别为 0.12 亿元和 0.23 亿元。

公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2020 年公司实现利润总额 1.77 亿元，较上年增长 10.00%，主要系经营性业务利润同比增长 20.46%至 1.68 亿元，其中，其他收益 1.61 亿元，主要系项目

补助以及专项资金。2020 年 1~3 月，公司利润总额为 0.10 亿元，其中经营性业务利润 0.07 亿元，当期公司未收到政府补贴。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	0.00	0.02	0.01	0.01
管理费用	0.14	0.27	0.31	0.12
财务费用	0.06	0.26	0.43	0.23
期间费用合计	0.21	0.54	0.75	0.35
期间费用收入比	3.15	8.34	10.27	15.80
利润总额	1.60	1.61	1.77	0.10
经营性业务利润	1.58	1.39	1.68	0.07
其中：其他收益	1.59	1.57	1.61	-

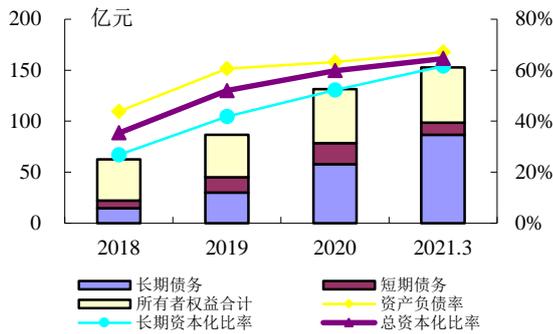
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**受益于股东方资产注入，2020 年末公司所有者权益和总资产均有所扩张，但是，公司资产中其他应收款和存货占比较大，整体资产流动性和收益性不足**

近年来，随着项目的持续推进，公司整体发展稳定，资产、负债及所有者权益规模均呈增长态势。2020 年末，公司总资产 143.59 亿元，较上年末增长 35.61%，同期末，总负债 90.83 亿元，同比增长 41.46%。2020 年末，公司所有者权益 52.76 亿元，较上年末增长 26.58%，主要系同年末公司实收资本增加 7.00 亿元至 10.00 亿元、资本公积增加 2.30 亿元，据《桐乡市城市建设投资有限公司对乌镇实业（桐乡）有限公司资产重组暨增资方案》，桐乡城投将账面净值 9.30 亿元的住宅资产注入公司。2021 年 3 月末，公司总资产为 164.59 亿元、总负债为 110.43 亿元，增长主要系融资需求增加、所有者权益 54.17 亿元。

财务杠杆方面，2020 年末，公司资产负债率 63.26%，较上年末增长 2.62 个百分点，总资本化比率为 59.82%，较上年末增长 7.83 个百分点。2021 年 3 月末，公司资产负债率为和总资本化比率分别为 67.09%和 64.52%。

图 1：2018~2021.3 公司资本结构情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产结构方面，公司资产以流动资产为主。流动资产方面，2020 年末，公司流动资产 105.87 亿元，较上年末增长 14.85%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。货币资金方面，2020 年末，公司货币资金 13.18 亿元，较上年末增长 23.04%，主要为银行存款，其中受限的货币资金 8.46 万元；同年末，其他应收款 34.15 亿元，较上年末增长 20.62%，公司其他应收款前五名分别为桐乡市乌镇国际旅游区经营管理有限公司（以下简称“乌镇经营管理”）、浙江乌镇互联网特色小镇投资建设有限公司（以下简称“乌镇互联网小镇”）、桐乡市四季绿化市政工程有限公司、桐乡市乌镇南宫基础设施投资有限公司和桐乡市云北投资建设有限公司，均为往来款；2020 年末，公司存货同比增长 10.21%至 50.39 亿元，主要为土地开发成本。

非流动资产方面，2020 年末，公司非流动资产 37.72 亿元，较上年末增长 174.20%，主要系投资性房地产和无形资产增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、在建工程和无形资产构成。截至 2020 年末，公司长期股权投资 2.31 亿元，较上年末增长 406.11%，投资对象为泰诺云信息基础设施有限公司、乌镇之光（桐乡）超算中心有限公司、谭家湾遗址公园运营管理（桐乡乌镇）有限公司和浙江乌镇街科技有限公司；截至 2020 年末，投资性房地产增长 491.09%至 14.56 亿元，主要系股东方桐乡城投注入的账面净值 9.30 亿元的住宅资产；同年末，在建工程同比增长 14.12%至 0.79 亿元，主要系互联网广场（会展中心）、中市广

场综合大楼工程、乌镇电机厂址两创中心等项目；无形资产方面，2020 年末，公司无形资产同比增长 110.60%至 8.19 亿元，增长部分主要系新拍卖获得的土地使用权 5.49 亿元，主要系商业用地，未来公司将采取自主开发的方式。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2018	2019	2020
货币资金	1.32	10.71	13.18
其他应收款	18.92	28.31	34.15
存货	39.87	45.72	50.39
长期股权投资	0.02	0.09	2.31
投资性房地产	2.24	2.46	14.56
无形资产	1.67	3.89	8.19
总资产	72.02	105.89	143.59

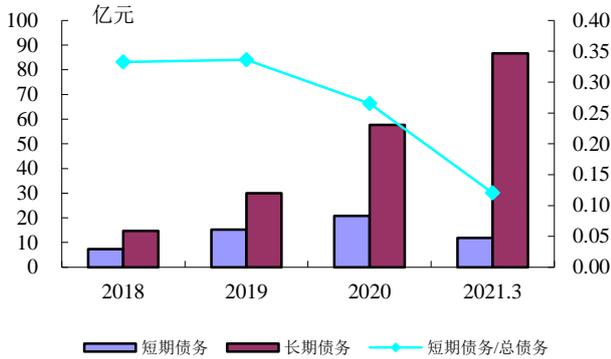
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债结构方面，公司负债以流动负债为主。流动负债方面，2020 年末，公司流动负债 30.74 亿元，较上年末下降 7.82%，主要为短期借款和其他应付款。短期借款方面，2020 年末，公司短期借款 10.47 亿元，主要为保证借款，贷款利率区间为 4%~5%；其他应付款方面，2020 年末，公司其他应付款 12.72 亿元，较上年末减少 50.84%，主要系公司偿还较多单位往来款

非流动负债方面，2020 年末，公司非流动负债 60.10 亿元，较上年末增长 94.69%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。长期借款方面，2020 末，公司长期借款 40.97 亿元，较上年末增长 70.89%，主要为抵押借款和保证借款，贷款利率区间为 4.5%~5.5%；公司于 2020 年新增发行“20 浙乌镇实业 ZR001”3.00 亿元，发行期限为 3 年；2020 年末，长期应付款同比增长 154.73%至 15.26 亿元，增加部分主要系新增对人保资本投资管理有限公司投资的保债计划 8.40 亿元，期限为 8 年，利率为 5.5%。

从债务期限结构来看，公司债务以长期债务为主，2020 年末，公司总债务 78.55 亿元，长短期债务比为 0.36 倍，公司以长期债务为主。2021 年 3 月末，公司总债务为 98.52 亿元，长短期债务比为 0.14 倍。

图 2：2018~2021.3 公司债务结构情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**公司经营活动净现金流呈现波动，EBITDA 虽有所增长，但对债务本金覆盖能力欠佳；公司目前仍有一定的备用流动性，短期偿债压力可控**

经营活动净现金流方面，2020 年由于往来拆解较大，公司经营活动净现金流为-10.98 亿元，无法对债务本息形成覆盖。获现能力方面，2020 年公司 EBITDA 为 2.69 亿元，主要由利润总额和财务性利息支出构成，受利润总额和债务规模扩大使得财务性利息支出增长影响，公司 EBITDA 同比增长 28.57%。同期，总债务/EBITDA 为 29.20 倍，EBITDA 利息保障倍数为 0.58 倍。EBITDA 对债务本息的保障能力较弱。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

项目名称	2018	2019	2020	2021.Q1
短期债务	7.36	15.18	20.82	11.85
长期债务	14.77	29.95	57.72	86.67
总债务	22.13	45.13	78.55	98.52
经营活动净现金流	-9.40	0.44	-10.98	-
经营净现金流/总债务	-0.42	0.01	-0.14	-
经营活动净现金流/利息支出	-9.23	0.85	-2.38	-
EBITDA	1.87	2.09	2.69	-
总债务/EBITDA	11.82	21.57	29.20	-
EBITDA 利息倍数	1.84	4.01	0.58	-

注：公司 2021 年一季度财务报表未提供现金流量表

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从债务分布来看，公司 2021 年 4~12 月到期债务为 8.14 亿元，2022~2024 年到期债务分别为 5.31 亿元、1.48 亿元和 8.53 亿元。

表 13：截至 2021 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

到期年份	2021.4~12	2022	2023	2024
到期金额	8.14	5.31	1.48	8.53

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2020 年末，公司获得各银行授信共计人民币 120.00 亿元，已使用银行授信 58.11 亿元，剩余使用授信额度共计 61.89 亿元。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产为 9.55 亿元，主要受限资产包括在建工程、投资性房地产及无形资产，占当期总资产的比重为 6.65%。

或有负债方面，截至 2020 年末，公司对外担保余额为 2.39 亿元，占当期净资产的比重为 4.53%，主要担保对象为浙江乌镇互联网特色小镇投资建设有限公司、桐乡市乌镇国际旅游区物业发展有限公司及桐乡市望龙物业管理有限公司。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2018~2021 年 4 月 2 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**公司作为乌镇唯一的土地一级开发以及国有资本运营主体，在资本金注入和政府补助方面得到股东及有关方面的有力支持**

资本注入方面，根据《桐乡市城市建设投资有限公司对乌镇实业（桐乡）有限公司资产重组暨增资方案》，桐乡城投将账面净值 9.30 亿元的住宅资产注入公司，其中 2.00 亿元用以实缴之前注册资本中未到位的资金、5.00 亿元用以增加公司注册资本、2.30 亿元计入公司资本公积。

政府补助方面，2020 年公司获得政府补助及专项资金共 1.61 亿元，用于支持公司各项项目的建设及业务运营。

## 偿债保障措施

“21 乌镇债/21 乌镇债”本息的到期兑付由桐

乡城投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

桐乡城投作为桐乡市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，截至 2020 年末注册资本为 30.00 亿元，实收资本为 26.01 亿元。桐乡城投目前业务范围包括基础设施建设、土地一级开发及公用事业等业务，目前公司收入主要来源于土地一级开发、代建回购、天然气、房屋销售、自来水销售及污水处理费。

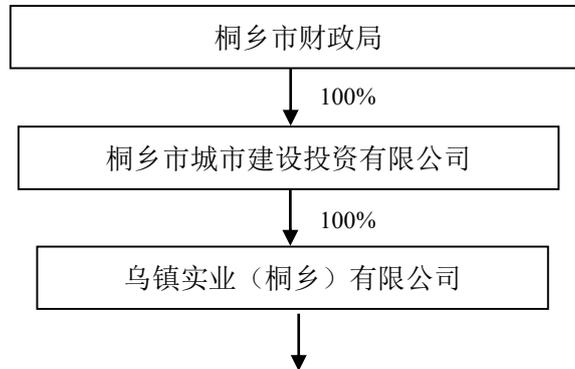
截至 2020 年末，桐乡城投总资产为 886.26 亿元，所有者权益为 361.89 亿元，资产负债率为 59.17%；2020 年实现营业总收入 48.20 亿元，净利润 8.47 亿元，经营活动净现金流-6.06 亿元。

综上所述，中诚信国际维持桐乡市城市建设投资有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定。中诚信国际认为桐乡城投具备较好的综合竞争实力及财务实力，能够为“21 乌镇债/21 乌镇债”的按期偿还提供有力的保障。

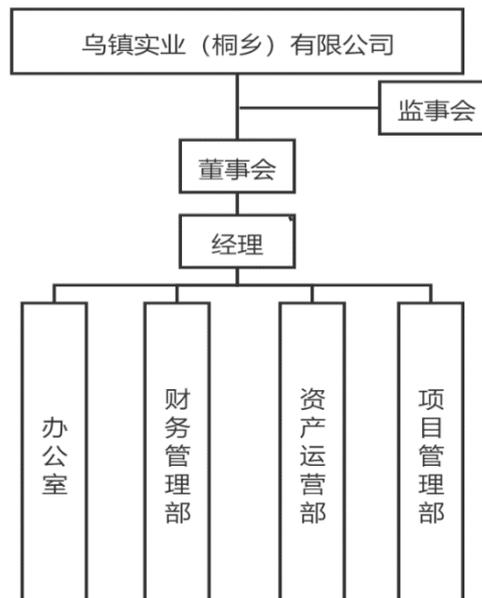
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持乌镇实业（桐乡）有限公司的主体信用等级为 **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 2021 年 3 月末）

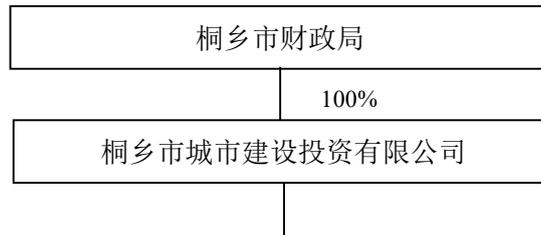


重要子公司全称	持股比例
桐乡市乌镇人家旅游开发有限公司	100.00%
乌镇世界互联网产业园（桐乡）开发建设有限公司	94.84%
桐乡市乌镇人家置业有限公司	100.00%
云享乌镇（桐乡）股权投资有限公司	100.00%
桐乡市乌镇人家人才服务有限公司	100.00%

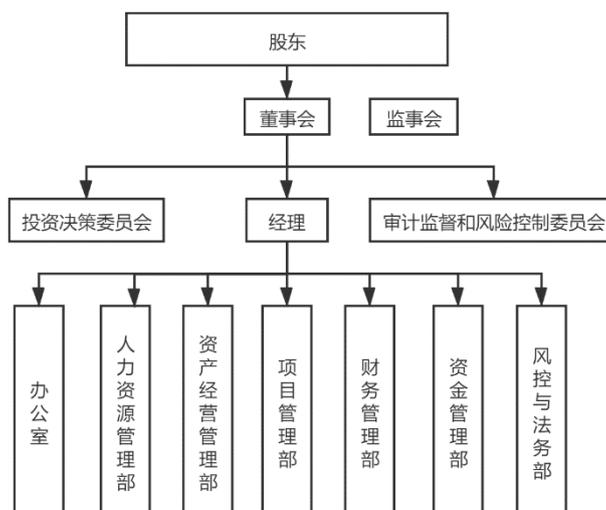


资料来源：公司提供

## 附二：桐乡市城市建设投资有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2020 年末)



全称	持股比例 (%)
桐乡市公益事业建设投资集团有限公司	100.00
桐乡市交通建设投资集团有限公司	100.00
桐乡市水务集团有限公司	100.00
桐乡市诚信融资担保有限责任公司	98.61
茅盾实验小学	67.03
桐乡泰爱斯热电有限公司	51.00
桐乡市天然气投资有限公司	55.555
桐乡市苏台高速公路投资开发有限公司	88.25
桐乡市安保服务有限公司	100.00
桐乡市工业发展投资有限公司*	100.00
桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司*	100.00
桐乡市崇德投资发展集团有限公司*	100.00
乌镇实业(桐乡)有限公司*	100.00
桐乡市金信股权投资有限公司	100.00
桐乡市同信股权投资基金管理有限公司	100.00
桐乡市美丽乡村建设有限公司	100.00
桐乡市农信融资担保有限责任公司*	100.00



资料来源：桐乡城投提供

### 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）	2018	2019	2020	2021.Q1
货币资金	13,246.47	107,110.08	131,783.14	243,650.04
应收账款	58,024.68	57,901.28	70,517.28	75,730.30
其他应收款	189,204.87	283,116.37	341,494.56	353,411.50
存货	398,743.19	457,178.41	503,856.98	516,064.02
长期投资	201.06	877.51	29,096.80	55,889.92
在建工程	9,450.34	69,146.53	78,908.37	116,684.48
无形资产	16,719.32	38,903.36	81,932.27	88,904.91
总资产	720,195.19	1,058,909.19	1,435,945.41	1,645,944.36
其他应付款	98,280.81	258,769.95	127,224.22	88,171.08
短期债务	73,630.00	151,785.15	208,240.96	118,487.06
长期债务	147,670.03	299,519.80	577,240.00	866,679.51
总债务	221,300.03	451,304.95	785,480.96	985,166.57
总负债	315,719.66	642,108.06	908,339.61	1,104,272.92
费用化利息支出	2,126.65	3,646.11	5,487.36	-
资本化利息支出	8,055.00	1,572.97	40,592.28	-
实收资本	30,000.00	30,000.00	100,000.00	100,000.00
少数股东权益	19,340.12	16,167.96	18,110.69	31,109.57
所有者权益合计	404,475.53	416,801.13	527,605.80	541,671.45
营业总收入	65,421.31	64,960.78	73,250.74	22,365.33
经营性业务利润	15,848.26	13,931.62	16,781.58	667.00
投资收益	330.01	102.54	419.29	0.00
净利润	15,799.41	15,139.79	16,913.89	964.31
EBIT	18,077.88	19,775.22	23,228.77	-
EBITDA	18,728.83	20,922.43	26,900.84	-
销售商品、提供劳务收到的现金	76,879.97	57,041.75	99,200.36	-
收到其他与经营活动有关的现金	392,497.88	389,131.45	411,887.54	-
购买商品、接受劳务支付的现金	38,978.45	80,887.47	77,679.14	-
支付其他与经营活动有关的现金	523,958.85	361,050.18	543,160.08	-
吸收投资收到的现金	33,802.00	49.00	545.00	-
资本支出	8,314.80	80,392.95	161,916.79	-
经营活动产生现金净流量	-93,968.10	4,420.88	-109,774.14	-
投资活动产生现金净流量	-11,981.07	-87,052.95	-176,843.94	-
筹资活动产生现金净流量	107,402.61	176,495.69	311,291.15	-
财务指标	2018	2019	2020	2021.Q1
营业毛利率（%）	3.39	6.89	12.65	19.11
期间费用率（%）	3.15	8.34	10.27	15.80
应收类款项/总资产（%）	34.33	32.20	28.69	26.07
收现比（X）	1.18	0.88	1.35	0.00
总资产收益率（%）	2.69	2.22	1.86	-
资产负债率（%）	43.84	60.64	63.26	67.09
总资本化比率（%）	35.36	51.99	59.82	64.52
短期债务/总债务（X）	0.33	0.34	0.27	0.12
FFO/总债务（X）	0.10	0.04	0.04	-
FFO 利息倍数（X）	2.16	3.55	0.60	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	-9.23	0.85	-2.38	-
总债务/EBITDA（X）	11.82	21.57	29.20	-
EBITDA/短期债务（X）	0.25	0.14	0.13	-
货币资金/短期债务（X）	0.18	0.71	0.63	2.06
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.84	4.01	0.58	-

注：1、公司所有财务报表均按照新会计准则编制；2、2020年一季度财务报表未经审计，且公司未提供现金流量表补充资料、费用化利息支出和资本化利息支出，故相关指标失效；3、中诚信国际分析时将长期应付款和其它非流动负债中计息部分计入长期债务。

## 附四：桐乡市城市建设投资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）	2018	2019	2020
货币资金	274,726.88	846,195.66	1,201,172.10
应收账款	48,189.54	146,138.82	144,925.71
其他应收款	697,716.91	1,331,407.55	1,396,787.37
存货	662,317.89	2,842,072.66	3,251,178.34
长期投资	126,325.30	417,988.62	652,241.91
在建工程	344,308.86	794,264.92	1,056,130.00
无形资产	27,444.85	80,479.78	122,565.18
总资产	2,699,425.08	7,332,702.24	8,862,608.09
其他应付款	167,569.70	607,354.63	542,964.17
短期债务	331,128.24	626,390.53	666,495.55
长期债务	614,919.63	2,319,913.05	3,144,251.40
总债务	946,047.87	2,946,303.58	3,810,746.96
总负债	1,425,991.89	4,272,063.04	5,243,700.29
费用化利息支出	33,975.16	44,122.14	44,467.02
资本化利息支出	6,696.96	75,358.71	132,507.91
实收资本	100,000.00	103,800.00	260,132.00
少数股东权益	18,107.72	148,534.49	132,039.60
所有者权益合计	1,273,433.19	3,060,639.20	3,618,907.80
营业总收入	142,043.81	389,655.14	481,969.34
经营性业务利润	23,794.41	48,784.09	63,135.73
投资收益	8,707.08	41,993.65	18,347.26
净利润	30,523.90	88,301.94	84,686.96
EBIT	66,986.94	140,691.73	142,957.44
EBITDA	84,780.48	168,644.67	169,454.43
销售商品、提供劳务收到的现金	156,195.79	439,043.66	620,590.55
收到其他与经营活动有关的现金	436,030.44	1,172,645.82	1,504,642.15
购买商品、接受劳务支付的现金	97,388.55	473,078.49	711,366.86
支付其他与经营活动有关的现金	351,067.74	1,034,891.89	1,412,218.26
吸收投资收到的现金	99,100.00	4,906.14	67,202.00
资本支出	80,244.89	242,949.79	448,417.13
经营活动产生现金净流量	100,513.91	46,615.85	-60,611.12
投资活动产生现金净流量	-35,297.16	-90,505.02	-514,522.75
筹资活动产生现金净流量	44,516.54	372,336.17	919,845.77
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率（%）	13.80	12.07	15.49
期间费用率（%）	20.33	14.82	12.92
应收类款项/总资产（%）	28.97	20.25	17.46
收现比（X）	1.10	1.13	1.29
总资产收益率（%）	2.56	2.80	1.77
资产负债率（%）	52.83	58.26	59.17
总资本化比率（%）	42.62	49.05	51.29
短期债务/总债务（X）	35.00	21.26	0.17
FFO/总债务（X）	0.08	0.04	0.03
FFO 利息倍数（X）	1.82	1.07	0.70
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	2.47	0.39	-0.34
总债务/EBITDA（X）	11.16	17.47	22.49
EBITDA/短期债务（X）	0.26	0.27	0.25
货币资金/短期债务（X）	0.83	1.35	1.80
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	2.08	1.41	0.96

注：1、中诚信国际根据桐乡城投 2018~2020 年审计报告整理；2、中诚信国际将桐乡城投长期应付款和其他非流动负债中的带息部分调整至长期债务。

### 附三：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+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	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 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“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。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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

## 附四：信用等级符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。