

桐乡市崇德投资发展集团有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：夏 敏 mxia@ccxi.com.cn

项目组成员：王军杰 jjwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 06 月 28 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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，不存在因发行人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）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。

■ 本次信用评级结果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，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 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 [2022]跟踪 1796 号

桐乡市崇德投资发展集团有限公司：

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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“18 桐乡产投债/PR 桐产投”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持桐乡市崇德投资发展集团有限公司（以下简称“崇德投资”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“18 桐乡产投债/PR 桐产投”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了桐乡市经济环境良好、公司战略地位重要等优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际也关注到公司资产流动性较弱、面临一定的资金支出压力、债务规模增长较快、存在一定的或有事项风险及需关注募集资金的使用情况以及后续偿债资金安排等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据

崇德投资（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	95.80	120.27	138.05	141.33
所有者权益合计（亿元）	41.90	41.29	45.75	46.11
总负债（亿元）	53.90	78.97	92.30	95.23
总债务（亿元）	41.44	61.19	71.87	78.79
营业总收入（亿元）	3.98	4.86	10.67	1.93
经营性业务利润（亿元）	0.99	1.07	1.07	0.28
净利润（亿元）	1.30	1.19	1.19	0.34
EBITDA（亿元）	1.72	1.52	1.38	-
经营活动净现金流（亿元）	-4.49	-12.14	-7.51	-2.83
收现比(X)	1.07	1.68	0.93	0.62
营业毛利率(%)	1.47	5.64	5.32	27.02
应收类款项/总资产(%)	5.94	5.27	6.69	6.29
资产负债率(%)	56.26	65.67	66.86	67.38
总资本化比率(%)	49.73	59.71	61.10	63.08
总债务/EBITDA(X)	24.05	40.27	51.94	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.71	0.51	0.38	-

注：1、中诚信国际根据崇德投资 2019~2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际将崇德投资长期应付款中的带息债务调整至长期债务。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

桐乡市崇德投资发展集团有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	1.06	7
	收现比(X)*	1.18	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.29	2
	受限资产占总资产的比重(X)	0.02	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	45.75	7
	总资本化比率(X)	0.61	6
	资产质量	6	6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	7	7
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	6	6
打分结果			a
BCA			a
支持评级调整			3
评级模型级别			AA

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反应了打分级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。

*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

正面

■ **桐乡市经济环境良好。**桐乡市依托自身资源优势，近年来经济实力稳步增长。2021 年，桐乡市实现地区生产总值 1,141.69 亿元，按可比价格计算，增速为 8.5%，稳步发展的区域经济为公司提供了良好的外部环境。

■ **战略地位重要。**公司系由桐乡市人民政府为开发建设“中国皮草名城”，加快桐乡市崇福镇皮草产业发展而设立，作为桐乡市崇福镇重要的土地一级开发、城市基础设施建设和桐乡市崇福皮毛市场等的投融资及运营主体，服务于桐乡皮草产业的发展，业务的可持续性有一定保障。

关注

■ **资产流动性较弱。**随着公司业务不断推进，存货规模增长较快，截至 2022 年 3 月末，公司存货为 102.15 亿元，占总资产的 72.28%，主要为代建项目开发成本，项目建设及回款周期较长，一定程度上影响了公司的资产流动性。

■ **面临一定的资金支出压力。**截至 2022 年 3 月末，公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，未来随着建设项目的持续推进，公司将面临一定的资金支出压力。

■ **债务规模增长较快。**随着各类项目的不断推进，公司总债务规模增长较快，截至 2022 年 3 月末，公司总债务规模为 78.79 亿元，中诚信国际对公司未来面临的偿债压力表示关注。

■ **存在一定的或有事项风险。**截至 2022 年 3 月末，公司对外担保 9.06 亿元，占同期末净资产的 19.65%。此外，公司应收对振业建设集团有限公司（以下简称“振业建设”）的代偿款 2,044.51 万元，其中 1,000 万元由振业建设提供房产抵押。截至目前，抵押房产已完成过户，抵消债权金额 1,045.00 万元，剩余部分等待清算，中诚信国际将对后续收回情况保持关注。

■ **需关注募集资金的使用情况以及后续偿债资金安排。**“18 桐乡产投债/PR 桐产投”中 7.20 亿元用于桐乡“中国皮草名城”产业一体化建设项目中的皮草产业园 A、B 区块的投资建设。需关注募集资金使用情况以及后续偿债资金安排。

评级展望

中诚信国际认为，桐乡市崇德投资发展集团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。**桐乡市经济财政实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著提升等。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；盈利能力持续减弱；偿债能力弱化，发生重大资产划转等。

评级历史关键信息

桐乡市崇德投资发展集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	18 桐乡产投债/PR 桐产投 (AA)	2021/06/28	江林燕、郑豆豆	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AA/稳定	18 桐乡产投债/PR 桐产投 (AA)	2018/05/30	赵珊迪、李傲颜	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000 2018_01	阅读全文

注：中诚信国际口径

同行业比较

2021 年嘉兴市部分基础设施投融资企业主要指标对比表						
公司名	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
桐乡市崇德投资发展集团有限公司	138.05	45.75	66.86	10.67	1.19	-7.51
桐乡市振东新区建设投资有限公司	147.06	67.77	53.92	6.35	1.08	2.32
乌镇实业(桐乡)有限公司	167.55	54.04	67.75	8.54	1.35	-7.59
桐乡市城市建设投资有限公司	988.46	367.09	62.86	59.15	8.13	-5.60
海宁市城市发展投资集团有限公司	415.41	203.50	51.01	66.27	2.69	-6.62

注：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
18 桐乡产投债/PR 桐产投	AA	AA	2021/6/28	9.20	7.36	2018/11/29-2025/11/29	提前偿还条款

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

2018年11月29日，公司发行“18桐乡产投债/PR桐产投”，募集资金总额9.20亿元，其中7.20亿元用于桐乡“中国皮草名城”产业一体化建设项目中的皮草产业园A、B区块的投资、建设，2.00亿元用于补充公司营运资金。截至目前，募集资金已全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型

通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

宏观风险:2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快

企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年桐乡市经济财政实力进一步增强，财政自给能力有所提高，为公司的发展提供了良好的外部条件

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。截至2021年末，全市户籍人口为71.16万人，比上年增加3,915人。

桐乡市经济总量在嘉兴市下辖区、县及县级市中位居前列。2021年桐乡市实现地区生产总值1,141.69亿元，按可比价格计算，增速为8.5%。分产业看，2021年第一产业增加值25.95亿元，增长2.9%；第二产业增加值564.33亿元，增长11.1%；第三产业增加值551.41亿元，增长6.4%。2021年三次产业结构为2.3:49.4:48.3，按户籍人口计算人均生产总值160,887元。

财政收入方面，2021年桐乡市一般公共预算收入为109.31亿元，同比增长16.3%，财政实力进一步增强。其中，税收收入占公共财政收入的比重为88.45%，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为136.00亿元，同比降低10.2%，其中国有土地使用权出让收入117.87亿元，

同比降低8.5%。

财政支出方面，2021年桐乡市一般公共预算支出为115.54亿元，同比增长11.2%。全市教育、科技、文化、社会保障和就业、卫生健康、农林水等重点支出比上年分别增长10.5%、15.8%、11.6%、89.4%、23.3%、15.6%。同期，桐乡市政府性基金预算支出为139.01亿元，同比减少12.1%。2021年桐乡市公共财政平衡率为94.61%，较上年增加4.16个百分点，财政自给能力增强。

表 1：近年来桐乡市财政相关情况（亿元）

	2019	2020	2021
一般公共预算收入	79.65	93.98	109.31
其中：税收收入	71.95	91.51	96.69
政府性基金预算收入	111.53	151.52	136.00
一般公共预算支出	100.72	103.90	115.54
政府性基金预算支出	114.81	158.22	139.01
一般公共预算平衡率（%）	79.08	90.45	94.61

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

跟踪期内公司产权状况、治理结构未发生重大变化

跟踪期内，公司控股股东仍为桐乡市城市建设投资有限公司，实控人仍为桐乡市财政局；公司组织架构及管理制度均未发生重大变化。

2021年，公司基础设施建设项目结算较少，收入规模相应有所减少；同时，公司在建及拟建项目较多，未来面临一定资金支出压力

公司基础设施建设业务运营主体为公司本部及下属子公司桐乡市崇福两新建设开发有限公司（以下简称“两新公司”）、桐乡市崇福公益事业投资开发有限公司（以下简称“桐乡公投”）和桐乡市崇福经济区新市镇建设开发有限公司（以下简称“新市镇开发”）等，展业范围为桐乡市崇福镇。受完工及结算进度影响，公司委托代建工程收入波动较大，2021年同比减少6.50%至1.15亿元；由于委托代建工程项目一般于年末结算，2022年1~3月公司未确认委托代建工程收入。

业务模式方面，自2018年起，公司改为与桐乡市国有资产监督管理委员会办公室下属的桐乡市崇德城市建设开发有限公司（以下简称“崇德城开”）

签订受托代建协议，项目资金由崇德城开全额承担、分期支付，一般由公司先行垫资，融资费用由崇德城开承担。每年年末，崇德城开对完工项目的实际投资金额进行审定，按照一定的利润率加成向公司支付代建服务费；公司将基础设施建设成本计入存货，按结算进度于每年年末确认委托代建工程收入并结转成本。

已完工项目方面，2021年，公司已完工项目主要为世纪大道二期工程、崇福镇虎啸幼儿园搬迁项目配套工程、北沙新城基础设施配套工程七等，累计确认收入 0.90 亿元，已回款 0.89 亿元。因公司基础设施建设项目系年末结算，2022 年 1~3 月暂无收入体现。

表 2：截至 2022 年 3 月末，公司主要已完工基建项目情况（万元）

项目方	项目名称	总投资额	建设周期	拟回款金额	确认收入	已回款金额
桐乡公投	世纪大道二期工程	3,389.17	2019-2021	3,558.63	3,558.63	3,558.63
新市镇开发	崇福镇虎啸幼儿园搬迁项目配套工程	1,043.01	2019-2021	1,095.16	1,095.16	5,321.78
	北沙新城基础设施配套工程七	301.58	2019-2021	316.66	316.66	
	北沙新城基础设施配套工程八	375.51	2019-2021	394.28	394.28	
	320 国道工农路-裘皮路道路安全设施整治工程	549.96	2019-2021	577.45	577.45	
	崇福乡村道路改造南维-松老高桥西浜-泥马桥	261.1	2019-2021	274.15	274.15	
	崇福镇农村道路品质提升（姚匠桥-西木家斗（李家桥-省家桥）、太子塘桥-砖厂）	298.49	2019-2021	313.41	313.41	
	崇福镇农村道路品质提升（姚匠桥-西木家斗（芝岑线-木家斗）、卫生服务站-李泗线）	250.65	2019-2021	263.18	263.18	
	崇福镇农村道路品质提升（泗金线-边家桥、中晒头-东圣德桥延伸段）	231.18	2019-2021	242.74	242.74	
	崇福镇农村道路品质提升（芝盛线-柒青线、上市集镇-大通新桥）	244.78	2019-2021	257.02	257.02	
	崇福镇 20 年乡村道路国道-王板桥	222.12	2020-2021	233.23	233.23	
	崇福镇 2019 年下半年市政零星工程	343.22	2019-2021	360.38	360.38	
	2021 年上半年市政零星工程	322.98	2021	339.12	339.12	
	崇福 2019 年度乡村公路大中修改造六标段	421.79	2019-2021	442.88	442.88	
2019 年度农村公路大中修二标段	299.97	2019-2021	314.97	314.97		
合计	-	8,555.50	-	8,983.28	8,983.28	8,880.41

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2022 年 3 月末公司在建项目主要为小城市培育提升化工程项目、世纪大道综合改造和道路及其他工程等，计划总投资 26.10 亿元，已投资 19.31 亿元。

表 3：截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况（万元）

项目名称	总投资额	已投资额
------	------	------

小城市培育提升化工程项目	150,000.00	97,920.63
世纪大道综合改造	21,967.33	14,088.07
道路及其他工程	89,000.00	81,042.39
合计	260,967.33	193,051.09

注：小城市培育提升化工程项目包含二院改扩建项目部分未结转成本
资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司主要拟建项目为桐乡市崇福工业社区有机更新及基

基础设施提升改造一期项目，建设周期为 2022 年至 2024 年，预计总投资额为 3.57 亿元。

此外，截至 2022 年 3 月末，公司还有部分在建自营项目，主要为横街历史街区保护整治项目、运河健康广场及智慧停车场改造工程、教育服务中心及消防训练基地等，计划总投资 10.02 亿元，已投资 7.20 亿元。

表 4：截至 2022 年 3 月末公司在建自营项目情况（亿元）

项目名称	建设期间	总投资额	已投资额	回款模式
横街历史街区保护整治	2021-2022	3.42	3.10	形成景区后出租或自营
运河健康广场停车场及智慧停车改造工程	2021-2022	1.72	1.05	收取停车费
教育服务中心	2021-2022	2.32	0.97	出租
消防训练基地	2015-2022	2.56	2.08	出租
合计	-	10.02	7.20	-

资料来源：公司提供

2021 年公司土地开发业务受当期开发土地成本增长，收入规模有所上升，目前仍存在较大规模的在整理土地，公司未来业务可持续性较好

公司受桐乡市人民政府委托，负责崇福镇内的土地一级开发业务，运营主体为公司本部。业务模式方面，公司与桐乡市财政局、桐乡市国土资源局签署合作开发土地协议，开展土地一级开发业务。土地一级开发工作完成后，公司将开发整理后的土地交由桐乡市土储中心通过招、拍、挂系统进行交易，土地出让后出让金上缴桐乡市财政局。收入确认及结算方面，自 2018 年起，公司按年度汇总土地

开发的投资额，桐乡市财政局根据征迁工作进度及区域内出让情况按年与公司进行结算，一般按照 10% 的成本加成比例确定，公司据此确认收入并结转成本，记账方式与基础设施建设业务一致。

2021 年，公司确认收入的土地一级开发面积为 188.07 亩，收入为 12,347.91 万元，均已回款，回款情况较好。2022 年 1~3 月，受土地出让规划影响，公司未确认土地开发业务收入。

表 5：近年来公司确认收入的土地开发项目情况（亩、万元/亩、万元）

项目名称	2019	2020	2021	2022.3
当年确认收入的土地开发面积	59.50	188.76	188.07	-
土地开发总成本	3,038.31	9,098.02	11,225.37	-
平均开发成本	51.06	48.2	59.69	-
确认收入金额	3,342.14	10,007.82	12,347.91	-
已回款金额	3,342.14	10,007.82	12,347.91	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

桐乡市崇福镇近期总体区域规划用地面积约为 22,500 亩，截至 2022 年 3 月末，公司主要在整理土地面积共计为 14,613.64 亩（其中，已整理未移交面积为 9,493.03 亩），总投资 73.00 亿元，已投资 60.83 亿元，未来尚需投入 12.17 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司暂无拟整理土地计划。

表 6：截至 2022 年 3 月末公司主要在整理土地项目情况（亩，万元）

项目名称	坐落位置	开发面积	总投资	已投资
城郊村征迁区块	城郊村	1,455.44	90,000.00	80,487.60
李家坝村征迁区块	李家坝村	306.43	20,000.00	16,945.94
新益村征迁区块	新益村	792.26	50,000.00	43,812.93
星火村征迁区块	星火村	323.95	20,000.00	17,914.83
南阳村征迁区块	南阳村	2,087.78	130,000.00	115,456.76

利顺村征迁区块	利顺村	1,033.09	65,000.00	60,390.14
五丰村征迁区块	五丰村	1,170.08	70,000.00	64,706.84
景卫村征迁区块	景卫村	1924.07	35,000.00	31,646.11
钱家埭村征迁区块	钱家埭村	319.07	20,000.00	17,644.96
茅桥埭村征迁区块	茅桥埭村	1,783.76	110,000.00	98,644.09
融杭经济区区块	新桥、南阳	3,078.13	100,000.00	50,894.07
其他	-	339.58	20,000.00	9,789.41
合计	-	14,613.64	730,000.00	608,333.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司租赁业务和绿化业务运营稳定；房屋销售受项目完工进度和销售房产类型影响，收入增长显著；贸易板块发展较快带动收入大幅增长

公司其他业务还涉及租赁服务、房屋销售、绿化、贸易和劳务派遣等业务。租赁业务目前由公司子公司桐乡市崇福皮毛市场有限公司和桐乡市建筑装饰材料有限公司负责运营，主要采取出租的模式，通过经营桐乡市崇福皮毛市场、桐乡市崇福南区皮毛市场及桐乡市建筑装饰材料市场，以收取租

金及物业管理费收入。

截至 2022 年 3 月末，公司名下桐乡市崇福皮毛市场等主要经营性物业可供租赁面积共计 8.34 万平方米，主要商铺数量 1,846 家，与上年持平。2022 年 1~3 月，公司租赁服务实现收入 0.08 亿元，毛利率为 16.45%，较 2021 年末下降 34.53 个百分点，主要系大部分租户为年末缴纳租金，故确认收入较少所致。

表 7：截至 2022 年 3 月末公司主要经营物业情况（平方米、家、%）

租赁标的	建筑面积	可租赁面积	商铺数量	出租率
桐乡市崇福皮毛市场	20,514.21	17,508.72	610.00	100.00
桐乡市崇福南区皮毛市场	22,557.55	22,557.55	336.00	85.00
桐乡市建筑装饰材料市场	43,627.50	43,377.50	900.00	100.00
合计	86,699.26	83,443.77	1,846.00	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司房屋销售业务主要由两新公司和本部负责，包含安置房、商品房和市场化销售的厂房等，收入受完工进度和销售房产类型影响波动较大。2021 年，随着运河花苑房地产项目的竣工销售并确认收入，公司房屋销售收入大幅增长，主要来自运河花苑和华光景苑安置房项目 0.63 亿元和运河花苑商品房项目 2.56 亿元。2022 年 1~3 月，公司确认房屋销售收入 1.48 亿元，均来自运河花苑商品房项目。

截至 2022 年 3 月末，公司已完工项目为华光景苑安置房项目、运河花苑房地产项目、品牌园一期 A 区及品牌园一期 B 区项目工业厂房，可售面积为 29.99 万平方米，已销售面积为 18.40 万平方米，回款总额为 6.58 亿元。其中，安置房项目收入和成本倒挂，主要系该项目系 2018 年之前土地开发过程中拆迁的配套工程，主要靠土地开发业务来统一平衡。

表 8：截至 2022 年 3 月末公司已完工房地产项目情况（万元、万平方米）

项目名称	项目类别	建设工期	总投资	可售面积	已售面积	回款总额
华光景苑安置房项目	安置房	2013-2017	21,058.00	4.64	1.44	1,986.56
运河花苑	安置房、商品房	2019-2021	85,927.00	14.51	7.84	40,375.99

品牌园一期 A 区	工业厂房	2014-2017	2,568.64	1.53	1.01	2,330.00
品牌园一期 B 区	工业厂房	2014-2017	16,818.54	9.31	8.11	21,073.54
合计	-	-	126,372.18	29.99	18.40	65,766.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司在建房地产项目主要为品牌园二期、人工智能产业园和未来工业区首开区，计划总投资 13.38 亿元，已投资额 4.43 亿元。同期末，公司拟建房地产项目为桐乡市崇福镇医养结合中心建设项目、桐乡市崇福镇石马区域提升改造项目和桐乡市崇福镇文体中心建设项目，建设期均为 2 年，计划总投资为 25.20 亿元。

表 9：截至 2022 年 3 月末公司主要在建房地产项目（万元）

项目名称	项目类别	建设期	计划总投资	已投资额
品牌园二期	工业厂房	2018-2022	32,000.00	25,866.72
人工智能产业园	工业厂房	2020-2023	53,518.20	14,356.49
未来工业区首开区	工业厂房	2021-2023	48,318.43	4,114.26
合计	-	-	133,836.63	44,337.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司绿化业务主要由子公司嘉兴崇德园林市政工程有限公司（以下简称“崇德园林”）负责，崇德园林公司自 2015 年成立以来，主要负责桐乡市崇福区域全部道路、小区和建筑工程的园林绿化、花卉种植等方面的销售和租赁业务。崇德园林根据市场价格与客户签订项目合同，合同签订后收取 50% 预付款，待项目完成后收取剩下部分款项。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现绿化业务收入 1,194.34 万元和 622.02 万元，同期，毛利率为-38.72% 和-9.66%。主要系人工、苗木等成本较高导致。

贸易业务系公司 2019 年新增，主要由桐乡市崇福两新建设开发有限公司具体负责，2020 年前以钢材销售为主，2020 年新增羊毛贸易。贸易业务模

式方面，由需求方提交订单，公司据此向供应商进行采购，货物由供应商直接运输至需求方。销售结算及账期方面，钢材贸易与上游供应商结算方式为现结，与下游客户为转账结算，账期为 2 个月；羊毛贸易大部分为进口业务，采取信用证结算，与下游客户为转账结算，账期与信用证时间一致，一般为 6 个月。

表 10：2021 年贸易业务上游供应商明细（万元，%）

上游供应商名称	采购金额	占比	贸易品种
STANDARDWOOLSOUTHAFRICA(PY)LTD	4,778.93	11.11	羊毛
ENDEAVOUR WOOL EXPORTS PTY LTD	4,555.70	10.59	羊毛
TECHWOOLTRADINGPTYLTD	3,857.37	8.96	羊毛
杭州雄途商贸有限公司	2,637.39	6.13	钢材
桐乡市仁巨合经贸有限公司	1,934.28	4.49	钢材
合计	17,763.66	41.28	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：2021 年贸易业务下游客户明细（万元，%）

客户明细	销售金额	占比	贸易品种
桐乡市华澳毛条有限公司	19,909.65	46.29	羊毛
浙江星途建材有限公司	16,414.15	38.16	钢材
浙江向洋羊毛科技有限公司	2,167.04	5.04	羊毛
桐乡市吉澳洗毛有限公司	1,482.28	3.45	羊毛
巨匠建设集团股份有限公司	1,064.85	2.48	钢材
合计	41,037.96	95.41	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

劳务派遣业务系公司 2019 年 7 月新增，主要由子公司桐乡市崇福金冠物业有限公司（以下简称“金冠物业”）负责。业务模式方面，有用工需求的单位提出申请，由金冠物业负责招聘合适人员并派

遣至相关用工单位。工资标准由用工单位制定，每月定期将工资和手续费（50元/人/月）划至金冠物业，金冠物业据此开具发票给用工单位，并确认收入及结转成本。2021年及2022年1~3月，劳务派遣业务实现收入3,027.61万元和845.41万元。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019~2021年度审计报告以及公司提供的未经审计的2022年1~3月财务报告。其中，各期财务数据均为报告期末数。公司财务报表均为合并口径，采用新会计准则编制。

2021年随着新房地产项目的竣工销售确认收入及贸易业务的快速发展，公司主营业务收入大幅增长；公司自身盈利能力较弱，利润总额主要依赖于政府补助

跟踪期内，公司营业总收入大幅增长。2021年，公司实现营业总收入10.67亿元，同比增长119.55%。公司营业收入主要来源于贸易销售、房屋销售、土地开发及委托代建工程等业务。跟踪期内公司贸易销售板块快速发展，收入规模增长显著；房屋销售业务板块收入大幅上升，主要系当期运河花苑房地产项目完工销售，新增确认商品房销售收入较多所致；随着2021年公司开发土地成本的上升，土地开发收入规模略有增长；委托代建工程板块受当期项目结算较少，收入规模相应有所下降。2022年1~3月，公司实现营业收入1.93亿元，主要来源于房屋销售和贸易销售业务。

表 12：近年公司主营业务收入及毛利率情况（亿元，%）

收入	2019	2020	2021	2022.3
贸易销售	0.78	1.72	4.30	0.22
房屋销售	0.16	0.08	3.19	1.48
土地开发	0.33	1.00	1.23	-
委托代建工程	2.17	1.23	1.15	-
租赁服务	0.34	0.33	0.32	0.08
绿化收入	0.04	0.04	0.12	0.06
其他收入	0.15	0.47	0.36	0.08
合计	3.98	4.86	10.67	1.93

毛利率	2019	2020	2021	2022.3
贸易销售	0.37	0.55	-0.05	2.90
房屋销售	-124.13	-7.78	9.66	34.22
土地开发	9.09	9.09	9.09	-
委托代建工程	4.76	4.76	5.43	-
租赁服务	61.69	64.39	50.98	11.59
绿化收入	-144.21	-141.49	-38.72	-9.66
其他收入	-21.22	-6.87	-8.38	4.76
营业毛利率	1.47	5.64	5.32	27.02

注：2021年起房屋销售业务包含安置房销售和商品房销售业务。

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

受公司各业务板块毛利影响，综合营业毛利率有所波动。分板块来看，由于公司羊毛业务为进口业务，受汇率波动影响导致贸易销售业务毛利率为负；2021年，公司房屋销售业务扭亏为盈，主要系当期确认较多毛利率较高的商品房销售收入所致；公司土地开发及委托代建工程板块业务毛利率较为稳定。

跟踪期内，公司期间费用主要由管理费用、财务费用及销售费用构成，2021年期间费用较上年大幅增长，主要系当期崇福镇聘用人员工资转由公司支付，导致管理费用大幅增加所致。具体看，管理费用主要包括薪酬及福利、资产折旧与摊销和办公及运营费用等；财务费用降低主要系资本化利息增加所致；销售费用较上年持平。虽然2021年公司营业收入大幅增长，但期间费用收入占比较上年仍略有上升，大幅侵蚀营业利润，期间费用控制能力有待加强。

利润总额方面，公司利润总额主要来源于经营性业务利润，2021年利润总额1.21亿元，同比下降4.72%，主要系当期没有产生公允价值变动收益所致；同期，公司经营性业务利润保持稳定，仍主要来源于计入其他收益的政府补助。2022年一季度，公司利润总额为0.34亿元，主要系当期收到政府补助较少。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

项目名称	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	0.02	0.09	0.09	0.00
管理费用	0.21	0.16	0.50	0.17
研发费用	-	-	-	-
财务费用	0.07	0.01	-0.01	0.06
期间费用合计	0.30	0.25	0.58	0.23

营业总收入	3.98	4.86	10.67	1.93
期间费用收入占比	7.48%	5.20%	5.40%	12.05%
经营性业务利润	0.99	1.07	1.07	0.28
其中：其他收益	1.08	1.30	1.19	0.00
公允价值变动收益	0.43	0.24	0.00	-
利润总额	1.46	1.27	1.21	0.34

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

随着项目建设持续投入，公司资产负债规模保持增长，杠杆水平有所上升；资产主要为存货，整体流动性及收益性一般

随着公司项目建设持续投入，跟踪期内公司总资产和总负债保持增长态势。所有者权益方面，2021年，公司资本公积增长2.13亿元，主要系桐乡市崇福镇人民政府根据崇政【2021】190号文件对公司下属子公司进行的资产划拨1.88亿元，主要为后续计划进行自营出租的房产。公司财务杠杆比率亦呈持续增长态势，截至2022年3月末，公司资产负债率及总资本化比率分别为67.38%和63.08%。

表 14：近年来公司权益及财务杠杆情况（亿元、%）

项目	2019	2020	2021	2022.3
所有者权益	41.90	41.29	45.75	46.11
实收资本	1.00	1.00	1.00	1.00
资本公积	26.83	26.88	29.02	29.03
资产负债率	56.26	65.67	66.86	67.38
总资本化比率	49.73	59.71	61.10	63.08

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

资产结构方面，公司资产以流动资产为主，主要包括货币资金、其他应收款和存货。货币资金主要为银行存款，截至2021年末，受限货币资金为0.71亿元，为银行借款质押的定期存单。公司其他应收款以往来款为主，截至2021年末，其他应收款为6.98亿元，前五大应收单位往来款占比为91.45%，应收对象主要为桐乡市崇德城市开发建设有限公司、桐乡市财政局、桐乡市崇福镇城镇工业区、浙江啄云科技有限公司和桐乡市崇福镇星火股份经济合作社。公司存货主要为开发成本、合同履行成本及开发产品，截至2021年末，公司开发成本为3.24亿元，主要为皮草品牌园（二期）、新都热电提级改造项目搬迁安置区和南阳安置小区等项目；新增合同履行成本86.70亿元，是由于会计准则调

整，由开发成本中已完工部分和开发土地调入；开发产品为8.35亿元，主要为房地产项目建设成本。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和在建工程构成。公司投资性房地产主要系房屋及建筑物，2021年增长主要系公司新购入房产所致。公司固定资产主要为自有的房屋建筑物及运输机械设备。在建工程主要为公司承接的自营建设项目，2021年增长主要系嘉兴市消防训练基地、庄园精品民宿和孵化园等项目投资增加。

表 15：近年来公司主要资产情况（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	6.59	12.58	4.44	3.60
其他应收款	4.82	4.98	6.98	7.42
存货	61.85	77.92	98.48	102.15
流动资产	75.05	98.60	113.00	115.77
投资性房地产	14.61	14.84	16.07	16.07
固定资产	3.48	3.38	4.98	4.98
在建工程	1.99	2.44	2.77	2.85
非流动资产	20.75	21.66	25.04	25.57
总资产	95.80	120.27	138.05	141.33

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，公司负债以非流动负债为主，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。公司长期借款主要为保证借款、抵押借款和质押借款，截至2022年3月末，长期借款的利率区间为4.75%~6.50%。公司应付债券主要为公司发行的“20崇发01”、“18桐乡产投债”和“21崇德投资PPN001”等债券，2021年增长主要系新增发行“21崇德投资PPN001”，发行规模为7.00亿元，期限为3年。“18桐乡产投债”募投项目为桐乡“中国皮草名城”产业一体化建设项目中的皮草产业园A、B区块，2021年公司偿还本金1.84亿元。公司长期应付款主要为长期应付款和专项应付款，截至2021年末，公司长期应付款应付单位主要为中国农发重点建设基金有限公司、农贸市场抱团项目、永赢金融租赁有限公司和桐乡市崇福财政局；专项应付款主要为各类财政拨款和财政专项资金，2021年增长主要系消防训练基地、横街历史街区保护政治、二院改扩建工程拨款及崇德家园小区安置房代建工程项目财政专项资金。

公司流动负债主要包括短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债。短期借款主要为保证借款、信用借款及抵押借款，截至 2022 年 3 月末，短期借款的利率区间为 4.1%~5.3%。截至 2021 年，公司应付账款为 4.10 亿元，账龄超过 1 年的重要应付账款对象为中元建设集团股份有限公司、振业建设集团有限公司和桐乡市星火房地产开发有限公司。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款。

表 16：近年来公司主要负债情况（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	5.23	3.43	7.00	13.75
应付账款	0.27	0.95	4.10	2.44
一年内到期的非流动负债	6.32	5.28	7.28	7.28
流动负债合计	18.36	18.72	26.16	27.90
长期借款	16.47	22.11	22.07	23.43
应付债券	9.14	25.84	29.19	29.19
长期应付款	6.64	8.89	11.47	11.31
非流动负债合计	35.54	60.26	66.14	67.33
总负债	53.90	78.97	92.30	95.23

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

债务方面，截至 2021 年及 2022 年 3 月末，公司总债务分别为 71.87 亿元和 78.79 亿元，2021 年末较去年增长 17.45%，主要系发行债券及银行借款增加所致。从债务结构上看，截至 2022 年 3 月末，公司短期债务占总债务的比重为 26.68%。公司债务以长期债务为主，与公司土地整理、房地产建设及基础设施建设工程投资规模大、建设周期长的业务模式较为匹配。

跟踪期内公司经营活动现金流仍呈净流出状态，无法对债务本息进行有效覆盖，EBITDA 持续下降，对债务本息覆盖能力较弱

经营活动净现金流方面，2021 年，由于公司购买商品、接受劳务支付的现金及支付其他与经营活动有关的现金规模较大，使得当期经营活动现金仍呈净流出状态，经营活动净现金流无法对债务本息进行有效覆盖。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、

折旧、费用化利息支出构成，2021 年由于利润总额略有下降，且公司将较多的利息进行资本化使得当期费用化利息支出减少，带动 EBITDA 有所下降。同时，随着债务规模的持续增长，EBITDA 对债务本息的保障能力持续减弱。

表 17：近年来公司偿债能力情况（亿元、倍）

项目名称	2019	2020	2021	2022.3
短期债务	11.54	8.70	15.28	21.02
长期债务	29.90	52.49	56.59	57.77
总债务	41.44	61.19	71.87	78.79
货币资金/短期债务	0.57	1.44	0.29	0.17
EBITDA/短期债务	0.15	0.17	0.09	-
经营活动净现金流	-4.49	-12.14	-7.51	-2.83
投资活动净现金流	-0.15	-1.06	-9.96	-4.42
筹资活动净现金流	2.90	18.28	10.22	6.41
经营活动净现金流/总债务	-0.11	-0.20	-0.10	-0.14
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-1.86	-4.07	-2.06	-5.21
EBITDA	1.72	1.52	1.38	-
总债务/EBITDA(X)	24.05	40.27	51.94	-
EBITDA 利息保障系数	0.71	0.51	0.38	-

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

从债务分布来看，公司到期债务主要集中于 2022 年 4~12 月、2023 年和 2026 年及以后，存在一定的短期偿债压力。

表 18：截至 2022 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

年份	2022.4~12	2023	2024	2025	2026 及以后
到期金额	16.84	34.93	6.62	4.61	15.79

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司外部授信和融资渠道较为通畅，备用流动性尚可；对外担保规模较大，担保对象主要为区域内国有企业，整体代偿风险可控

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司共获得中国农业发展银行桐乡支行、中信银行桐乡支行、宁波银行嘉兴分行等银行机构授信合计 54.71 亿元，未使用授信余额为 13.42 亿元，公司有一定备用流动性。

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 2.72 亿元，占总资产比重为 1.92%，其中存货受限账面价值为 2.13 亿元，投资

性房地产受限账面价值为 0.59 亿元。

或有负债方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 9.06 亿元，占当期末净资产的比重为 19.65%。被担保企业为桐乡市崇德城市开发建设有限公司、桐乡市石门两新建设开发有限公司和中节能（桐乡）环保科技有限公司。

过往债务履约情况：根据公司提供的中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2022 年 06 月 16 日，公司无未结清不良信贷信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。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

作为桐乡市崇福镇重要的城市基础设施投融资建设主体，公司在财政补助等方面获得了桐乡市政府的有力支持

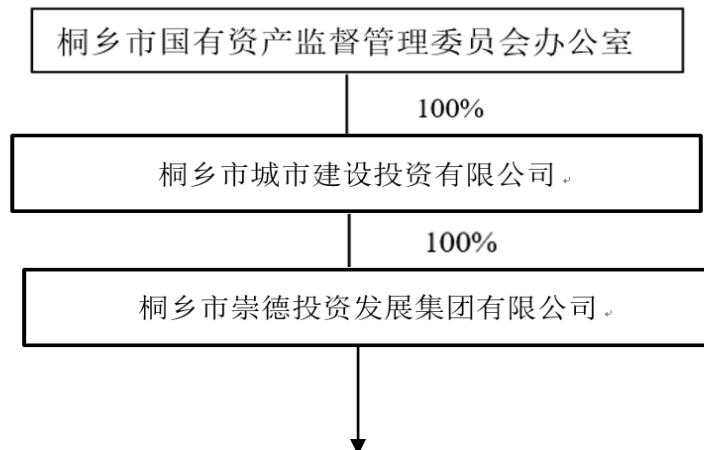
公司系由桐乡市人民政府为开发建设“中国皮草名城”，加快桐乡市皮草产业发展而设立，作为桐乡市崇福镇重要的土地一级开发、城市基础设施建设和桐乡市崇福皮毛市场等的投融资及运营主体，服务于桐乡皮草产业的发展，业务的可持续性有一定保障。

近年来，公司在发展过程中获得了桐乡市政府持续的土地划拨和资金注入等方面的支持。2021 年，公司收到政府补助 1.19 亿元。

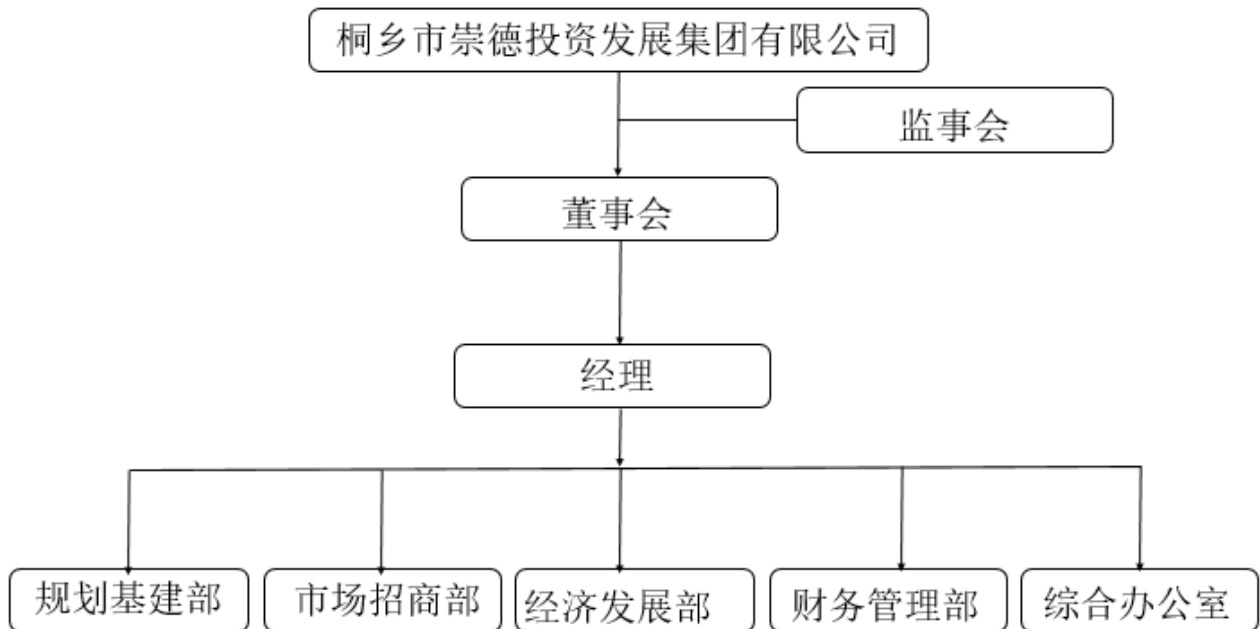
评级结论

综上所述，中诚信国际维持桐乡市崇德投资发展集团有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“18 桐乡产投债/PR 桐产投”的债项信用等级为 **AA**。

附一：桐乡市崇德投资发展集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



序号	子公司全称	注册资本（万元）
1	桐乡市崇福公益事业投资开发有限公司	20,000.00
2	桐乡市崇福经济区新市镇开发建设有限公司	22,000.00
3	桐乡市崇福两新建设开发有限公司	7,214.97
4	桐乡市崇福皮毛市场有限公司	2,000.00
5	桐乡市建筑装饰材料有限公司	1,000.00



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：桐乡市崇德投资发展集团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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	65,884.77	125,756.77	44,388.57	36,023.71
应收账款	7,242.77	12,184.41	21,129.54	13,212.23
其他应收款	48,161.38	49,755.08	69,793.57	74,189.67
存货	618,458.19	779,204.84	984,843.76	1,021,505.57
长期投资	1,000.00	2,909.81	4,813.86	8,843.86
在建工程	19,919.34	24,385.05	27,656.22	28,519.38
无形资产	3,876.33	3,795.78	3,713.90	3,693.18
总资产	957,960.54	1,202,655.03	1,380,481.75	1,413,348.89
其他应付款	49,900.40	39,841.64	24,371.16	16,039.73
短期债务	115,410.00	87,034.00	152,763.36	210,236.86
长期债务	298,983.13	524,875.31	565,945.04	577,663.24
总债务	414,393.13	611,909.31	718,708.41	787,900.11
总负债	538,989.43	789,730.64	922,953.32	952,289.15
费用化利息支出	1,035.70	1,181.31	371.77	704.57
资本化利息支出	23,157.06	28,633.30	36,070.30	4,723.73
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00
少数股东权益	81,193.39	65,454.26	77,878.61	77,844.83
所有者权益合计	418,971.11	412,924.39	457,528.43	461,059.73
营业总收入	39,800.00	48,641.21	106,746.94	19,285.24
经营性业务利润	9,921.36	10,726.37	10,735.81	2,771.09
投资收益	154.67	304.30	-35.22	0.00
净利润	13,022.56	11,871.94	11,866.93	3,389.04
EBIT	15,615.38	13,861.18	12,435.29	4,096.74
EBITDA	17,229.73	15,196.07	13,838.20	-
销售商品、提供劳务收到的现金	42,736.14	81,782.92	98,832.88	12,007.21
收到其他与经营活动有关的现金	81,850.01	28,700.05	55,411.01	5,146.89
购买商品、接受劳务支付的现金	113,176.61	182,920.77	146,259.66	21,648.60
支付其他与经营活动有关的现金	54,230.33	46,359.11	79,418.59	22,566.77
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	19,600.00	0.00
资本支出	2,022.12	4,652.97	63,617.58	40,175.37
经营活动产生现金净流量	-44,881.07	-121,394.17	-75,058.91	-28,265.14
投资活动产生现金净流量	-1,467.45	-10,559.88	-99,635.09	-44,205.37
筹资活动产生现金净流量	28,974.65	182,826.05	102,226.56	64,105.66
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	1.47	5.64	5.32	27.02
期间费用率(%)	7.48	5.20	5.40	12.05
应收类款项/总资产(%)	5.94	5.27	6.69	6.29
收现比(%)	1.07	1.68	0.93	0.62
总资产收益率(%)	1.68	1.28	0.96	1.17
资产负债率(%)	56.26	65.67	66.86	67.38
总资本化比率(%)	49.73	59.71	61.10	63.08
短期债务/总债务(X)	0.28	0.14	0.21	0.27
FFO/总债务(X)	0.03	0.02	0.02	-0.14
FFO 利息倍数(X)	0.52	0.43	0.37	-5.21
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-1.86	-4.07	-2.06	-5.21
总债务/EBITDA(X)	24.05	40.27	51.94	-
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.17	0.09	-
货币资金/短期债务(X)	0.57	1.44	0.29	0.17
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.71	0.51	0.38	-

注：1、中诚信国际根据崇德投资 2019~2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际将崇德投资长期应付款中的带息债务调整至长期债务。

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+租赁负债+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。