



桐乡市崇德投资发展集团有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号:信评委函字[2023]跟踪 0757 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对该受评对象提供了绿色债券评估服务，经审查不存在利益冲突的情形。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 06 月 21 日

本次跟踪发行人及评级结果

桐乡市崇德投资发展集团有限公司

AA/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“18 桐乡产投债/PR 桐产投”

AA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为桐乡市产业特色鲜明，经济财政实力在嘉兴市排名靠前，政府潜在的支持能力强；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”）在推进桐乡市崇福镇的城市开发和国有资本运营中发挥重要作用，对桐乡市政府的战略地位重要。中诚信国际预计崇德投资土地开发、委托代建及房地产开发销售等业务仍将保持较强的稳定性和可持续性，自有资本实力将提升；同时，需关注公司资产流动性较弱、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其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，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。

调级因素

可能触发评级上调因素：区域经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性。

可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

正面

- **战略地位重要。**公司系由桐乡市政府为开发建设“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城市建设及国有资本运营主体，业务的可持续性有一定保障。
- **有力的外部支持。**公司在资产注入、财政补助等方面得到当地政府的持续支持，自有资本实力逐年增强。

关注

- **资产流动性较弱。**公司基础设施代建、土地整理及房地产项目投入成本规模较大，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。
- **债务规模增长较快。**随着公司业务的持续发展，对外融资需求持续增加，债务规模增长较快，财务稳定性减弱。
- **存在一定的或有事项风险。**公司应收对振业建设集团有限公司代偿款2,044.51万元，其中1,045.00万元由其提供房产抵押。截至2023年4月，抵押房产已完成过户，公司收到首期债权分配款69.42万元，剩余部分等待清算。
- **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。

项目负责人：夏敏 mxia@ccxi.com.cn

项目组成员：王军杰 jjwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

崇德投资（合并口径）	2020	2021	2022
总资产（亿元）	120.27	138.05	167.80
经调整的所有者权益合计（亿元）	41.29	45.75	66.43
总负债（亿元）	78.97	92.30	101.37
总债务（亿元）	61.19	71.87	80.24
营业总收入（亿元）	4.86	10.67	9.81
经营性业务利润（亿元）	1.07	1.07	1.10
净利润（亿元）	1.19	1.19	1.05
EBITDA（亿元）	1.51	1.23	1.23
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-12.14	-7.51	-7.71
总资本化比率(%)	59.71	61.10	54.71
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.51	0.34	0.32

注：1、中诚信国际根据崇德投资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 2020~2022 年审计报告整理。其中，2020 年数据为 2021 年审计报告期初数，2021 年数据为 2022 年审计报告期初数，2022 年数据为 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际将长期应付款中的带息债务纳入总债务核算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

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）	2022/06/28	夏敏、王军杰	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（2022 年数据）

项目	崇德投资	乌镇实业	桐乡振东	奉化交投
最新主体信用等级	AA	AA	AA	AA
地区	嘉兴市桐乡市	嘉兴市桐乡市	嘉兴市桐乡市	宁波市奉化区
GDP（亿元）	1,209.67	1,209.67	1,209.67	907.28
一般公共预算收入（亿元）	105.84	105.84	105.84	69.30
经调整的所有者权益合计（亿元）	66.43	62.54	69.60	48.77
总资本化比率（%）	54.71	66.64	44.12	52.57
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.32	0.52	0.69	0.92

注：乌镇实业系“乌镇实业（桐乡）有限公司”的简称；桐乡振东系“桐乡市振东新区建设投资有限公司”的简称；奉化交投系“宁波市奉化区交通投资发展集团有限公司”的简称。

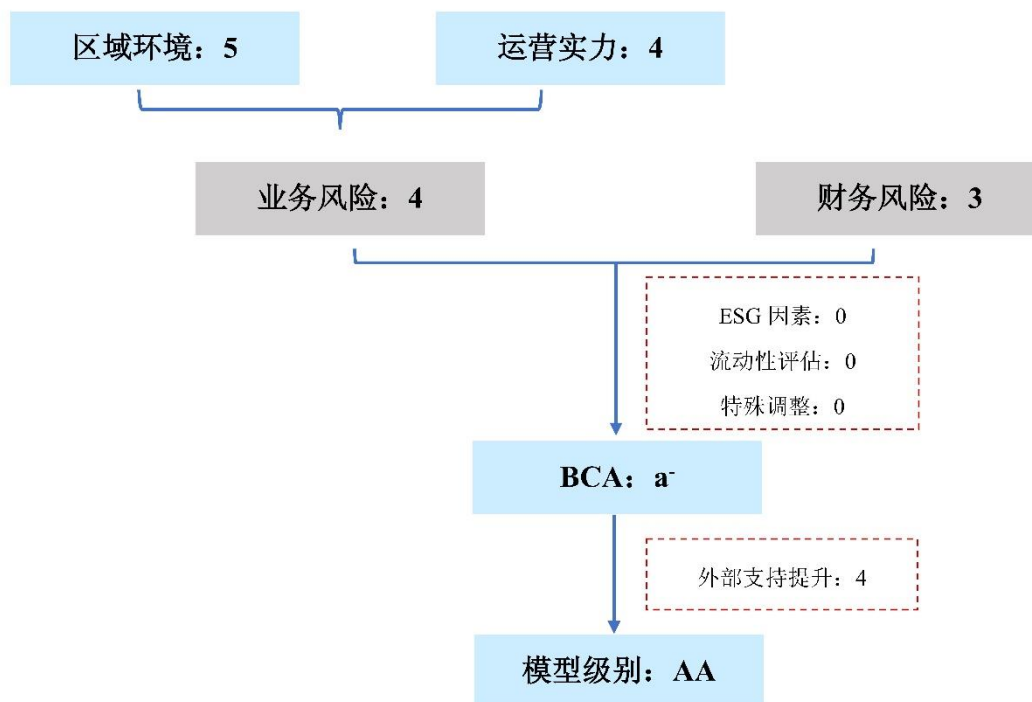
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
18 桐乡产投债/PR 桐产投	AA	AA	2022/6/28	9.20	5.52	2018/11/29~2025/11/29	提前偿还条款

● 评级模型

桐乡市崇德投资发展集团有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型（C220000_2022_03）

■ 业务风险:

中诚信国际认为，桐乡市的整体经济财政实力强，区域环境风险很低。跟踪期内，崇德投资业务具备较强的业务稳定性和持续性，土地整理和基础设施建设业务目前主要集中在桐乡市崇福镇，业务竞争力整体较弱。公司存在较大规模已整理待出让土地，面临一定的资金回收压力。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，崇德投资资本实力一般，财务杠杆较高，债务规模增长较快，资本结构有待优化。公司 EBITDA 对债务利息难以提供有效保障。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对崇德投资个体基础信用等级无影响，崇德投资具有 a⁻ 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和较高的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，桐乡市政府支持能力强，对公司有较强的支持意愿，主要体现在桐乡市的产业特色显著，近年来经济财政实力保持增长状态；同时崇德投资系桐乡市崇福镇重要的国有资产经营及城市建设融资运营主体，在运营补贴、资金和资产注入等方面可以获得一定的股东支持，具备较强的重要性以及与政府较高的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年

政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

桐乡市是浙江省辖县级市，由嘉兴市代管，全市总面积 727 平方公里，下辖 8 个镇、3 个街道，常住人口 104.99 万。桐乡是中国十大市场强县（市），有全国最大的羊毛衫集散中心——濮院羊毛衫市场，有全国知名的皮草市场——崇福皮草市场。桐乡是中国优秀旅游城市和省全域旅游示范市，作为国家 5A 级景区，乌镇先后荣获“中国十大历史文化名镇”、“中国十大魅力名镇”和“中国十大最美村镇”等称号。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，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，经济总量在嘉兴市下辖区县中位居前列。2022 年，桐乡市 GDP 按可比价格计算较上年增长 2.6%，经济总量仅次于海宁市，人均 GDP 位居嘉兴市第五位。从综合实力来看，桐乡市居赛迪顾问县域经济研究中心发布的 2022 百强县榜单第 21 位。

经济稳步增长为桐乡市财政实力形成了有力的支撑，近年来桐乡市一般公共预算收入稳步增长，财政平衡率不断提高，财政自给能力强，但 2022 年因留抵退税政策等因素影响，桐乡市财政数据有所下滑，但仍处于尚好的水平。政府性基金收入为当地财力重要组成部分，受土地市场行情影响，桐乡市政府性基金收入具有一定波动性。再融资环境方面，桐乡市政府债务率在浙江省处于中游水平，区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，其中债券市场发行利差普遍低于全国平均水平，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来桐乡市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	1,002.98	1,141.69	1,209.70
GDP 增速（%）	1.0	8.5	2.6
人均 GDP（万元）	14.20	16.09	11.47
固定资产投资增速（%）	-10.8	10.6	6.8
一般公共预算收入（亿元）	93.98	109.31	105.84
政府性基金收入（亿元）	151.52	136.00	137.00
税收收入占比（%）	97.37	88.45	86.39
公共财政平衡率（%）	90.45	94.61	79.42

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：桐乡市财政局，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，崇德投资的运营实力一般，跟踪期内，公司仍作为桐乡市重要的城市基础设施建设及国有

资本运营主体，目前业务集中于桐乡市下属的崇福镇，业务竞争力整体较弱；公司主要业务包括土地整理、基础设施建设代建、房地产开发、贸易销售、租赁和绿化业务，其中收入主要来源于贸易销售、房地产销售、土地整理和委托代建，利润主要来源于房地产销售、土地整理和租赁业务，公司业务稳定性和可持续性较强。

值得注意的是，公司账上有大量已整理未出让土地项目，未来收入受政府出让计划及土地市场影响存在一定不确定性；同时大量项目建设资金和投资成本沉淀于基础设施建设及土地整理形成的存货和在建工程中，影响整体资产的流动性，公司面临一定资金回收压力。

表 2：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2020			2021			2022		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
贸易销售	1.72	35.28	0.55	4.30	40.29	-0.05	3.21	32.97	4.58
房屋销售	0.08	1.61	-7.78	3.19	29.90	9.66	2.98	30.59	11.04
土地开发	1.00	20.57	9.09	1.23	11.57	9.09	1.57	16.16	9.09
委托代建工程	1.23	25.28	4.76	1.15	10.78	5.43	1.09	11.19	4.76
租赁服务	0.33	6.73	64.39	0.32	3.00	50.98	0.21	2.13	12.17
绿化收入	0.04	0.83	-141.49	0.12	1.12	-38.72	0.17	1.76	-0.58
其他收入	0.47	9.70	-6.87	0.36	3.34	-8.38	0.51	5.20	17.34
合计	4.86	100.00	5.64	10.67	100.00	5.32	9.74	100.00	8.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地开发业务

公司土地整理业务收入系公司营业收入主要的构成部分，跟踪期内收入稳步提升，业务稳定性较强；业务主要集中在崇福镇，业务竞争力整体较弱；公司目前账上有大量的已整理未移交的土地，已投入资金大量沉淀于存货中，面临一定资金回收压力。

公司是桐乡市重要的土地开发运营主体，目前展业范围集中在崇福镇，运营主体为公司本部。自 2018 年起，受桐乡市财政局、桐乡市国土资源局（现为“桐乡市自然资源和规划局”）委托，公司负责崇福镇区域内土地的一级开发事宜，包括土地征迁、人员安置、场地平整及城市配套设施等。

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，记账方式方面，公司将土地一级开发成本计入存货，按结算进度于每年年末确认土地开发业务收入并结转成本。

业务开展情况，受土地市场行情影响，公司每年移交的土地面积有所波动，因受劳动力及材料成本上涨影响，平均土地整理成本有所增长。跟踪期内，公司土地开发业务确认收入项目均已全部回款，回款效率较好。公司主要在整理地块总投资规模较大，但投资进度较快，未来可整理的存量规模不大。公司在整理地块中累计已整理部分大都没有移交结算，对未来的收入持续性提供了保障，但未来移交情况需要根据政府土地利用规划而定，且受土地市场行情影响存在一定不确定性，面临一定资金回收压力。截至 2022 年末，公司暂无拟整理土地项目。

表 3：近年来公司土地整理业务运营情况

项目名称	2020	2021	2022
当年确认收入的土地开发面积（亩）	188.76	188.07	206.88
当年结转的土地开发成本（万元）	9,098.02	11,225.37	14,304.00
当年移交土地的平均开发成本（万元/亩）	48.20	59.69	69.14
土地开发业务收入（万元）	10,007.82	12,347.91	15,734.40
当年度土地开发业务收到回款（万元）	10,007.82	12,347.91	15,734.40

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2022 年末，公司主要在整理地块情况（万元、亩）

地块名称	坐落位置	整理期间	开发面积	已整理未移交面积	总投资	已投资	已回款
城郊村征迁区块	城郊村	2014-2025	1,455.44	992.69	90,000.00	88,849.33	14,344.52
李家坝村征迁区块	李家坝村	2014-2025	306.43	207.52	20,000.00	18,693.97	2,500.00
新益村征迁区块	新益村	2014-2025	792.26	536.54	50,000.00	48,332.39	6,280.00
星火村征迁区块	星火村	2014-2025	323.95	219.39	20,000.00	19,762.81	2,510.00
南阳村征迁区块	南阳村	2014-2025	2,087.78	1,413.91	130,000.00	127,366.52	37,277.07
利顺村征迁区块	利顺村	2018-2023	1,033.09	699.64	65,000.00	63,024.41	9,422.00
五丰村征迁区块	五丰村	2018-2023	1,170.08	792.41	70,000.00	66,381.57	10,176.00
景卫村征迁区块	景卫村	2014-2025	1,924.07	1,303.04	35,000.00	32,621.99	5,025.00
钱家埭村征迁区块	钱家埭村	2014-2025	319.07	216.08	20,000.00	19,465.10	14,549.04
茅桥埭村征迁区块	茅桥埭村	2014-2025	1,783.76	1,208.01	110,000.00	108,819.57	21,474.51
融杭经济区区块	新桥、南阳村	2020-2025	3,078.13	2,084.60	100,000.00	71,099.42	-
其他	-	-	339.58	222.95	20,000.00	11,667.39	2,886.97
合计	-	-	14,613.64	9,896.78	730,000.00	676,084.47	126,445.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

委托代建业务

公司系桐乡市重要的基础设施建设投融资主体，展业范围集中于桐乡市崇福镇，业务竞争力整体较弱；已完工项目受政府资金安排影响回款情况一般；目前公司尚有一定在建项目，业务可持续性较好，但公司自营项目投资规模较大，完工后项目运营存在一定的不确定性，需关注公司自营项目的资金平衡情况。

公司委托代建业务运营主体为公司本部及下属子公司崇福公投和新市镇开发等，展业范围为桐乡市崇福镇，采取委托代建的业务模式。除此之外，公司承建一部分自建项目，该模式下主要依靠项目未来运营收益平衡成本投入，收益存在一定不确定性。

业务模式方面，自 2018 年起，公司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开发建设有限公司（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，并以建设成本为基础加成一定比例向公司支付工程代建费；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。

从业务开展情况来看，受项目结算进度影响，近年来公司委托代建业务收入有所减少。公司主要完工项目受政府资金支付安排影响，回款情况较为缓慢。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 19.80 亿元。

此外，公司有部分自营项目，截至 2022 年末，公司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 8.05 亿元，后续项目回款主要通过收取停车费或出租等方式，收益存在一定不确定性。截至同期末，公司暂无拟建的代建或自营项目。

表 5：2022 年公司完工确认收入基础设施建设项目（万元）

项目名称	建设周期	总投资	已确认收入	已回款金额
世纪大道（锦绣路-320 国道）工程	2020-2022	3,893.93	4,088.63	4,088.63
崇福镇便民服务中心南侧道路	2020-2022	477.37	501.24	
中山路 K0840-K18487 南半幅道路	2021-2022	433.95	455.64	
崇福镇便民中心南侧广场景观工程	2021-2022	458.35	481.27	
中山路 K0840-K08487 北半幅道路	2021-2022	416.95	437.80	
中山路 K0000-K0840 北半幅道路	2021-2022	405.53	425.81	
崇福镇 2019 年上半年零星工程	2019	374.96	393.70	
崇福 2017 农村公路大中修工程五标段	2017	332.36	348.98	
崇福 2017 农村大中修工程第二批	2017	306.35	321.66	
运河栈道景观工程东侧	2021-2022	273.41	287.08	
崇福普洛斯仓储物流园北侧道路工程	2021-2022	280.60	294.63	
崇福 2017 农村公路大中修工程一标段	2017	249.20	261.66	1,004.41
崇福 2017 农村公路大中修工程三标段	2017	233.54	245.22	
崇福 2017 农村公路大中修工程二标段	2017	232.83	244.47	
崇福乡村道路改造姚匠桥-西木家兜八家村-省	2021-2022	325.35	341.62	
崇福 2018 年下半年市政零星工程	2018	448.01	470.41	
崇福 2017 年小城镇环境综合整治工程	2017	208.44	218.86	
杭福路中山路路面修复工程	2021-2022	234.14	245.85	
2018 农村公路改造三标段	2018	203.45	213.63	
G320 沪瑞线崇福镇店街塘路口整治工程	2021-2022	199.85	209.84	
2018 农村公路改造二标段	2018	194.39	204.11	
沪瑞线徐家庙桥至俞家渡桥段中隔离护栏工程	2021-2022	189.43	198.90	
合计	--	10,372.39	10,891.01	5,093.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2022 年末，公司主要在建基础设施建设项目（万元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资
小城市培育提升化工程项目	2016-2025	150,000.00	112,272.21
世纪大道综合改造	2014-2022	21,967.33	14,088.07
道路及其他工程	2017-2025	89,000.00	71,623.10
合计	-	260,967.33	197,983.38

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，中诚信国际整理

表 7：截至 2022 年末，公司主要在建自营项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	回款模式
横街历史街区保护整治	2021-2022	3.42	3.21	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	1.22	收取停车费
教育服务中心	2021-2022	2.32	1.52	出租
消防训练基地	2015-2022	2.56	2.10	出租
合计	-	10.02	8.05	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房屋销售

跟踪期内，公司承接了较多的崇福镇房产开发业务，包括安置房、商品房和市场化销售厂房。目前公司尚有一定规模已完工待销售房产，在建项目主要以市场化销售的厂房为主，业务可持续性较好；但房产开发业务易受房产调控政策及市场价格波动影响，未来销售情况存在一定不确定性，该业务收入的稳定性及盈利能力需关注。

公司房地产开发业务主要由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“两新建设”）负责运营，目前房产项目均位于桐乡市崇福镇，主要包含安置房、商品房和市场化销售的厂房等，收入受完工进度和市场行情影响波动相对较大。

业务模式方面，公司通过挂牌竞拍方式取得安置房项目的建设用地，然后由公司负责安置房项目的开发建设，建设完成后按照政府定价面向符合条件的安置户进行定向销售，公司将安置房销售金额确认收入。同时，公司还市场化经营部分厂房业务，公司负责开发建设的厂房主要用于引进皮革、纺织服装生产企业，厂房建成后部分出租，部分出售。

业务开展情况，公司已完工在售的项目主要包括运河花苑项目、华光景苑安置房项目及品牌园一期项目。2021~2022 年，公司房屋销售收入主要来自于运河花苑项目，该项目部分用于定向安置，部分市场化销售，分别形成安置房和商品房销售收入。公司在建房地产项目有 4 个，分别为品牌园二期项目、未来工业区首开区项目、人工智能产业园项目和工业社区有机更新及基础设施提升改造一期项目，上述项目均为厂房，计划经营用途为出租及销售，尚需投资额合计达 6.07 亿元，需关注后续公司资金需求以及建成后厂房的出租和出售情况。截至 2022 年末，公司暂无拟建的房地产项目。

表 8：截至 2022 年末公司主要已完工在售房地产项目情况（万元、平方米）

项目名称	项目类别	建设周期	总投资	已投资	建筑面积	销售单价	累计已售金额	销售进度
运河花苑	安置房	2019~2021	85,927.00	72,353.51	147,052.53	0.30	11,345.57	27.21
	商品房				65,260.88	0.90	50,002.74	92.51
华光景苑	安置房	2013~2017	21,058.00	21,058.00	74,280.73	0.28	2,503.18	34.45
品牌园一期	厂房	2014~2017	19,387.18	19,387.18	108,439.65	--	23,403.54	100
合计	--	--	126,372.18	112,798.69	395,033.79	--	87,255.03	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：截至 2022 年末公司主要在建房地产项目情况（亿元、平方米）

项目名称	建设周期	建筑面积	总投资额	已投资额
品牌园二期项目	2018~2022	116,500.00	3.20	2.76
未来工业区首开区项目	2021~2023	127,771.92	4.83	1.40
人工智能产业园项目	2020~2023	146,562.00	5.35	4.12
工业社区有机更新及基础设施提升改造一期项目	2022-2024	77,204.32	2.41	1.44
合计	-	468,038.24	15.79	9.72

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

贸易销售

公司系桐乡市崇福镇重要的贸易经营单位，羊毛及钢材销售方面具有一定的垄断优势和区域竞争优势，近年来公司贸易规模进一步扩大，业务可持续性较强；公司羊毛贸易为进口业务，易受汇

率波动影响，业务的稳定性及盈利性需关注。

公司贸易销售业务主要由子公司两新建设公司负责，主要的贸易产品为羊毛和钢材。桐乡市崇福镇系桐乡市经济和城市化发展领先的城镇，是以裘皮制衣为龙头的皮毛加工制造业基地和以皮毛市场为依托的皮毛集散中心。因此，公司在经营羊毛产品和钢铁产品贸易销售业务上具有一定的优势及垄断地位。

业务模式方面，公司贸易销售业务主要由需求方提交订单，公司据此向采购商进行采购，收到产品经检验合格后根据合同规定或者客户的要求运输至指定仓库交客户签收货物。其中，羊毛贸易采购环节部分主要采取进口的形式进行采购，公司与海外采购商签订采购合同，一般约定按照合同 CIF 价格条款成交，其次按照约定条件经由惯常航线，将货物运输至指定的目的港，公司在指定的目的港从承运人处收受货物，完成采购。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 1~2 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。

从上下游客户来看，公司贸易业务上游采购商和下游客户均比较集中。2022 年，公司向前五大采购商采购的金额占总采购金额比例为 71.93%，主要贸易品种为羊毛。同期，公司向前五大客户销售的金额占总销售金额比例为 100.00%。2022 年，公司上游采购商集中度上升较多，主要系羊毛贸易业务因进口渠道受限，供应商较为集中所致。同期，贸易业务毛利率受汇率影响有所上升。

表 10：2022 年公司前五大采购商情况（万元、%）

年份	单位名称	销售金额	占比	贸易品种
2022	ENDEAVOUR WOOL EXPORTS PTY LTD	5,327.65	18.67%	羊毛
	KATHAYTEX (NSW)PTY LIMITED	4,854.19	17.01%	羊毛
	杭州天钢贸易有限公司	3,583.56	12.55%	钢材
	TECHWOOL TRADING PTY LTD	4,826.72	16.91%	羊毛
	Standard Wool South Africa(pty)Ltd	1,938.47	6.79%	羊毛
	合计	20,530.59	71.93%	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：2022 年公司前五大客户情况（万元、%）

年份	单位名称	销售金额	占比	贸易品种
2022	桐乡市华澳毛条有限公司	20,451.55	63.70%	羊毛
	浙江星途建材有限公司	10,578.65	32.95%	钢材
	浙江向洋羊毛科技有限公司	1,029.19	3.21%	羊毛
	巨匠建设集团股份有限公司	45.07	0.14%	钢材
	合计	32,104.45	100.00%	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

租赁

公司在桐乡市国有资产运营领域担任重要角色，持有区域内优质的经营性资产；公司出租资产位于崇福镇，出租资产主要系经营对当地经济贡献较大的皮毛及建筑装饰材料市场，出租率较高，租赁收入较为可观，业务可持续性较好。

公司租赁业务主要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，主要采取出租的经营模式，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

桐乡建筑装饰材料市场，以收取租金及物业管理费收入。

公司租赁合同基本为一年一签，租金于合同签订日一次性缴纳。租金根据商铺所在地段和商铺面积等因素综合确认。目前皮毛市场公司下属的皮毛市场和建筑装饰材料公司下属的建筑装饰材料市场商铺已全部对外出租，桐乡市崇福南区皮毛市场目前还有部分商铺处于招租中，公司将依据市场行情和商铺位置对商铺租金进行具体调整。2022 年，公司对出租商铺采取三个月免租政策，减免的租金规模约 577 万元。

表 12：截至 2022 年末公司主要经营性物业运营情况（平方米、家、%）

市场名称	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	100
桐乡市崇福南区皮毛市场	22,557.55	22,557.55	336	85
桐乡市建筑装饰材料市场	43,627.50	43,377.50	900	100
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

其他业务

公司其他业务包含绿化业务及劳务派遣业务等，可以对公司收入形成一定补充，并能一定程度上分散经营风险。

除土地开发、委托代建及房屋销售等主营业务外，公司还从事绿化及劳务派遣等其他服务。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。公司绿化业务收入受人工、苗木等成本较高影响，近年来持续呈现亏损状态，2022 年随着绿化业务经营规模逐步扩张，固定支出增幅较少，毛利率有所回升。

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。2022 年，公司劳务派遣业务实现收入 2,661.32 万元，较 2023 年同比减少 12.10%，主要系城管人员由劳务派遣转为正式聘用人员所致。

财务风险

中诚信国际认为，公司财务风险处于较高水平，受益于政府的持续支持，跟踪期内公司所有者权益呈现上升态势，资本实力有所增强；但公司资产流动性不足，整体资产质量一般，债务规模处于增长态势，财务杠杆水平较高，资本结构有待优化；经营活动现金流呈净流出状态，EBITDA 无法对债务本息进行有效覆盖。

资本实力与结构

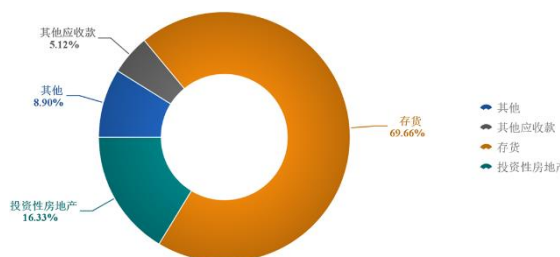
公司主要业务板块持续投入，资产规模保持增长态势，同时公司受益于政府的持续支持，资本实力有所提升；公司资产有一定的收益性，但流动性不足，整体资产质量一般，且财务杠杆比率处

于较高水平，财务稳定性有待提高。

作为桐乡市崇福镇重要的基础设施投资建设及国有资产运营主体，公司地位重要，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，加之在建项目的持续推进，公司资产规模呈增长态势。

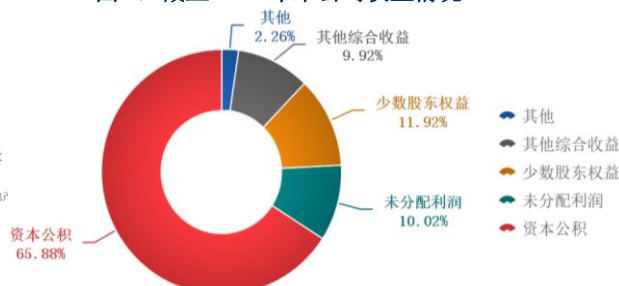
公司资产主要由委托代建和土地整理业务形成的存货、租赁业务形成的投资性房地产以及应收往来款等构成。公司资产以流动资产为主。截至 2022 年，公司流动资产占比为 78.81%左右。未来公司整体业务布局预计没有大的变化，资产结构将保持稳定。未来随着房地产板块、土地整理及基础设施建设板块项目的持续推进，预计存货将保持增长态势，但由于公司存货中以土地、房地产和基建项目为主的开发成本较大且存在较大规模已整理未移交土地项目，资产流动性较弱；投资性房地产中的租赁资产可带来一定的资产收益。总体来看，公司资产流动性较弱，需关注相关项目已投成本的结算回款情况，总体资产质量一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司净资产以资本公积为主，跟踪期内大幅增长主要系公司无偿划入桐乡市融杭新城开发建设有限公司 100.00% 股权并收到财政划入土地资产 6.19 亿元以及公司本部和子公司桐乡市崇福运河文化投资发展有限公司¹收到政府资金拨付合计 8.42 亿元。预计公司能够持续获得政府在货币资金及实物资产的无偿划入等方面的支持，后续资本实力或将进一步提升。

得益于所有者权益的大幅上升，跟踪期内公司财务杠杆水平有所下降。随着项目建设的逐步推进，在项目回款不及时的情况下，未来公司或仍将依赖于外部融资填补资金缺口，公司总债务预计将持续增长，财务杠杆率或将进一步提高。

表 13：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
总资产	120.27	138.05	167.80
流动资产占比	81.99	81.86	78.81
经调整的所有者权益合计	41.29	45.75	66.43
资产负债率	65.67	66.86	60.41
总资本化比率	59.71	61.10	54.71

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司部分项目结算回款进度慢叠加持续的项目建设支出，经营活动净现金流持续为负且预计将保

¹ 桐乡市崇福运河文化投资发展有限公司为公司三级子公司，注册资本为 2.00 亿元。

持这一态势；公司经营发展对外部融资存在较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

公司收入主要来自于贸易销售、房屋销售、土地开发及委托代建工程。其中贸易销售、房屋销售及土地开发板块回款较为及时，委托代建工程业务受政府资金安排影响，回款稍有滞后，公司整体收现比有所下滑，收入质量有待提升。

公司土地开发和委托代建业务前期投入较大，项目开发和结算周期较长，目前回款较少。公司销售商品、提供劳务收到的现金规模较小，购买商品、接受劳务支付的现金规模较大，加之公司支付的往来款规模较大，使得经营活动净现金流持续为负且预计未来将继续保持这一态势。

投资活动现金流方面，跟踪期内随着横街历史街区保护整治、运河健康广场停车场及智慧停车改造等项目建设的持续投入，导致公司投资活动净现金流持续呈现为净流出状态。根据其自营项目建设进度情况来看，预计公司短期内投资活动现金流仍将保持这一态势。

公司现金流入较为依赖于筹资活动，外部融资主要通过银行借款和发行债券，为满足房地产开发、土地整理等业务投入以及部分债券到期的偿债资金需求，公司通过银行借款和发行债券方式筹集资金，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。公司现金及现金等价物净增加额波动较大，需关注未来资金收支平衡状况。

表 14：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	-12.14	-7.51	-7.71
投资活动产生的现金流量净额	-1.06	-9.96	-5.16
筹资活动产生的现金流量净额	18.28	10.22	11.79
现金及现金等价物净增加额	5.09	-7.25	-1.08
收现比	1.68	0.93	0.79

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模逐年增长，债务负担逐步加重，跟踪期内由于部分长期债务面临到期，公司短期债务增幅显著；EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障能力有限。

随着经营业务的持续发展，公司外部债务融资需求不断推升，跟踪期内债务规模保持增长态势，2022 年总债务较 2021 年增长 11.64%。公司债务以银行借款、债券发行为主，同时有部分融资租赁借款，但非标债务占比较小，银行借款以保证借款和质押借款为主。2022 年公司短期债务占比增幅较大，主要系由于公司当期部分长期债务面临到期，一年内到期的非流动负债及短期借款规模上升所致，公司面临的短期偿债压力较大。

表 15：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	成本区间	金额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	5 年以上
银行借款	3.6%-5.2%	41.73	21.39	4.56	1.80	1.20	1.10	11.68
债券融资	3.0%-7.88%	35.32	18.64	1.84	8.84	--	6.00	--
非标融资	4.25%-5.23%	1.88	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	--
其他	1.2%	1.20	--	--	0.60	0.60	--	--
合计	--	80.13	40.41	6.78	11.62	2.18	7.48	11.68

注：到期债务合计数与总债务差异系到期债务未包含部分应付利息所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由营业利润构成，对政府补助依赖较大。跟踪期内随着各业务板块盈利能力波动，EBITDA 总体呈现下滑趋势；同时，债务规模的快速增长导致公司利息支出上升较快，公司 EBITDA 对利息的保障能力欠佳。此外，公司经营活动净现金流持续为负，无法对债务利息形成有效覆盖。

表 16：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022
总债务	61.19	71.87	80.24
短期债务占比	14.22	21.26	50.37
EBITDA	1.51	1.23	1.23
EBITDA 利息覆盖倍数	0.51	0.34	0.32
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-4.07	-2.06	-2.02

注：EBITDA 扣除了非经常性损益调整。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模不大，截至 2022 年末，公司受限资产 9.22 亿元，占当期末总资产的 5.49%，主要是用于银行贷款抵押受限的存货和投资性房地产，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保余额为 8.14 亿元，占同期末净资产的比例为 12.25%，被担保单位系桐乡市国有企事业单位，代偿风险较小。截至 2022 年末，公司以及下属主要子公司无重大诉讼事项。

此外，公司应收对振业建设集团有限公司代偿款 2,044.51 万元，其中 1,045.00 万元已由其提供的房产抵押。截至 2023 年 4 月，抵押房产已完成过户，公司收到首期债权分配款 69.42 万元，剩余部分等待清算，需关注后续款项收回情况。

表 17：截至 2022 年末公司对外担保情况（万元）

被担保企业	担保余额	到期日
嘉兴卡涑复合材料有限公司	2,266.00	2030/11/8
桐乡市崇德城市开发建设有限公司	55,100.00	2028/1/7
桐乡市石门两新建设开发有限公司	24,000.00	2027/3/26
合计	81,366.00	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 05 月，公司近两年一期未发生违约事件，也不存在两年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测²

假设

——2023 年，公司仍作为桐乡市崇福镇重要的国有资产经营及城市建设投融资运营主体，没有较大规模的资产划入和划出。

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

- 2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。
- 2023 年，公司土地整理、基础设施建设及安置房项目建设投资规模预计每年在 10~15 亿元。
- 公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类融资规模在 10~15 亿元。

预测

表 18：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率 (%)	61.10	54.71	50.67~61.93
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.34	0.32	0.22~0.26

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

近年来公司经营活动净现金流呈现净流出状态，截至 2022 年末公司可动用账面资金为 2.65 亿元，公司短期债务压力较大，可动用的账面资金无法对短期债务形成有效覆盖。截至 2022 年末，公司银行授信总额为 128.48 亿元，尚未使用授信额度为 49.49 亿元，备用流动性较为充足，但需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。同时作为桐乡市重要的国有资本运营及城市建设投融资主体，公司可获得政府一定规模的资金支持，为公司提供了一定的资金空间。

公司流动性需求主要来自于项目建设、外部投资及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于土地开发、基础设施代建及房地产开发项目建设等，资金需求约 12 亿元。截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务约 40.41 亿元，此外 2022 年公司利息支出已增至 3.81 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司账面流动性偏紧，但备用流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司注重可持续发展和安全管理，并积极履行企业社会责任；公司治理结构较好，内控制度较健全。

环境方面，公司的基础设施、土地整理及房地产开发项目建设等业务可能会面临一定环境风险。截止目前，公司尚未受到监管处罚，在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高；近年来未发生安全生产事故和员工劳动纠纷。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综

³中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

外部支持

中诚信国际认为，桐乡市政府支持能力强，主要体现在以下：

桐乡市产业特色鲜明，是浙江省首批工业强市，拥有超 16 万个市场主体、4 万家企业、10 家上市公司，传统优势产业为化纤、玻纤和纺织。近年来桐乡积极承接大会红利，数字经济取得较快发展，2022 年桐乡市 GDP、一般公共预算收入在嘉兴市下属区县中位居前列。桐乡市区域债务规模上升较快，截至 2022 年末桐乡市地方政府债务余额 222.31 亿元，仅次于嘉善县和海宁市，政府债务率为 69.09%，低于国际 100%警戒标准，但区域内存在未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，桐乡市政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性较强：公司是桐乡市崇福镇重要的国有资产经营及城市建设投融资主体，与其他市级平台的职能定位不同、各自分工明确，资产规模在桐乡市市级平台中处于平均水平，区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联度较高：公司实控人为桐乡市财政局，公司重大的经营战略与当地政府规划紧密相关，重大投融资决策需要报批桐乡市政府批准，管理制度在政府指导文件下不断更新完善，公司在股权结构、业务开展等方面与当地政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度较大：公司在获得项目建设专项资金拨付、财政补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出具有重要支撑。除直接的资金支持外，桐乡市政府还以股权划入、资产注入等形式对公司提供支持。

表 19：桐乡市级类平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
桐乡市城市建设投资有限公司	桐乡市财政局 100%	桐乡市重要的基础设施建设及国有资产经营主体，负责全市除主城区外的城市建设以及全市公用事业运营。	1,413.25	593.29	58.02	67.44	6.71	104.80
桐乡市交通建设投资集团有限公司	桐乡市城市建设投资有限公司 100%	桐乡市交通基础设施建设及公共运输业务经营主体。	-	-	-	-	-	-
桐乡市水务集团有限公司	桐乡市城市建设投资有限公司 100%	桐乡市唯一的供水企业，也承担了桐乡市各个镇、街道的污水收集和处理任务。	-	-	-	-	-	-
桐乡市工业发展投资集团有限公司	桐乡市城市建设投资有限公司 100%	桐乡经济开发区的土地整理和基础设施建设主体。	128.37	59.37	53.75	9.05	1.38	14.20

桐乡市金凤凰控股集团有限公司	桐乡市城市建设投资有限公司 100%	桐乡市重要的国有资产经营、城市建设及服务业投融资运营主体。	-	-	-	-	-	-
桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司	桐乡市金凤凰控股集团有限公司 100%	桐乡市重要的服务业投融资运营主体，承担着桐乡市旅游资源开发及运营、全市农贸市场经营以及城市有机更新等职能。	234.89	75.79	67.74	16.04	2.92	40.00
桐乡市濮院时尚产业发展集团有限公司	桐乡市金凤凰控股集团有限公司 100%	桐乡市重要的投资开发及国有资产运营主体，目前主要负责濮院镇土地开发、基础设施建设和经营性资产运营。	-	-	-	-	-	10.00
桐乡市崇德投资发展集团有限公司	桐乡市城市建设投资有限公司 100%	桐乡市崇福镇区域内城市建设和桐乡市崇福皮毛市场投融资建设主体。	167.80	66.43	60.41	9.81	1.05	30.52
乌镇实业（桐乡）有限公司	桐乡市城市建设投资有限公司 100%	桐乡市乌镇区域土地开发主体，同时还经营商贸服务和出租业务等。	196.53	62.54	68.18	8.22	1.16	42.00
桐乡市城市发展集团有限公司	桐乡市财政局 75%	桐乡市主城区开发建设主体	-	-	-	-	-	20.00
桐乡市振东新区建设投资有限公司	桐乡市城市发展集团有限公司 91.523%	桐乡市振东新区开发建设主体。	160.89	69.60	56.74	5.10	1.20	29.00
桐乡市公益事业建设投资集团有限公司	桐乡市城市发展集团有限公司 51%	桐乡市主城区中西城区的开发建设主体。	-	-	-	-	-	-

注：财务数据为截至 2022 年末数据，债券融资余额系企业预警通截至 2023 年 05 月 10 日的债券余额。
资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，桐乡市政府支持能力强，对公司有较强的支持意愿，可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，崇德投资与乌镇实业、桐乡振东和奉化交投等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府均有强的支持能力，并对上述公司均有较强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，桐乡市的行政层级和奉化区相同，债务负担高于奉化区；桐乡市区域内产业基础较好，经济较活跃，对当地城投企业的支持能力强。同时，崇德投资和可比公司均为所在区域重要的基础设施建设投融资主体，具有较高的职能重要性，当地政府对他们均有较强的支持意愿。

其次，崇德投资的外部经营环境风险及业务风险与可比公司无显著差异，基于当地政府对公司的主要定位，公司的主营业务围绕其职能定位展开，具有一定业务竞争优势。同时公司业务相对多元化，在承担桐乡市崇福镇基础设施建设、保障房和土地整理的同时，亦开展了贸易销售及租赁服务等市场化业务，为公司收入提供较好补充，但也存在项目资本支出压力大、结算滞后等问题。

然后，崇德投资的财务风险与乌镇实业和奉化交投无显著差异，略高于与桐乡振东。公司资产规模和权益规模均处于可比公司中等水平。EBITDA 利息保障倍数较低，债务规模处于可比公司较高水平；但公司可用银行授信余额规模可以覆盖公司短期债务，备用流动性较好。

表 20：2022 年同行业对比表

	崇德投资	乌镇实业	桐乡振东	奉化交投
最新主体信用等级	AA	AA	AA	AA
地区	嘉兴市桐乡市	嘉兴市桐乡市	嘉兴市桐乡市	宁波市奉化区
GDP (亿元)	1,209.70	1,209.70	1,209.70	907.28
GDP 增速 (%)	2.6	2.6	2.6	2.4
人均 GDP (万元)	11.47	11.47	11.47	15.48
一般公共预算收入 (亿元)	105.84	105.84	105.84	69.30
公共财政平衡率 (%)	79.42	79.42	79.42	64.57
政府债务余额 (亿元)	222.31	222.31	222.31	167.45
控股股东及持股比例	桐乡市城市建设投资有限公司 100%	桐乡市城市建设投资有限公司 100%	桐乡市城市发展集团有限公司 91.52%和浙江省财务开发有限责任公司 8.48%	宁波市奉化区国有资产管理中心 98.5%和浙江省财务开发有限责任公司 1.5%
职能及地位	桐乡市重要的基础设施建设及国有资本运营主体，主要负责桐乡市崇福镇范围内的土地整理、基础设施建设等工作。	桐乡市重要的基础设施建设及国有资本运营主体，主要负责桐乡市乌镇范围内的土地整理、基础设施建设等工作。	桐乡市主城区重要的开发建设主体，承担了城市开发建设管理范围内的土地整理和基础设施建设业务。	奉化区重要的交通基础设施投融资和建设主体
核心业务及收入占比	贸易销售 32.73%、商品房销售 24.90%、土地开发 16.04%、委托代建工程 11.10%、安置房销售 5.47%、租赁 2.11%。	贸易销售 32.97%、房产销售 30.59%、土地开发 16.16%、委托代建工程 11.19%、租赁服务 2.13%。	工程施工收入 49.89%、土地整理收入 29.48%、租金收入 12.10%、委托代建收入 6.00%。	工程建设 78.58%
总资产 (亿元)	167.80	196.53	160.89	113.99
经调整的所有者权益合计 (亿元)	66.43	62.54	69.60	48.77
总债务 (亿元)	80.24	124.91	54.96	54.06
总资本化比率 (%)	54.71	66.64	44.12	52.57
营业总收入 (亿元)	9.81	8.22	5.10	12.69
净利润 (亿元)	1.05	1.16	1.20	1.16
EBITDA (亿元)	1.23	2.60	1.39	2.68
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	0.32	0.52	0.69	0.92
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	-7.71	-13.62	-31.90	-6.09
可用银行授信余额 (亿元)	49.49	33.17	20.27	3.44

债券融资余额（亿元）	30.52	42.00	29.00	12.00
------------	-------	-------	-------	-------

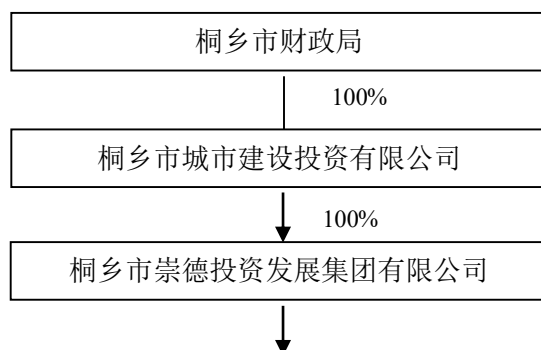
注：财务数据为截至 2022 年末数据，债券融资余额系企业预警通截至 2023 年 05 月 09 日的债券余额。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

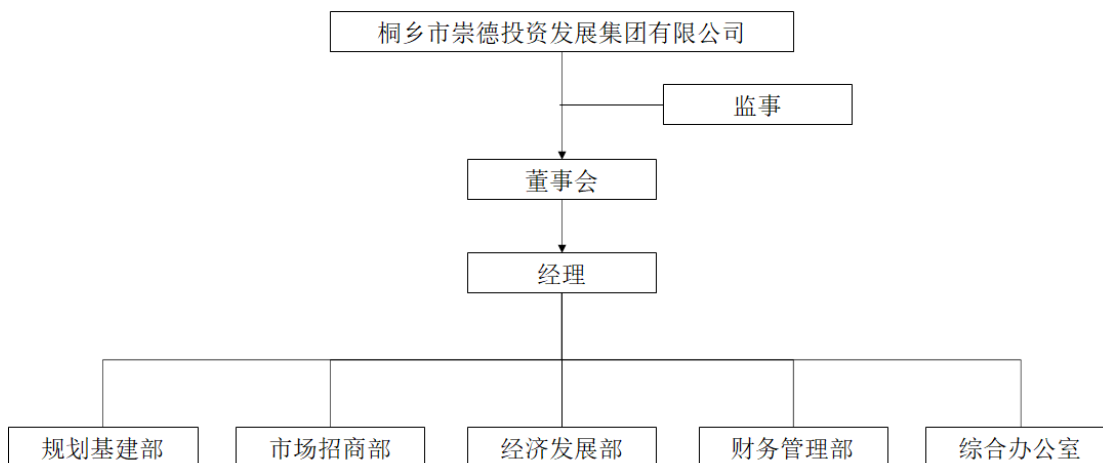
评级结论

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

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）	2020	2021	2022
货币资金	125,756.77	44,388.57	26,530.64
非受限货币资金	125,756.77	44,388.57	26,530.64
应收账款	12,184.41	21,129.54	28,845.77
其他应收款	49,755.08	69,793.57	85,930.75
存货	779,204.84	984,843.76	1,168,843.52
长期投资	2,909.81	4,813.86	14,064.86
在建工程	24,385.05	27,656.22	58,570.46
无形资产	3,795.78	3,713.90	3,630.08
总资产	1,202,655.03	1,380,481.75	1,678,046.60
其他应付款	39,841.64	24,371.16	82,931.40
短期债务	87,034.00	152,763.36	404,115.06
长期债务	524,875.31	565,945.04	398,238.70
总债务	611,909.31	718,708.41	802,353.76
总负债	789,730.64	922,953.32	1,013,710.54
利息支出	29,814.61	36,442.07	38,141.41
经调整的所有者权益合计	412,924.39	457,528.43	664,336.07
营业总收入	48,641.21	106,746.94	98,086.96
经营性业务利润	10,726.37	10,735.81	10,998.75
其他收益	11,136.79	11,897.78	12,509.50
投资收益	304.30	-35.22	-504.03
营业外收入	295.01	1,544.36	608.91
净利润	11,871.94	11,866.93	10,512.17
EBIT	13,796.17	10,928.52	10,298.96
EBITDA	15,131.05	12,331.43	12,311.65
销售商品、提供劳务收到的现金	81,782.92	98,832.88	77,683.41
收到其他与经营活动有关的现金	28,700.05	55,411.01	92,017.24
购买商品、接受劳务支付的现金	182,920.77	146,259.66	202,996.53
支付其他与经营活动有关的现金	46,359.11	79,418.59	38,997.96
吸收投资收到的现金		19,600.00	1,477.40
资本支出	4,652.97	63,617.58	42,930.57
经营活动产生的现金流量净额	-121,394.17	-75,058.91	-77,062.69
投资活动产生的现金流量净额	-10,559.88	-99,635.09	-51,588.25
筹资活动产生的现金流量净额	182,826.05	102,226.56	117,892.26
现金及现金等价物净增加额	50,872.00	-72,467.44	-10,758.69
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	5.64	5.32	8.33
期间费用率(%)	5.20	5.40	9.07
应收类款项/总资产(%)	5.27	6.69	6.84
收现比(X)	1.68	0.93	0.79
资产负债率(%)	65.67	66.86	60.41
总资本化比率(%)	59.71	61.10	54.71
短期债务/总债务(%)	14.22	21.26	50.37
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-4.07	-2.06	-2.02
总债务/EBITDA(X)	40.44	58.28	65.17
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.08	0.03
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.51	0.34	0.32

注：1、中诚信国际根据崇德投资提供的其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 2020~2022 年审计报告整理；2、中诚信国际将长期应付款中的带息债务纳入总债务核算。

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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/总资产
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项/总资产	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业总收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益(不含计入非经常性损益的其他收益)
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
现金流	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
	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/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn