



乌镇实业（桐乡）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 1185 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 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	乌镇实业（桐乡）有限公司	AA/稳定
担保主体及评级结果	桐乡市城市建设投资有限公司	AA+/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 乌镇债/21 乌镇债”	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；乌镇实业（桐乡）有限公司（以下简称“乌镇实业”或“公司”）在推进桐乡市乌镇区域的城市开发建设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。中诚信国际预计乌镇实业土地开发、委托代建及商贸服务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，需要关注公司资产流动性较弱、债务规模增长较快、自营项目资金平衡情况以及担保债务增长较快等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。本次债项信用等级充分考虑了桐乡市城市建设投资有限公司（以下简称“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对本次债券还本付息的保障作用。

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。

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

- **区域经济财政实力强。**桐乡市产业特色鲜明，是浙江省首批工业强市，经济总量在嘉兴市位居前列，近年来桐乡市经济财政实力不断增强，为公司业务发展奠定良好基础。
- **业务地位较为重要，业务可持续性较强。**公司作为桐乡市乌镇区域重要的城市建设和国有资产运营主体之一，土地开发整理及基础设施建设等项目储备较多，业务的可持续性较强。

关注

- **资产流动性较弱。**公司基础设施代建及土地开发项目投入成本规模较大，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，财务稳定性较弱。
- **需关注自营项目资金平衡情况。**公司在建自营项目前期投入规模较大，未来资金平衡情况需持续关注。
- **担保方债务增长较快。**随着桐乡城投业务的持续发展，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。

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

乌镇实业（合并口径）	2020	2021	2022
总资产（亿元）	144.26	167.55	196.53
经调整的所有者权益合计（亿元）	52.70	54.04	62.54
总负债（亿元）	91.57	113.51	133.99
总债务（亿元）	79.28	101.51	124.91
营业总收入（亿元）	7.33	8.54	8.22
经营性业务利润（亿元）	1.68	1.31	1.38
净利润（亿元）	1.69	1.35	1.16
EBITDA（亿元）	2.69	2.55	2.60
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-10.98	-7.59	-13.62
总资本化比率(%)	60.07	65.26	66.64
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.58	0.46	0.52

注：1、中诚信国际根据乌镇实业提供的其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 2021~2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了下一年度审计报告期初数，2022 年财务数据采用了本年度审计报告期末数；2、中诚信国际将长期应付款和其他应付款中的带息债务调整至总债务核算；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。

担保主体概况数据

桐乡城投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	886.35	1,148.48	1,413.25	1,516.03
经调整的所有者权益合计（亿元）	361.14	481.93	593.29	596.38
总负债（亿元）	525.21	666.56	819.96	919.65
总债务（亿元）	381.93	488.06	647.38	746.46
营业总收入（亿元）	48.20	65.85	67.44	12.80
经营性业务利润（亿元）	6.31	6.39	5.13	-0.65
净利润（亿元）	8.47	8.83	6.71	-0.41
EBITDA（亿元）	15.75	15.36	19.64	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-6.06	-10.52	-76.35	-8.01
总资本化比率(%)	51.40	50.32	52.18	55.59
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.89	0.80	0.77	--

注：1、中诚信国际根据桐乡城投提供的其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 2021~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了下一年度审计报告期初数，2022 年财务数据采用了本年度审计报告期末数；2、中诚信国际将长期应付款和其他非流动负债中的带息债务调整至长期债务；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

乌镇实业（桐乡）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	21 乌镇债/21 乌镇债（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	21 乌镇债/21 乌镇债（AA ⁺ ）	2021/02/02	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

注：中诚信国际口径。

同行业比较（2022 年数据）

项目	乌镇实业	崇德投资	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）	62.54	66.43	69.60	48.77
总资本化比率（%）	66.64	54.71	44.12	52.57
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.52	0.32	0.69	0.92

注：崇德投资系“桐乡市崇德投资发展集团有限公司”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。

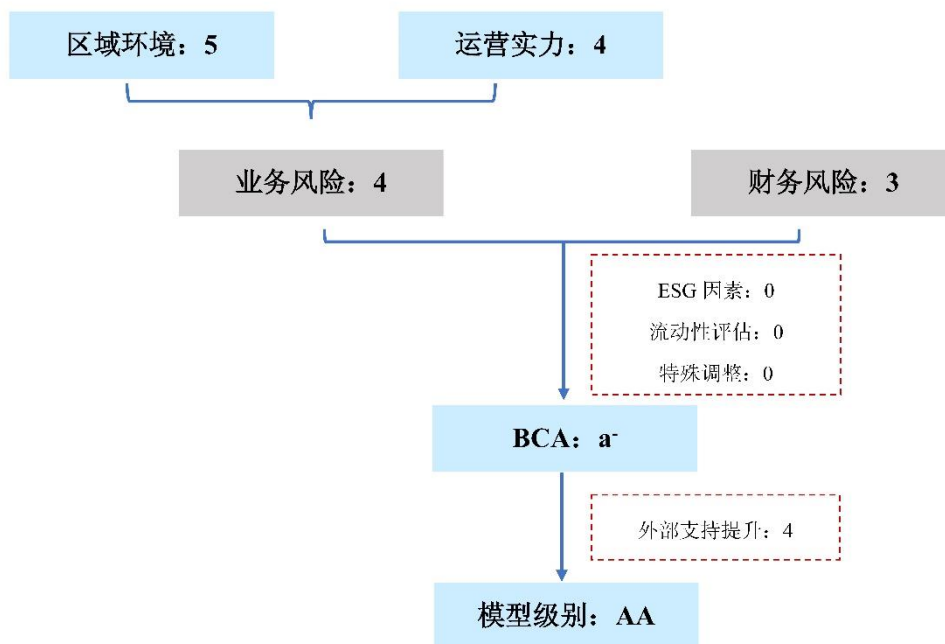
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

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
21 乌镇债/21 乌镇债	AA ⁺	AA ⁺	2022/6/28	12.00	12.00	2021/03/11~2028/03/11	调整票面利率，回售，债券提前偿还

评级模型

乌镇实业(桐乡)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,区域环境风险低。跟踪期内乌镇实业仍作为桐乡市重要的城市建设开发和国有资本运营主体,土地整理和基础设施建设业务目前主要集中在桐乡市乌镇区域,业务竞争力整体较弱。公司在建及拟建项目尚需投资规模较大,未来将面临一定的投融资压力。

■ 财务风险:

中诚信国际认为,随着主营业务不断投入,跟踪期内乌镇实业总资产和所有者权益稳步增长。但公司债务规模增长较快,财务杠杆水平较高,资本结构有待优化,存货变现能力较弱,其他应收款对资金形成一定占用,整体资产流动性较弱。

■ 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乌镇实业个体基础信用等级无影响,乌镇实业具有 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;同时乌镇实业系桐乡市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当地政府的持续支持,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

2021 年 3 月 11 日，公司发行“21 乌镇债/21 乌镇债”，募集资金总额 12.00 亿元，募集资金用于项目建设和补充营运资金。截至 2022 年末，公司募集资金已全部使用完毕，募集资金使用情况与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

表 1：截至 2022 年末公司募投项目建设及募集资金使用情况（亿元）

项目名称	投资总额	已投资金额	计划使用募集资金	已使用募集资金
桐乡市乌镇互联网大会永久落地地配套建设项目	18.25	13.29	7.20	7.20
补充流动资金	--	--	4.80	4.80
合计	18.25	13.29	12.00	12.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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持续提升，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.ccx.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 2：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，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乌镇区域内，整体业务竞争力较弱；公司主营业务包括土地一级开发、基础设施代建、房地产销售及商贸服务等业务，土地开发、基础设施和自营建设项目较为充足，公司的业务稳定性和可持续性较强。值得注意的是，公司在整理及拟整理土地受政府出让计划及土地市场影响，未来收入存在一定不确定性；同时大量项目建设资金和投资成本沉淀于存货和在建工程中，影响整体资产的流动性；且在建及拟建项目尚需投资规模较大，公司将面临一定的投融资压力。

表 3：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商贸服务收入	3.97	54.16	-0.02	4.66	54.55	4.10	3.23	39.30	8.17
土地一级开发项目委托开发收入	1.57	21.48	4.58	1.67	19.51	0.28	1.60	19.52	-0.40
委托代建收入	--	--	--	0.77	9.02	3.85	1.24	15.07	4.77
房产销售	--	--	--	--	--	--	0.31	3.79	-6.82
租赁收入	0.44	5.98	32.48	0.57	6.72	14.44	0.86	10.44	41.44
会展收入	1.13	15.36	61.85	0.49	5.72	48.59	0.53	6.48	39.50
其他业务	0.22	3.03	7.78	0.38	4.48	21.77	0.44	5.40	4.71
营业总收入/综合毛利率	7.33	100.00	12.65	8.54	100.00	7.36	8.22	100.00	10.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地一级开发板块

公司土地整理业务收入系公司营业收入重要的构成部分，展业范围主要集中在乌镇区域内，整体业务竞争力较弱；土地整理项目储备规模较大，业务的稳定性较好；在整理及拟整理项目尚需投资规模较大，未来将面临一定的投融资压力。

公司是桐乡市重要的土地开发运营主体，展业范围集中在乌镇区域，运营主体为公司本部和乌镇世界互联网产业园（桐乡）开发建设有限公司（以下简称“互联网产业园”）。公司本部主要负责乌镇互联网与旅游文创项目（老乌镇区块），互联网产业园主要负责互联网产业园项目（龙翔街道区块）。

业务模式方面，2015 年公司本部和互联网产业园分别就各自区域内的约 8,800 亩土地和约 3,000 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，据移交土地面积签署结算协议和土地移交清单后，确认相关地块的土地一级开发收入。土地委托开发收益按照直接成本（包含土地开发项目施工、设计及监理等直接相关费用）的 18%进行核算，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，则自负盈亏。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,土地一级开发费用于每年年末进行结算并确认收入,回款一般在一年内到账。

随着开发周期延长,间接费用逐年增加,2020 年末公司和互联网产业园分别与桐乡市乌镇人民政府签署补充协议,约定后续土地委托开发收益在上年度加成率基础上,在 20%以内的幅度进行上浮。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。2021 年公司和互联网产业园分别与桐乡市乌镇人民政府签订《桐乡市乌镇镇土地开发整理项目委托开发协议书》,公司和互联网产业园负责的区块分别新增 578.3 亩和 2,769.95 亩土地。截至 2022 年末,由公司负责的乌镇互联网与旅游文创项目(老乌镇区块)土地合计 10,684.64 亩,互联网产业园负责的互联网产业园项目(龙翔街道区块)土地合计 5,423.75 亩。

业务开展情况,截至 2022 年末,公司主要整理地块合计总面积为 16,108.39 亩,其中,已出让 1,410.94 亩,已整理未出让 11,138.31 亩,在整理及拟整理 3,559.14 亩,确认收入项目回款效率尚好,但由于公司整体土地出让进度较为缓慢,实际回款占项目前期投资规模占比仍较少。同时,受政府土地利用规划及市场行情影响,公司每年移交的土地面积有所波动。2022 年,公司土地整理业务毛利率为负,主要系当期利息支出等间接费用较高所致。公司在整理及拟整理土地规模较大,可对该业务未来收入提供保障,但尚需投资规模较大,未来将面临较大的投融资压力。

表 4: 公司近年来土地整理业务情况

项目名称	2020	2021	2022
土地开发支出(万元)	63,697.00	85,287.00	79,076.00
土地移交面积(亩)	274.21	326.99	279.00
土地开发平均结算成本(万元/亩)	54.39	50.36	57.73
土地开发结算成本(万元)	14,913.56	16,612.36	16,106.65
土地开发收入(万元)	15,061.14	16,659.21	16,042.15
土地开发业务回款(万元)	35,000.00	15,096.41	16,659.21

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

表 5: 截至 2022 年末公司在整理及拟整理土地情况(亩、万元)

地块名称	面积	总投资	已投资	已确认收入	已回款	整理期间
互联网产业园项目(龙翔街道区块)	5,423.75	550,000.00	270,531.00	94,559.00	85,129.00	2015-2030
乌镇互联网与旅游文创项目(老乌镇区块)	10,684.64	750,000.00	513,561.00	159,966.00	153,354.00	2015-2030
合计	16,108.39	1,300,000.00	784,092.00	254,525.00	238,483.00	--

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

委托代建业务

跟踪期内,公司仍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乌镇,整体业务竞争力较弱;公司尚有一定规模在建项目,业务可持续性较好,但在建项目尚需投资一定规模,未来将面临一定的投融资压力。

跟踪期内,公司仍作为乌镇重要的基础设施建设主体,主要负责区域内的道路、桥梁及管网等代建工程,运营主体为公司本部。

业务模式方面,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,由公司本部与乌镇人民政府签订委托代建

协议，协议规定由公司负责代建乌镇区域内的道路、桥梁、管网等工程。在项目实施现场基本满足工程进场施工条件后，由公司按照项目业主提供相关施工图纸、技术要求及标准，自主进行建设及投资，项目业主对项目建设过程中的工程质量、进度进行监控和管理。工程竣工验收无误后，再由公司交于项目业主投入使用，项目业主按约定的代建工期、投资回报率、付款时点等内容分期支付公司工程代建费。工程代建费根据项目实际投资额，采用成本加成 5% 的模式进行结算，每年按照补充协议确认具体项目的收入。

从业务开展情况来看，受项目结算进度影响，跟踪期内公司委托代建业务收入有所上升。截至 2022 年末，公司已完工项目为隆源路改造工程、水乡寻梦研学路项目、龙翔工业园区道路改造一期（东怡路工程）和龙翔工业园区道路改造一期（花石东路工程），项目总投资 2.21 亿元，累计确认收入 2.45 亿元，已回款 2.37 亿元，回款情况尚好。主要在建项目 6 个，计划总投资 18.12 亿元，已投资 8.87 亿元，尚需投资一定规模，公司将面临一定的投融资压力。截至同期末，公司暂无拟建项目。

表 6：截至 2022 年末公司主要在建基础设施建设项目情况（万元）

项目名称	总投资	已投资
互联网产业园基础配套工程基础设施改造提升	48,496.00	35,562.14
道路新建项目	23,500.00	12,205.27
龙翔幼儿园新建	15,384.00	8,505.83
民合幼儿园迁建	4,198.00	3,030.96
智能养老中心项目	26,444.00	10,909.26
科技馆项目	63,209.00	18,506.23
合计	181,231.00	88,719.69

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商贸服务

公司商贸业务主要贸易产品为灯具配件和金属制品销售，跟踪期内发展较快，目前已成为公司最主要收入来源；但由于该业务尚处于发展初期，下游客户较为集中，业务整体盈利能力较弱。

公司商贸服务主要分为商贸业务和服务业务。服务业务主要为保洁服务、广告设计服务、建筑垃圾清运服务及华为 5G 代理服务等，金额较小。公司商贸业务的运营主体为云享乌镇（桐乡）贸易有限公司（以下简称“云享乌镇”），主要系灯具配件和金属制品销售业务。

业务模式方面，公司 2020 年 3 月新增商贸业务，贸易品种主要为灯具配件和金属制品销售业务。业务模式系以销定采的“零”库存销售模式。销售定价由商品市场价（采购价）和行业固定利差（利润）两部分构成。结算方面，公司与供应商的结算周期一般为一个月，上月付款清单于下月 15 日统一支付。公司与下游客户根据签订的贸易协议，货物签收后即进行结算，付款方式以银行转账、银行承兑汇票为主，回款设置 6~12 个月不等的账期，账期结束前需根据协议支付相应款项，完成回款。

业务开展情况，公司该业务尚处于发展初期，为业务拓展与稳定下游客户，销售固定利差较小，盈利能力较弱。同时，公司贸易业务账期较长，对资金形成一定占用。2022 年，因下游客户海外贸易渠道受限，导致公司贸易业务收入有所下滑，但整体毛利率上升主要系毛利较高的建筑垃圾清运服务收入占比上升所致。从上下游客户来看，公司商贸业务上游采购商相对较为分散，下游

客户比较集中。2022 年，公司主要采购商和客户贸易金额占比分别为 61.55%和 100.00%。

表 7：2022 年公司前五大供应商/客户情况（万元、%）

单位名称	采购金额	占比
中铝瑞闽（福建）新材料有限公司	11,329.94	38.48
深圳市瑞科光学有限公司	4,943.41	16.79
浙江隆佰嘉金属材料科技有限公司	3,881.10	13.18
普瑞（无锡）半导体有限公司	1,372.30	4.66
常熟市常铝铝业销售有限公司	715.73	2.43
合计	22,242.48	75.54
单位名称	销售金额	占比
嘉兴中泽科技有限公司	20,056.77	72.82
浙江华周智能装备有限公司	4,873.16	17.69
生迪光电科技股份有限公司	2,189.42	7.95
浙江生辉照明有限公司	424.04	1.54
合计	27,543.39	100.00

注：销售总金额除以占比与商贸服务业务收入的差额系保洁服务、广告设计服务及建筑垃圾清运服务及华为 5G 代理服务等服务业务。
 资料来源：公司提供，中诚信国际整理

租赁板块

公司配合桐乡市乌镇的招商引资需求对厂房及营业用房进行对外出租，租金收入可对主营业务形成一定补充；同时公司还自筹资金进行自营业务建设及改造，在建项目尚需投资规模较大，需关注后续收入能否平衡项目成本。

公司租赁业务主要由下属子公司桐乡市乌镇人家置业有限公司（以下简称“乌镇置业”）负责运营，主要是出于招商引资需要，乌镇置业先租赁厂房及营业用房，然后转租给其他企业，用于办公及产业展示。此外，公司还进行自营项目建设及改造，预计完工后可为公司贡献一定收益。

业务模式方面，乌镇置业与桐乡市乌镇国际旅游区物业发展有限公司签订《房屋租赁协议》，将嘉兴港恒针织有限公司（老厂区）、大数据交易中心 1 层 2 层等八个厂房及营业用房统一出租给乌镇置业，乌镇置业再将这部分厂房及营业用房用于招商引资，以便招引合适的企业，用于办公及产业展示。2022 年，公司对租赁物业实行租金减免政策，减免的租金规模为 224.04 万元。

自营项目运营模式，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或出售等方式实现资金回流。2022 年，为配合乌镇招商引资需求，公司出售部分智慧数字中心项目（乌镇智慧社区一期子项目）商业用房，该项目建设用地来源为无偿划拨（公司出售该部分商业用房补交土地出让金 5,800 万元），前期建设资金由公司自筹，签订合同并开票付款后确认收入。2022 年该项目已实现销售 5,296.91 平方米，合计成本 3,326.2 万元，销售单价为 0.64 万元/平方米，当年实现销售收入 3,114.00 万元。截至 2022 年末，公司在建项目总投资为 69.33 亿元，已投资额为 27.99 亿元，未来资本支出压力较大，需关注后续收入能否平衡项目成本。同期末，公司暂无拟建自营项目。

表 8：截至 2022 年末公司主要租赁业务情况（平方米、元/平方米/年）

序号	租赁性质	租赁面积	租赁单价	租金支付频率
1	工业用房	74,224.29	288.57	每年支付
2	商业办公	27,972.74	616.59	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：截至 2022 年末，公司主要在建自营项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资
乌镇智慧社区一期	4.50	3.67
桐乡市乌镇互联网大会永久落地地配套建设项目-乌镇智慧创业园	3.50	1.63
智擎辅助驾驶产品项目	3.08	1.31
乌镇钢厂改造项目	0.50	0.01
互联网广场（会展中心）项目	12.00	8.13
民兴菜场改造工程	0.10	0.08
总部大楼	15.00	5.77
宴会中心	0.90	0.82
原乌镇电机厂址两创中心建设项目	0.78	0.56
桐乡市乌镇互联网大会永久落地地配套三期项目	11.00	2.75
年产 20 万台高端服务器制造基地	11.12	1.74
乌镇互联网自动驾驶创新中心	1.35	0.44
乌镇镇环境卫生处理中心	0.50	0.33
大数据产业园	5.00	0.75
合计	69.33	27.99

注：乌镇智慧社区一期项目基本已完工，项目投资口径包含智慧数字中心项目；根据项目备案表，年产 20 万台高端服务器智能制造基地项目总投资额为 20.00 亿元，其中包括 8.88 亿元铺底流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

会展业务

为促进乌镇互联网产业发展，公司还承接世界互联网大会承办业务，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。

公司会展业务主要由下属子公司桐乡市乌镇人家旅游开发有限公司（以下简称“乌镇旅游”）负责运营，主要系对互联网大会的委托承办业务。业务模式方面，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”）与桐乡市乌镇人民政府签订《会议会展服务合同》，由会展公司负责当年度会展的承办工作，做好会议接洽、举办展览等各项活动，并负责各项费用的支付。会展公司全部经费支出在扣除乌镇人民政府协助会展公司取得相关企业单位的赞助金额后，差额部分由乌镇人民政府补齐。

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地地配套项目建设，建设资金来源为公司自筹，未来计划通过会展租赁收入、商品零售及服务收入、门票收入及停车费等方式平衡资金成本，项目建设总投资 18.25 亿元，截至 2022 年末该项目已投资 13.29 亿元。

财务风险

中诚信国际认为，公司财务风险较高，受益于政府的持续支持和主营业务的不断投入，跟踪期内公司总资产和所有者权益稳步增长；但公司资产流动性不足，整体资产质量较低，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。

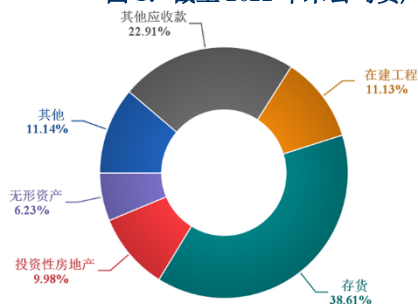
资本实力与结构

公司主要业务板块持续投入，资产规模保持增长态势，同时受益于政府的持续支持，资本实力稳步提升；公司财务杠杆持续上升且处于较高水平，资本结构有待优化；公司资产有一定的收益性，但流动性不足，整体资产质量较低。

作为桐乡市乌镇区域重要的基础设施投资建设及国有资产运营主体，公司地位较为重要，在发展过程中获得了桐乡市政府持续的土地及房产等实物资产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。

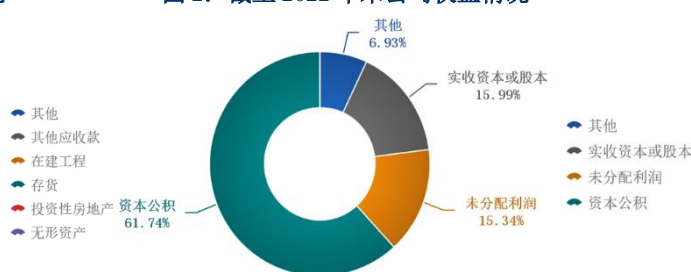
公司资产主要由基础设施代建、土地开发和自营项目形成的存货、在建工程及其他应收款等构成。未来公司整体业务布局预计没有大的变化，资产结构将保持稳定。随着项目建设的持续推进，预计存货将保持增长态势，但由于存货中以土地和基建项目为主的开发成本较大且结算周期较长，公司存货周转率较低，资产流动性较弱；其他应收款主要系公司与区域内国企及事业单位之间的往来款；在建工程中的自营项目前期投入成本较大，未来运营收入存在一定不确定性；投资性房地产中的租赁资产可为公司带来一定的资产收益，但利润贡献度较小。总体来看，公司资产流动性不足，需关注相关项目已投成本的结算回款及资金平衡情况，公司总体资产质量较低。

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

跟踪期内公司净资产稳步增长，主要由资本公积、实收资本和未分配利润构成。资本公积主要由政府无偿划拨的实物资产及补助等构成，2022 年增长主要系当期将拨付的政府专项资金转增资本公积 6.69 亿元以及收到桐乡市财政局无偿划拨的土地使用权和房产等实物资产。未来随着桐乡市乌镇的城市建设不断深入发展，政府若进一步向公司拨付资金及划转资产，公司所有者权益及资本实力或能稳步增强。

跟踪期内公司财务杠杆持续攀升，且处于较高的水平。随着项目建设的逐步推进，在部分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 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
总资产	144.26	167.55	196.53
流动资产占比	73.34	70.77	67.83
经调整的所有者权益合计	52.70	54.04	62.54
资产负债率	63.47	67.75	68.18
总资本化比率	60.07	65.26	66.64

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。

跟踪期内公司收入主要来自于商贸服务、土地整理、基础设施代建及房产销售等板块。其中商贸服务、土地整理和基础设施代建等板块回款较为及时，房产销售板块回款稍有滞后，跟踪期内公司收现比有所下滑，但仍大于 1，收入质量整体较好。

公司土地整理和基础设施代建业务前期投入较大，项目开发和结算周期较长。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，近年来随着自营租赁板块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，为满足基础设施建设、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持续减少，需关注未来资金收支平衡状况。

表 11：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	-10.98	-7.59	-13.62
投资活动产生的现金流量净额	-17.68	-10.65	-14.23
筹资活动产生的现金流量净额	31.13	17.83	19.67
现金及现金等价物净增加额	2.47	-0.40	-8.18
收现比	1.35	1.31	1.13

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，债务期限结构较为合理，与其业务特征相匹配；但公司 EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的保障能力欠佳。

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，跟踪期内债务规模增长较快，截至 2022 年末总债务较 2021 年末增长 23.05%。公司债务以银行借款和应付债券为主，其中银行借款主要系保证借款、质押借款和信用借款。公司有一定规模的融资租赁借款，但非标债务占比不大，且呈逐年下降趋势。公司短期债务占比有所波动，债务整体仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。公司一年内到期债务规模较大，存在一定的短期债务压力，未来公司计划通过发行债券及银行贷款等方式对到期债务进行偿还。

表 12：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	类型	成本	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	流贷、项目贷款	3.1%-5.55%	79.28	12.55	10.23	13.63	5.17	4.88	32.82
债券融资	企业债、公司债、ppn、北金所	3.8%-5.2%	34.00	3.00	2.40	11.40	17.20	-	-
非标融资	融资租赁、险资、应付票据	5.52-8.8%	11.63	2.96	1.61	1.30	1.50	1.70	2.56
合计	--	--	124.91	18.51	14.24	26.33	23.87	6.58	35.38

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。跟踪期内公司 EBITDA 有所上升，但随着债务规模的增长导致公司利息支出规模较大，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 13：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022
总债务	79.28	101.51	124.91
短期债务占比	26.50	13.66	14.82
EBITDA	2.69	2.55	2.60
EBITDA 利息覆盖倍数	0.58	0.46	0.52
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-2.38	-1.36	-2.72

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 21.00 亿元，占当期末总资产的 10.69%，主要是用于银行贷款抵押受限的在建工程、无形资产和投资性房地产等，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 2.24 亿元，占同期末净资产的比例为 3.58%，被担保单位系桐乡市国有企事业单位，代偿风险较小。此外，截至 2022 年末，公司以及下属主要子公司无重大诉讼事项。2023 年 2 月，公司由于总承包和转包施工单位间建设工程施工合同纠纷被连带纳入被执行人名单，案号：（2023）浙 0483 执 1301 号。截至报告出具日，公司已履行相关责任义务并移出被执行人名单。

表 14：截至 2022 年末公司主要对外担保情况（万元）

被担保企业	担保余额	到期日
浙江乌镇互联网特色小镇投资建设有限公司	10,900.00	2024/12/13
桐乡市望龙物业管理有限公司	65,000.00	2023/01/06
桐乡市乌镇国际旅游区经营管理有限公司	5,000.00	2023/01/24
合计	22,400.00	--

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¹

假设

——2023 年，公司仍作为桐乡市乌镇范围内重要的国有资产经营及城市建设投融资主体，预计没有较大规模的资产划入和划出。

——2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入将小幅提升，盈利水平将较以前基本稳定。

——2023 年，公司土地开发、基础设施建设及自营项目投资规模预计在 20~30 亿元。

¹ 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。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类融资规模预计在 20~30 亿元。

预测

表 15：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（%）	65.26	66.64	61.62~75.32
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.46	0.52	0.37~0.45

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，公司流动性较弱，但未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

跟踪期内公司经营活动净现金流持续呈现净流出状态，2022 年末公司可动用账面资金为 4.84 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总额为 160.84 亿元，尚未使用授信额度为 33.17 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整理、基础设施建设和自营项目建设等，资金需求 20~30 亿元。同时，公司债务到期较为集中，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务约 18.51 亿元。2023 年，公司利息支出预计在 5~7 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，公司整体流动性较弱，但未来一年流动性来源仍可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析²

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。

²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。

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：公司是桐乡市乌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及资产注入等形式对公司提供支持。

表 16：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	桐乡市重要的服务业投融资运营主体，承	234.89	75.79	67.74	16.04	2.92	40.00

	集团有限 公司 100%	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。							
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，乌镇实业与崇德投资、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，乌镇实业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，乌镇实业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，在承担桐乡市乌镇区域的基础设施建设和土地整理等业务的同时，亦开展了商贸服务及租赁等市场化业务，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，乌镇实业的财务风险与崇德投资和奉化交投无显著差异，略高于与桐乡振东。公司资产规模高于可比公司，权益规模处于平均水平。EBITDA 利息保障倍数较低，债务规模和财务杠杆水平较高；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 17：2022 年同行业对比表

	乌镇实业	崇德投资	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，主要负责桐乡市乌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，主要负责桐乡市崇福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 32.97%、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%。	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%。	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）	196.53	167.80	160.89	113.99
经调整的所有者权益合计（亿元）	62.54	66.43	69.60	48.77
总债务（亿元）	124.91	80.24	54.96	54.06
总资本化比率（%）	66.64	54.71	44.12	52.57
营业总收入（亿元）	8.22	9.81	5.10	12.69
净利润（亿元）	1.16	1.05	1.20	1.16
EBITDA（亿元）	2.60	1.23	1.39	2.68
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.52	0.32	0.69	0.92
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-13.62	-7.71	-31.90	-6.09
可用银行授信余额（亿元）	33.17	49.49	20.27	3.44
债券融资余额（亿元）	42.00	30.52	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 10 日的债券余额。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

偿债保障措施

桐乡市城市建设投资有限公司(以下简称“桐乡城投”)为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

桐乡城投是经桐乡市人民政府桐政发[2003]58 号文件批准成立，于 2003 年 11 月 26 日由桐乡市国有资产管理办公室（以下简称“桐乡市国资办”）投资组建的国有独资公司，初始注册资本为

3.00 亿元。2005 年 12 月，桐乡城投变更出资人为桐乡市财政局，同期，桐乡城投吸收合并桐乡市国有资产投资经营有限公司（注册资本 7,361 万元，由桐乡市财政局全额出资）。经过桐乡市财政局多轮增资，截至 2023 年 3 月末，桐乡城投注册资本为 50.00 亿元，实收资本为 42.25 亿元，股东及实际控制人均为桐乡市财政局，持股比例 100%。

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，目前业务范围包括自来水销售、污水处理、基础设施建设及土地整理等业务，目前公司收入主要来源于土地整理、委托代建、天然气、房地产销售、自来水销售及污水处理费等。截至 2023 年 3 月末，桐乡城投总资产为 1,516.03 亿元，所有者权益为 596.38 亿元，资产负债率为 60.66%；2022 年桐乡城投营业收入 67.44 亿元，其中土地一级开发收入 13.42 亿元，占营业收入的 19.89%；商贸服务 18.47 亿元，占营业收入的 27.39%；房地产销售收入 7.88 亿元，占营业收入的 11.68%；委托代建业务收入 5.34 亿元，占营业收入的 7.91%；自来水销售业务收入 2.53 亿元，占营业收入的 3.76%；2022 年桐乡城投净利润为 6.71 亿元，经营活动净现金流为-76.35 亿元。2023 年 1~3 月，桐乡城投营业收入为 12.80 亿元，净利润-0.41 亿元，经营活动净现金流为-8.01 亿元。

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 78.04 亿元，占当期末总资产的 5.52%，主要是用于银行贷款抵押受限的存货、投资性房地产等，存在一定的抵质押融资空间。

或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 59.05 亿元，占同期末净资产的比例为 9.90%，被担保单位系桐乡市国有企事业单位，代偿风险较小。

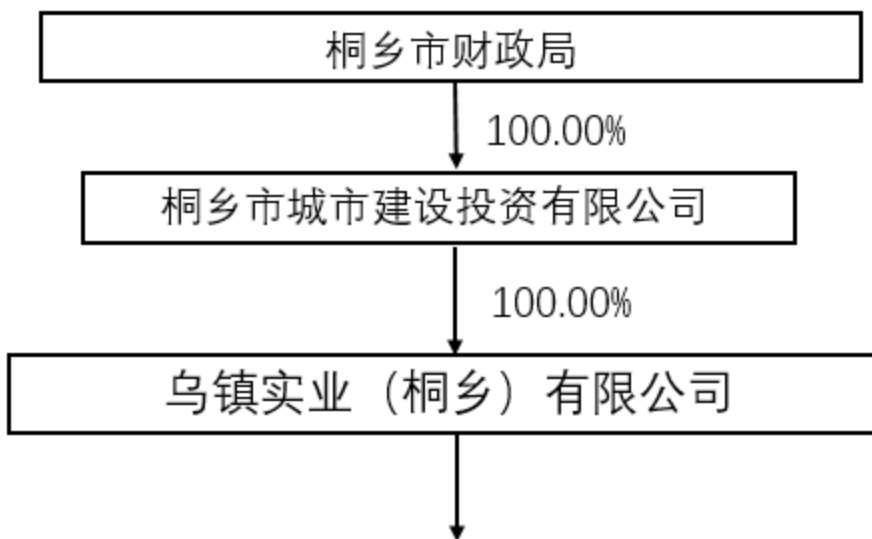
截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 628.14 亿元，尚未使用授信额度为 254.74 亿元，备用流动性较为充足。

综合来看，中诚信国际维持桐乡城投主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本次债券的还本付息起到有力保障作用。

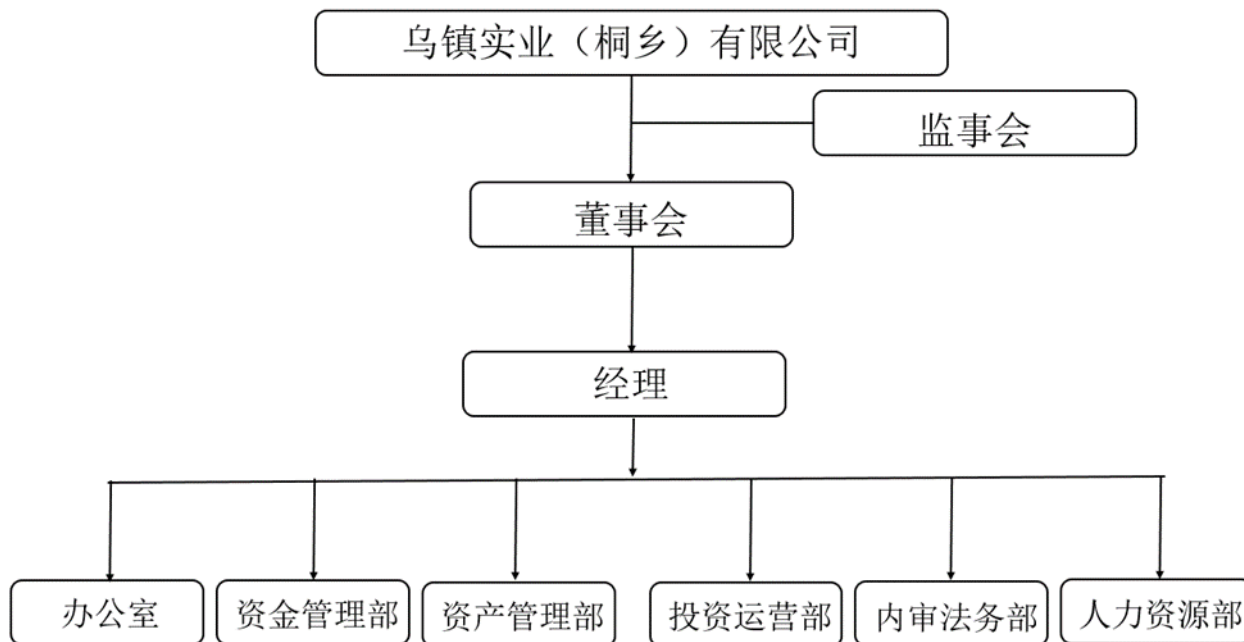
评级结论

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 2022 年末）

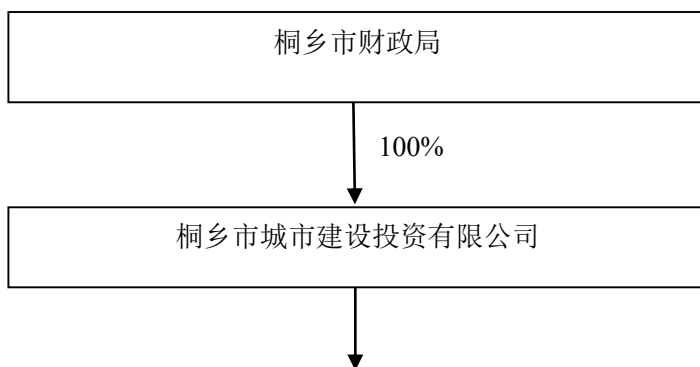


序号	一级子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	云享乌镇（桐乡）股权投资有限公司	50,000.00	100.00
2	乌镇世界互联网产业园（桐乡）开发建设有限公司	29,123.34	100.00
3	桐乡市乌镇人家置业有限公司	30,000.00	100.00
4	桐乡市乌镇人家人才服务有限公司	5,000.00	100.00
5	桐乡市乌镇人家旅游开发有限公司	10,000.00	100.00

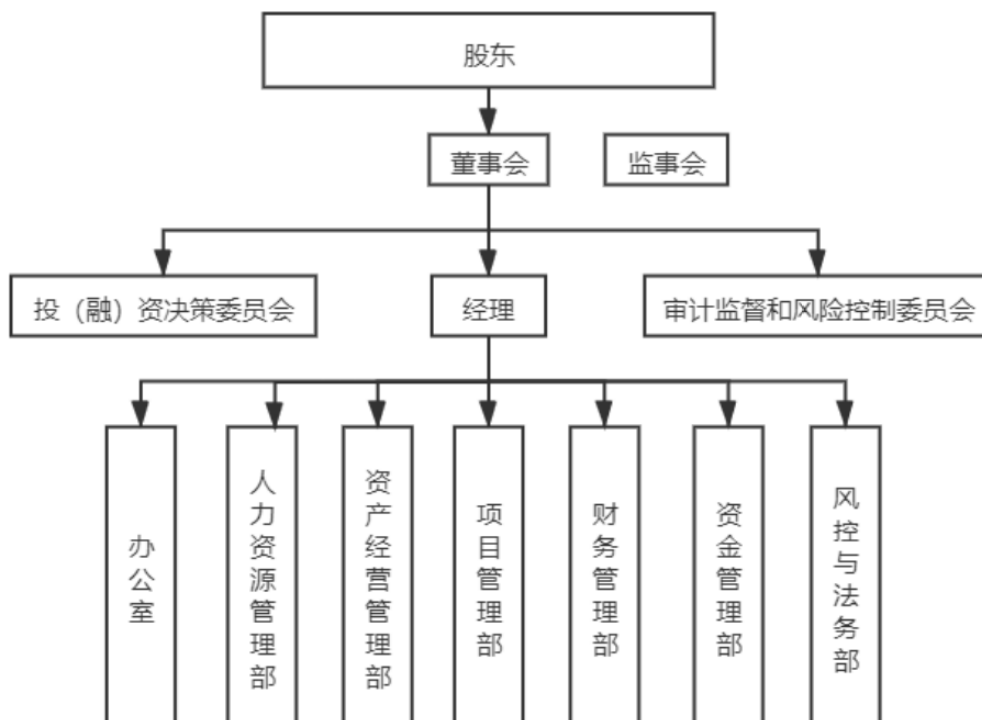


资料来源：公司提供

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 2023 年 3 月末）



序号	全称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	桐乡市金凤凰控股集团有限公司	200,000.00	100.00
2	桐乡市润桐控股有限公司	200,000.00	100.00
3	桐乡市水务集团有限公司	180,000.00	100.00
4	乌镇实业（桐乡）有限公司	100,000.00	100.00
5	桐乡市工业发展投资集团有限公司	100,000.00	100.00
6	桐乡市崇德投资发展集团有限公司	100,000.00	100.00
7	桐乡市美丽乡村建设有限公司	70,000.00	100.00
8	桐乡市科创人才集团有限公司	50,000.00	100.00
9	桐乡市交通建设投资集团有限公司	46,145.00	100.00
10	桐乡市文华投资有限公司	5,000.00	100.00
11	桐乡市安保服务有限公司	5,000.00	100.00
12	桐乡市金源房地产有限公司	500.00	100.00
13	桐乡市苏台高速公路投资开发有限公司	20,000.00	88.25
14	桐乡市天然气投资有限公司	1,400.00	55.56
15	桐乡泰爱斯热电有限公司	13,967.54	51.00



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）	2020	2021	2022
货币资金	131,783.14	128,033.17	48,399.72
非受限货币资金	131,783.14	128,033.17	48,399.72
应收账款	70,171.00	65,558.47	58,126.34
其他应收款	341,389.65	359,425.09	450,242.29
存货	503,856.98	619,564.10	758,804.83
长期投资	29,076.44	43,550.63	47,383.11
在建工程	78,908.37	151,535.32	218,765.69
无形资产	81,932.27	97,299.95	122,533.75
总资产	1,442,628.22	1,675,496.58	1,965,346.42
其他应付款	127,224.22	39,697.43	45,527.78
短期债务	210,078.18	138,681.10	185,118.48
长期债务	582,730.09	876,403.29	1,063,986.14
总债务	792,808.27	1,015,084.40	1,249,104.63
总负债	915,666.92	1,135,143.27	1,339,916.10
利息支出	46,079.64	55,654.16	50,014.64
经调整的所有者权益合计	526,961.30	540,353.31	625,430.33
营业总收入	73,250.74	85,396.20	82,179.68
经营性业务利润	16,781.58	13,100.29	13,842.04
其他收益	16,128.96	13,359.30	13,323.05
投资收益	419.29	633.01	-224.33
营业外收入	2.96	16.44	3.35
净利润	16,913.89	13,462.79	11,570.80
EBIT	23,232.61	18,511.74	17,880.33
EBITDA	26,904.69	25,524.35	26,021.43
销售商品、提供劳务收到的现金	99,200.36	112,266.95	92,725.88
收到其他与经营活动有关的现金	411,887.54	466,865.08	261,109.75
购买商品、接受劳务支付的现金	77,679.14	120,106.39	161,559.56
支付其他与经营活动有关的现金	543,160.08	533,448.77	330,626.89
吸收投资收到的现金	545.00	2,349.00	33,025.00
资本支出	161,916.79	84,942.58	138,029.70
经营活动产生的现金流量净额	-109,774.14	-75,888.73	-136,155.86
投资活动产生的现金流量净额	-176,843.94	-106,492.38	-142,304.31
筹资活动产生的现金流量净额	311,291.15	178,339.94	196,696.89
现金及现金等价物净增加额	24,673.05	-4,041.19	-81,763.21
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	12.65	7.36	10.73
期间费用率(%)	10.27	6.65	8.45
应收类款项/总资产(%)	28.53	25.36	25.87
收现比(X)	1.35	1.31	1.13
资产负债率(%)	63.47	67.75	68.18
总资本化比率(%)	60.07	65.26	66.64
短期债务/总债务(%)	26.50	13.66	14.82
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-2.38	-1.36	-2.72
总债务/EBITDA(X)	29.47	39.77	48.00
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.18	0.14
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.58	0.46	0.52

注：中诚信国际根据 2021~2022 年度审计报告整理；中诚信国际将长期应付款和其他应付款中的带息债务调整至总债务。

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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	1,201,172.10	1,120,165.88	745,391.65	1,155,405.66
非受限货币资金	1,177,672.10	1,088,721.92	714,268.44	1,119,814.25
应收账款	144,104.61	246,042.30	282,315.66	282,948.00
其他应收款	1,388,068.69	1,429,588.20	1,844,900.45	1,700,731.06
存货	3,251,178.34	4,039,960.26	5,105,195.57	5,446,298.94
长期投资	652,221.55	1,279,997.41	1,584,013.02	1,794,453.52
在建工程	1,056,130.00	1,316,692.77	2,127,986.29	2,199,449.81
无形资产	122,565.18	309,341.83	353,974.38	351,697.32
总资产	8,863,534.27	11,484,839.33	14,132,491.91	15,160,306.33
其他应付款	542,840.55	464,082.03	448,018.74	386,183.72
短期债务	668,332.77	1,271,587.08	1,882,142.41	1,946,678.54
长期债务	3,150,954.11	3,609,049.52	4,591,681.37	5,517,898.42
总债务	3,819,286.88	4,880,636.59	6,473,823.78	7,464,576.97
总负债	5,252,111.50	6,665,550.81	8,199,619.24	9,196,537.71
利息支出	176,974.93	192,206.93	254,549.92	75,068.84
经调整的所有者权益合计	3,611,422.77	4,819,288.52	5,932,872.67	5,963,768.63
营业总收入	481,969.34	658,497.98	674,439.85	127,998.35
经营性业务利润	63,135.73	63,893.04	51,307.15	-6,497.57
其他收益	56,611.24	64,292.36	95,781.40	16,671.71
投资收益	18,347.26	18,470.53	15,343.83	1,845.47
营业外收入	2,239.29	3,604.21	2,787.43	677.77
净利润	84,686.96	88,280.72	67,121.68	-4,058.85
EBIT	131,244.43	123,480.73	154,012.97	--
EBITDA	157,520.38	153,593.80	196,380.73	--
销售商品、提供劳务收到的现金	620,590.55	660,245.56	657,424.21	145,932.53
收到其他与经营活动有关的现金	1,504,642.15	1,705,698.43	1,471,280.76	446,380.23
购买商品、接受劳务支付的现金	711,366.86	756,599.86	1,201,520.26	355,611.86
支付其他与经营活动有关的现金	1,411,672.75	1,614,473.23	1,614,302.60	283,334.15
吸收投资收到的现金	67,202.00	91,697.66	276,986.70	38,000.00
资本支出	448,417.13	610,292.55	1,003,162.90	179,230.88
经营活动产生的现金流量净额	-60,611.12	-105,190.45	-763,495.41	-80,141.08
投资活动产生的现金流量净额	-514,522.75	-720,382.72	-1,227,473.57	-485,401.96
筹资活动产生的现金流量净额	919,845.77	674,886.91	1,615,288.88	971,088.84
现金及现金等价物净增加额	344,409.70	-150,544.75	-375,680.02	405,545.80
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	15.49	15.41	12.76	16.09
期间费用率(%)	12.92	13.81	17.42	31.16
应收类款项/总资产(%)	17.35	14.60	15.05	13.08
收现比(X)	1.29	1.00	0.97	1.14
资产负债率(%)	59.26	58.04	58.02	60.66
总资本化比率(%)	51.40	50.32	52.18	55.59
短期债务/总债务(%)	17.50	26.05	29.07	26.08
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.34	-0.55	-3.00	-1.07
总债务/EBITDA(X)	24.25	31.78	32.97	--
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.12	0.10	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.89	0.80	0.77	--

注：中诚信国际根据 2021~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理；中诚信国际将长期应付款和其他非流动负债中的带息债务调整至长期债务。

附五：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
	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
现金流	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。

附六：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