



桐乡市崇德投资发展集团有限公司 2024 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[2024]跟踪 0617 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 06 月 14 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
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。	
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很强；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。需关注公司资产流动性一般、债务规模增长较快、存在一定的或有事项风险和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，公司获得优质资产注入，资产质量显著提升，资本实力显著增强等。 可能触发评级下调因素： 区域经济环境恶化；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

- **稳定增长的区域经济实力。**跟踪期内桐乡市区域经济实力稳步增长，可为公司发展创造良好的外部环境。
- **业务稳定性和可持续较强。**公司系桐乡市重要的城市建设及国有资本运营主体，业务主要集中在崇福镇，业务稳定性和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

- **资产流动性一般。**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。**公司应收对佳鑫建设集团有限公司（原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年末，抵押房产已完成过户，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）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	138.05	167.80	191.30
经调整的所有者权益合计（亿元）	45.75	66.43	69.17
负债合计（亿元）	92.30	101.37	122.13
总债务（亿元）	71.87	79.83	100.92
营业总收入（亿元）	10.67	9.81	6.32
经营性业务利润（亿元）	1.07	1.10	1.00
净利润（亿元）	1.19	1.05	1.01
EBITDA（亿元）	1.23	1.22	1.19
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-7.51	-7.71	-13.71
总资本化比率（%）	61.10	54.58	59.34
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.34	0.32	0.26

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 2022~2023 年审计报告整理。其中，2021 年数据为 2022 年审计报告期初数，2022 年数据为 2023 年审计报告期初数，2023 年数据为 2023 年审计报告期末数；2、中诚信国际将其他流动负债、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。

同行业比较（2023 年数据）

项目	崇德投资	乌镇实业	桐乡振东
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	嘉兴市-桐乡市	嘉兴市-桐乡市	嘉兴市-桐乡市
GDP（亿元）	1,252.35	1,252.35	1,252.35
一般公共预算收入（亿元）	107.02	107.02	107.02
经调整的所有者权益合计（亿元）	69.17	69.82	79.88
总资本化比率（%）	59.34	69.72	40.08
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.26	0.42	0.91

中诚信国际认为，公司与可比公司的定位均为桐乡市重要的基建主体，业务运营实力相当；公司资产及权益规模和可比公司体量相当，财务杠杆水平处于比较组中游；但公司利息覆盖能力较弱，整体来看财务融资能力相近。

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。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

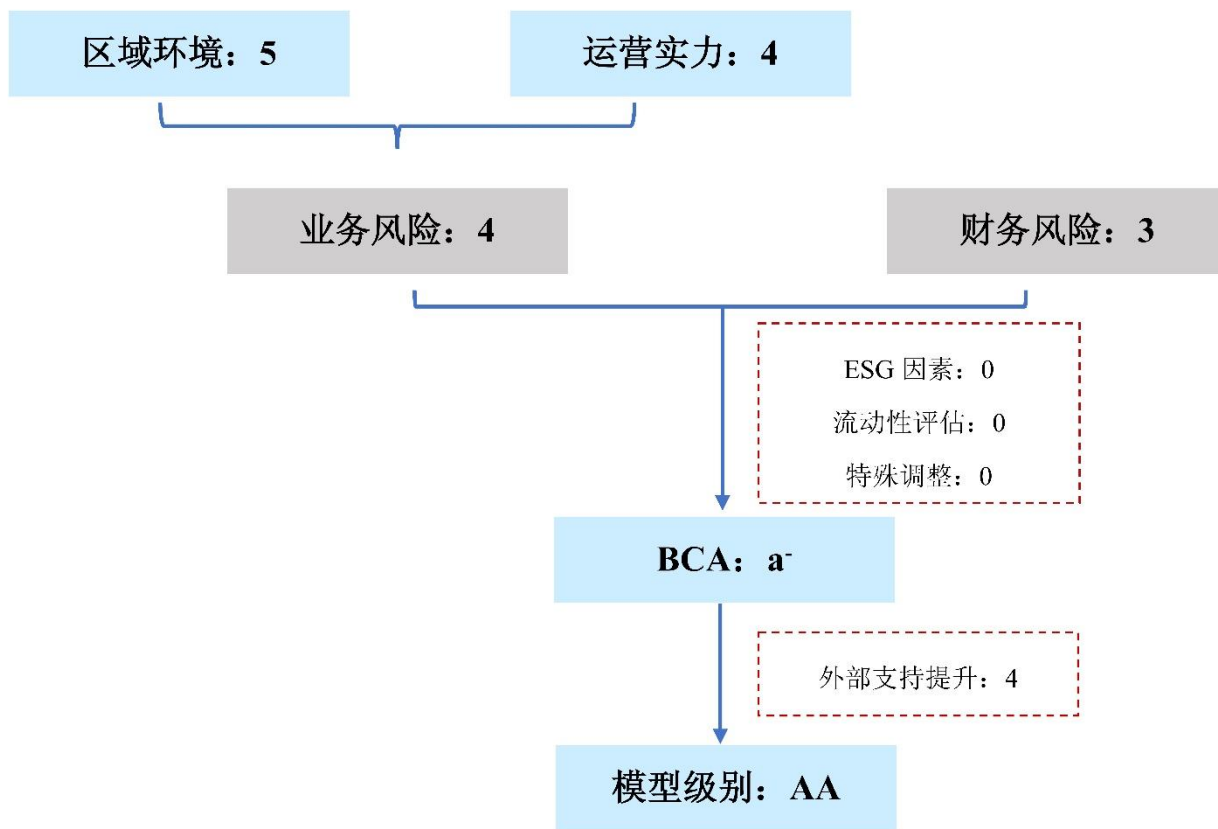
本次跟踪情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/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	2023/06/21 至本报告出具日	9.20/3.68	2018/11/29~2025/11/29	提前偿还条款

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
崇德投资	AA/稳定	AA/稳定	2023/06/21 至本报告出具日

● 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(C220000_2024_04_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 桐乡市政府有很强的支持能力，对公司有一般的支持意愿，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，具备一定的重要性以及与政府一定的关联性。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。

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_2024_04

宏观经济与行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾。政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，桐乡市区位优势明显，政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力在全国百强县中领先，再融资环境较好，潜在的支持能力很强。

桐乡市凭借良好的区位、交通优势，不断推进产业结构优化升级，综合实力持续位居全国百强县（市）前列。跟踪期内，桐乡市经济财政稳步增长，但受国有土地使用权出让收入减少影响，政府性基金收入有所下滑。再融资环境方面，桐乡市广义债务率处于浙江省中游水平，区域内城投企业融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，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	2021	2022	2023
GDP（亿元）	1,141.69	1,209.70	1,252.35
GDP 增速（%）	8.5	2.6	5.3
人均 GDP（万元）	10.87	11.47	11.80
固定资产投资增速（%）	10.6	6.8	2.3
一般公共预算收入（亿元）	109.31	105.84	107.02
政府性基金收入（亿元）	136.00	137.00	109.00
税收收入占比（%）	88.45	86.39	84.41
公共财政平衡率（%）	94.61	79.42	74.85

注：1、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%；2、2022 年税收收入占比为往期同口径；3、2022 年 GDP 增速为名义增速。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

重大事项

2023 年 10 月 9 日，崇德投资发布了《桐乡市崇德投资发展集团有限公司关于控股股东变更的公告》。根据《桐乡市财政局关于同意桐乡市崇德投资发展集团有限公司股权无偿划转的复函》（桐财函【2023】46 号），将崇德投资 100%股权无偿划转至桐乡市融杭产业发展集团有限公司（以下简称“融杭产发”）。本次变更前，公司控股股东为桐乡市国有资本投资运营有限公司（原桐乡市城市建设投资有限公司，以下简称“桐乡国投”），实际控制人为桐乡市财政局。变更后公司控股股东为融杭产发，实际控制人未发生变更。截至上述《公告》出具日，该事项已完成工商变更登记手续。

2024 年 4 月 30 日，根据桐乡市财政局发布的《桐乡市财政局关于无偿划转桐乡市融杭产业发展集团有限公司部分股权的通知》（桐财发【2024】53 号），将桐乡国投所持有的融杭产发 51% 股权无偿划转至桐乡市财政局。同时，为进一步明晰桐乡市国资整体布局，桐乡市财政局又将融杭产发 51% 股权无偿划给桐乡市国有资本控股集团有限公司（以下简称“桐乡国控”）。本次划转的 51% 股权资产净额价值为 60.19 亿元。股权变更前，融杭产发控股股东为桐乡国投，实际控制人为桐乡市财政局。股权变更后，融杭产发股权结构为桐乡国控持股 51%，桐乡国投持股 49%，融杭产发实际控制人仍为桐乡市财政局。截至目前，上述股权划转已完成工商变更登记。

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崇福镇；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，上述投入的资金后续实际回笼情况需关注。

表 2：2021-2023 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2021			2022			2023		
	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	4.30	40.29	-0.05	3.21	32.73	4.58	1.76	27.84	3.44
土地开发	1.23	11.57	9.09	1.57	16.04	9.09	1.26	19.97	9.09
委托代建工程	1.15	10.78	5.43	1.09	11.10	4.76	0.95	15.01	4.76
租赁服务	0.32	3.00	50.98	0.21	2.11	12.17	0.72	11.40	81.72
房屋销售	3.19	29.90	9.66	2.98	30.37	11.04	0.63	10.02	-55.03
绿化收入	0.12	1.12	-38.72	0.17	1.75	-0.58	0.10	1.56	-79.90
其他收入	0.36	3.34	-8.38	0.58	5.90	21.01	0.90	14.21	7.40
合计	10.67	100.00	5.32	9.81	100.00	8.33	6.32	100.00	7.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地整理板块，跟踪期内公司仍为桐乡市崇福镇土地整理业务的重要建设主体。公司受桐乡市财政局、桐乡市国土资源局（现为“桐乡市自然资源和规划局”）委托，负责崇福镇区域内土地整理业务，包括土地征迁、人员安置、场地平整及城市配套设施等。土地整理完成后，公司将土地交由桐乡市土储中心通过招、拍、挂系统进行交易，土地出让金上缴桐乡市财政局。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。从业务开展情况来看，受土地市场行情影响，2023 年公司移交的土地面积有所下降，平均土地整理成本受劳动力及材料成本上涨有所增长。公司近年来土地整理业务确认收入项目均已全部回款，回款效率较好。公司在整理地块总投资规模较大，但投资进度接近尾声，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 2023 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	2021	2022	2023
当年确认收入的土地开发面积（亩）	188.07	206.88	133.61
当年结转的土地开发成本（万元）	11,225.37	14,304.00	11,478.23
当年移交土地的平均开发成本（万元/亩）	59.69	69.14	85.91
土地开发业务收入（万元）	12,347.91	15,734.40	12,626.06
当年度土地开发业务收到回款（万元）	12,347.91	15,734.40	12,626.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2023 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	959.97	110,000.00	106,187.80	17,436.54
李家坝村征迁区块	李家坝村	2014-2025	306.43	207.52	25,000.00	22,342.00	2,500.00
新益村征迁区块	新益村	2014-2025	792.26	536.54	60,000.00	57,764.20	6,280.00
星火村征迁区块	星火村	2014-2025	323.95	219.39	25,000.00	23,619.42	2,510.00
南阳村征迁区块	南阳村	2014-2025	2,087.78	1,413.91	150,000.00	146,500.41	37,277.07
利顺村征迁区块	利顺村	2018-2023	1,033.09	699.64	75,000.00	75,323.29	9,422.00
五丰村征迁区块	五丰村	2018-2023	1,170.08	792.41	85,000.00	79,335.58	10,176.00
景卫村征迁区块	景卫村	2014-2025	1,924.07	1,303.04	55,000.00	44,709.00	5,025.00
钱家埭村征迁区块	钱家埭村	2014-2025	319.07	216.08	25,000.00	23,263.61	14,549.04
茅桥埭村征迁区块	茅桥埭村	2014-2025	1,783.76	1,107.12	130,000.00	130,055.13	31,008.55
融杭经济区区块	新桥、南阳村	2020-2025	3,125.52	2,131.99	140,000.00	93,716.50	--
其他	-	-	339.58	222.95	20,000.00	13,349.85	2,886.97
合计	-	-	14,661.03	9,810.56	900,000.00	816,166.80	139,071.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

委托代建板块，跟踪期内公司仍为桐乡市重要的基础设施建设主体，运营主体为公司本部及下属子公司桐乡市崇福公益事业投资开发有限公司（以下简称“崇福公投”）和桐乡市崇福经济区新市镇开发建设有限公司（以下简称“新市镇开发”）等，展业范围集中于桐乡市崇福镇。公司与桐乡市国有资产监督管理委员会办公室下属公司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，由公司先行垫资进行项目建设。每年年末崇德城开对完工项目实际投资金额进行审定，加成一定比例向公司支付工程代建费。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。同时公司有部分自营项目建设，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。截至 2023 年末，横街历史保护整治工程、运河健康广场停车场及智慧停车改造工程和教育服务中心项目已完工，其中横街历史保护整治工程整体出租率为 18.06%，2023 年确认租金收入 39.41 万元；运河健康广场停车场及智慧停车改造工程收费标准为路边第一小时 2 元，第二小时及以后每小时 4 元（收费时间 8 点-21 点），场库第一小时免费，超过一小时每小时 5 元（24 小时封顶 20 元），2023 年该项目确认收入 247.31 万元；教育服务中心项目已全部出租给当地教育局，截至目前暂无确认租金收入。同期末，公司暂无拟建的代建或自营项目。

表 5：2023 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
桐乡市崇福镇杭申线马桥（打鸟桥）改建项目	2022-2023	3,286.83	3,451.17	3,451.17
桐乡市崇福镇中山路（K0+000—K0+1840）南半幅道路改造工程	2022-2023	424.74	445.97	242.08
牛桥港河道及护岸二期及三期工程	2022-2023	251.17	263.73	--

运河栈道景观工程西侧新人民桥-北桥	2022-2023	343.28	360.45	--
崇福镇 2020 年下半年市政零星工程	2022-2023	311.82	327.41	--
崇福镇 2017 年市政零星工程一标段	2022-2023	290.14	304.65	--
崇福经四路（杭福路-纬一路）道路工程	2022-2023	319.43	335.40	--
崇福镇星火村农户安置房 A 地块简易道路工程	2022-2023	257.24	270.10	--
华光村安置小区道路工程	2022-2023	245.57	257.84	--
崇福 2019 乡村公路大中修改造工程五标段	2022-2023	404.14	424.35	--
2019 崇福鹏辉大道建设工程	2022-2023	373.63	392.31	--
崇福镇纬一路（中兴路-西改河）工程	2022-2023	293.52	308.19	--
崇福中山路经四路-联洋三期道路新建工程	2022-2023	391.45	411.02	--
崇福镇运河花苑东侧规划道路工程	2022-2023	380.44	399.47	--
北沙新城钱家埭 A 区道路排水工程	2022-2023	272.48	286.10	--
35KV 芝村 460 线 29 号-37 号杆改道工程东段	2022-2023	344.85	362.09	--
长庆 1058 线 8-22 号杆改道工程	2022-2023	603.67	633.85	--
2019 年度农村桥梁改造工程（东干河南桥）	2022-2023	86.71	91.05	--
2019 年度农村桥梁改造（通富桥）	2022-2023	74.62	78.35	--
崇福 2019 年交通安全设施提升与维护零星工程	2022-2023	83.52	87.70	--
合计	--	9,039.25	9,491.20	3,693.25

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2023 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	114,749.36
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	81,734.11
合计	--	260,967.33	210,571.54

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；世纪大道综合改造项目实际已完工，剩余部分征迁款项暂未支付。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：截至 2023 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
消防训练基地	2015-2025	2.56	2.25	出租

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房屋销售板块，跟踪期内公司承接了较多的崇福镇房地产开发业务，包括安置房、商品房和市场化销售厂房。该业务运营主体主要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“两新建设”）。公司通过挂牌竞拍方式取得安置房项目的建设用地，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。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。从业务开展情况来看，由于跟踪期内公司销售商品房项目较少，导致当期该业务收入大幅下降，且由于成本倒挂的安置房项目销售占比较多而出现亏损。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。但房地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。截至 2023 年末，公司暂无拟建房产项目。

表 8：截至 2023 年末公司主要已完工在售房地产项目情况（万元、万元/平方米、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	14,978.55	53.74
	商品房				65,260.88	0.90	50,602.24	100.00
华光景苑	安置房	2013~2017	21,058.00	21,058.00	74,280.73	0.14	4,606.12	71.36
品牌园一期	厂房	2014~2017	19,387.18	19,387.18	108,439.65	--	23,403.54	100.00
合计	--	--	126,372.18	112,798.69	395,033.79	--	93,590.45	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：截至 2023 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（双创中心）	2018~2022	116,500.00	3.20	2.83
未来工业区首开区项目	2021~2023	127,771.92	4.83	1.88
桐乡融杭经济区南阳先导区人工智能产业园项目 ¹	2020~2023	146,562.00	5.35	4.32
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	1.72
合计	-	468,038.24	15.79	10.75

注：品牌园二期项目（双创中心）和人工智能产业园项目部分已完工并已投入运营。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

贸易销售板块，公司系桐乡市崇福镇重要的贸易经营单位，主要贸易品种为羊毛和钢材。公司贸易销售业务主要由子公司两新建设负债运营，采用以销定采模式，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，羊毛贸易主要采取进口形式，公司与海外采购商签订采购合同，一般约定按照合同 CIF 价格条款成交并经由惯常航线运输至指定的目的港。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。跟踪期内公司经营战略调整，贸易业务有所减少，同时毛利率亦受汇率影响有所减少。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，主要采购商和客户变动主要是当期羊毛贸易进口受限，业务减少所致。

表 10：2023 年公司前五大上游采购商情况（万元、%）

单位名称	采购金额	占比	贸易品种
杭州天钢贸易有限公司	3,586.51	21.10	钢材
浙江百柯建材有限公司	1,710.67	10.06	钢材
Endeavour Wool Exports Pty Ltd.	1,326.21	7.80	羊毛
杭州鑫晟缘钢铁贸易有限公司	912.48	5.37	钢材
浙江鑫钢供应链管理有限公司	845.04	4.97	钢材
合计	8,380.92	49.30	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：2023 年公司下游客户情况（万元、%）

单位名称	销售金额	占比	贸易品种
浙江星途建材有限公司	11,057.70	62.80	钢材
桐乡市华澳毛条有限公司	6,283.18	35.69	羊毛
巨匠建设集团股份有限公司	266.20	1.51	钢材
合计	17,607.08	100.00	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

租赁板块，跟踪期内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，主要系经营对当地经济贡献较大的皮毛、建筑装饰材料市场及产业园厂房等。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。租金根据租赁物业所在地段和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。跟踪期内，由于品

¹2024 年 5 月 10 日，根据《桐乡市财政局关于同意无偿划转桐乡融杭经济区南阳先导区人工智能产业园的复函》（桐财函[2024]22 号），桐乡市财政局将桐乡融杭经济区南阳先导区人工智能产业园项目无偿划转至桐乡市崇德智能产业发展有限公司。

牌园二期（双创中心）和人工智能产业园部分项目已完工并投入运营，使得公司租赁收入有所上升。

表 12：2023 年公司主要租赁厂房情况（平方米、元/平方米/月、万元）

厂房名称	建筑面积	单价	租金收入
品牌园一期研发楼	9,882.48	15	177.88
品牌园二期（双创中心）2 幢 2 单元	2,582.81	15	46.49
品牌园二期（双创中心）3 幢 1 单元	2,583.85	15	46.51
品牌园二期（双创中心）4 幢 1 单元	2,583.85	15	46.51
品牌园二期（双创中心）4 幢 2 单元	2,582.81	15	46.49
品牌园二期（双创中心）5 幢 2 单元	2,583.51	15	46.50
品牌园二期（双创中心）7 幢 2 单元	2,072.30	16	39.79
桐乡融杭经济区南阳先导区人工智能产业园项目 1#车间	33,405.69	20	801.74
桐乡融杭经济区南阳先导区人工智能产业园项目人才公寓	33,539.02	20	804.94
崇福镇鹏辉大道西侧、中兴路东侧、杭福路南侧	61,128.84	15	1,100.32
合计	152,945.2	--	3,157.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务板块，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。跟踪期内该业务亏损较大主要系部分项目款项暂未收取确认所致。

劳务派遣业务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。

财务风险

中诚信国际认为，受益于在建项目的投入和政府持续支持，跟踪期内公司资产和所有者权益有所上升，资本实力稳步增强；但公司资产流动性一般，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，公司获现及盈利能力有待提高。

资本实力与结构

公司资产由传统基建业务形成的应收类款项及存货、在建工程等构成，同时有一定规模的投资性房地产可为公司带来一定的资产收益。公司资产以流动资产为主，近年来流动资产占比均在 80%左右。随着桐乡市崇福镇城市建设进度的不断推进，公司存货整体呈现增长态势，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，公司存货周转率较低，资产整体流动性一般。总体来看，公司资产具备一定收益性，但流动性一般，整体资产质量较低。

跟踪期内，公司债务规模增长较快，短期债务占比有所降低，债务期限以长期为主，与其业务

特征相匹配，债务期限结构较为合理。2023 年公司收到财政拨款 3.01 亿元，收到浙江啄云科技有限公司等股权划拨 1.15 亿元，崇德初中等实物资产 243.49 万元。受益于政府的持续支持，公司资本公积保持增长，带动经调整的所有者权益²增长，但权益增长不及债务增长速度，导致公司财务杠杆水平有所上升，整体处于较高水平。

表 13：截至 2023 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	成本区间	金额	一年以内	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4~5 年	5 年及以上
银行借款	3.50~5.40	56.36	22.63	3.64	5.75	1.82	1.78	20.73
债券融资	2.90~7.88	36.67	8.84	7.83	20.00	--	--	--
非标融资	4.20~4.90	7.90	6.78	0.38	0.38	0.38	--	--
合计	--	100.92	38.25	11.84	26.13	2.20	1.78	20.73

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

现金流及偿债能力

跟踪期内，公司结算项目较少，收回的往来款减少，叠加在建项目持续推进使得公司经营活动现金净流出规模进一步扩大，无法对利息支出形成有效保障。公司投资活动主要为自营项目等投资支出，跟踪期内仍为净流出；近年公司融资规模不断增长，使得其筹资活动净现金流呈现净流入且逐年增长。2023 年，公司费用化利息支出有所增长，但 2023 年公司部分固定资产房屋转为投资性房地产出租，使得当期折旧金额减少，使得 EBITDA 同比有所下降，对利息的保障能力随之降低，覆盖水平依然较弱。

截至 2023 年末，公司可动用账面资金为 5.21 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，公司银行授信总额为 146.81 亿元，尚未使用授信额度为 45.72 亿元，备用流动性较为充足，而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

表 14：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元，%，X）

项目	2021	2022	2023
货币资金	4.44	2.65	5.21
其他应收款	6.98	8.59	11.02
存货	98.48	116.88	134.14
投资性房地产	16.07	27.40	27.45
资产总计	138.05	167.80	191.30
经调整的所有者权益合计	45.75	66.43	69.17
总债务	71.87	79.83	100.92
短期债务占比	21.26	50.62	37.90
资产负债率	66.86	60.41	63.84
总资本化比率	66.86	60.41	63.84
经营活动产生的现金流量净额	-7.51	-7.71	-13.71
投资活动产生的现金流量净额	-9.96	-5.16	-1.47
筹资活动产生的现金流量净额	10.22	11.79	17.76
收现比	0.93	0.79	1.10
EBITDA	1.23	1.22	1.19
EBITDA 利息保障倍数	0.34	0.32	0.26
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-2.06	-2.02	-3.01

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

²经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0。

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模不大，截至 2023 年末，公司受限资产规模为 5.04 亿元，主要系用于银行贷款抵押受限的存货和投资性房地产，占当期末总资产的 2.63%，存在一定的抵质押融资空间。

或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保余额为 6.14 亿元，占同期末净资产的比例为 8.88%，被担保单位主要系桐乡市国有企事业单位，整体代偿风险较小。截至 2023 年末，公司及下属主要子公司无重大诉讼事项。

此外，公司应收对佳鑫建设集团有限公司（原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 年末，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。

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 2024 年 4 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

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

公司债务结构合理，同时货币资金较充裕，未使用银行授信额度及可动用账面资金较充足，备用流动性较好，对短期债务本息的保障程度高。公司流动性一般，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求。

外部支持

跟踪期内，桐乡市综合实力在全国百强县（市）排名中稳居前列。公司维持区域重要性，实际控制人为桐乡市财政局，股权结构和业务开展均与市政府具有一定的关联性，在获得项目建设资金拨付、运营补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。2023 年公司获得桐乡市财政局项目经费拨款、财政拨款及崇德初中等实物资产划拨，共计 3.14 亿元。综上，跟踪期内桐乡市政府具备很强的支持能力，同时对公司一般的支持意愿，可为公司带来一定的外部支持。

跟踪债券信用分析

“18 桐乡产投债/PR 桐产投”募集资金 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，但需关注募集资金使用情况以及后续偿债资金安排。

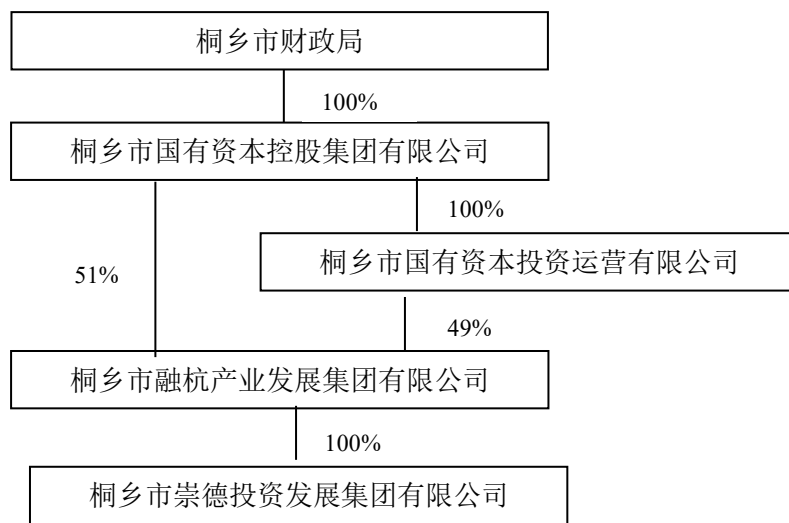
“18 桐乡产投债/PR 桐产投”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块增强业务持续性和稳定性，虽

然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险很低。

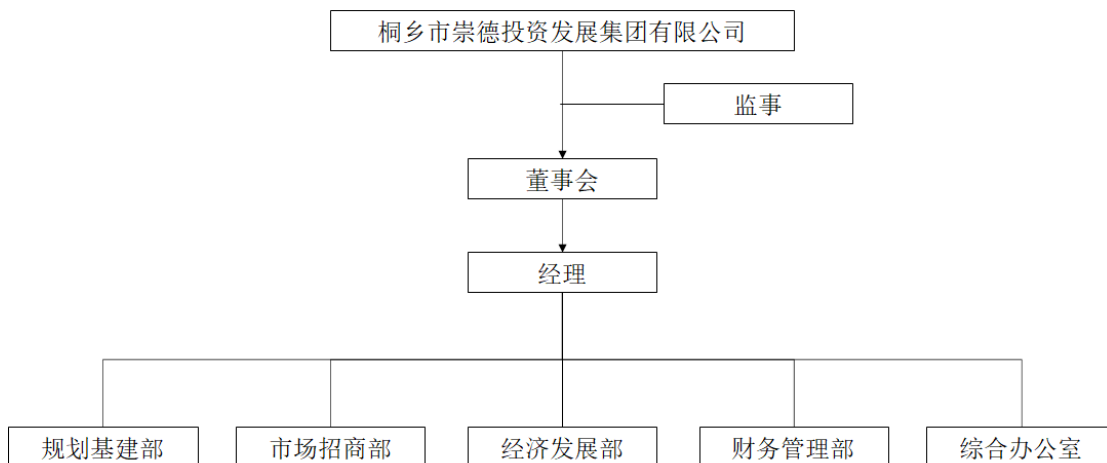
评级结论

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 2024 年 4 月末）



序号	子公司全称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)
1	崇福创新创业服务(杭州)有限公司	100.00	300.00
2	桐乡市崇福公益事业投资开发有限公司	100.00	20,000.00
3	桐乡市崇福皮毛市场投资发展有限公司	100.00	3,200.00
4	桐乡市崇福两新建设开发有限公司	100.00	6,212.12
5	桐乡市康居房产开发有限公司	100.00	100.00
6	桐乡市融杭新城开发建设有限公司	100.00	5,000.00
7	桐乡市崇福城镇发展有限公司	100.00	2,500.00
8	崇福创新服务(武汉)有限公司	100.00	300.00
9	桐乡市建筑装饰材料有限公司	66.40	1,000.00
10	桐乡市崇福经济区新市镇开发建设有限公司	45.45	22,000.00



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）	2021	2022	2023
货币资金	44,388.57	26,530.64	52,077.33
非受限货币资金	44,388.57	26,530.64	52,077.33
应收账款	21,129.54	28,845.77	28,261.73
其他应收款	69,793.57	85,930.75	110,160.49
存货	984,843.76	1,168,843.52	1,341,446.67
长期投资	4,813.86	14,064.86	13,531.15
在建工程	27,656.22	58,570.46	70,043.10
无形资产	3,713.90	3,630.08	3,549.70
资产总计	1,380,481.75	1,678,046.60	1,913,013.16
其他应付款	24,371.16	82,931.40	78,945.33
短期债务	152,763.36	404,115.06	382,486.29
长期债务	565,945.04	394,191.20	626,757.93
总债务	718,708.41	798,306.26	1,009,244.21
负债合计	922,953.32	1,013,710.54	1,221,348.00
利息支出	36,442.07	38,141.41	45,579.91
经调整的所有者权益合计	457,528.43	664,336.07	691,665.16
营业总收入	106,746.94	98,086.96	63,240.66
经营性业务利润	10,735.81	10,998.75	9,981.91
其他收益	11,897.78	12,509.50	15,292.90
投资收益	-35.22	-504.03	-98.07
营业外收入	1,544.36	608.91	210.84
净利润	11,866.93	10,512.17	10,081.22
EBIT	10,879.89	10,159.57	10,954.29
EBITDA	12,282.80	12,172.26	11,866.43
销售商品、提供劳务收到的现金	98,832.88	77,683.41	69,590.82
收到其他与经营活动有关的现金	55,411.01	92,017.24	30,811.46
购买商品、接受劳务支付的现金	146,259.66	202,996.53	198,187.14
支付其他与经营活动有关的现金	79,418.59	38,997.96	31,646.49
吸收投资收到的现金	19,600.00	1,477.40	600.00
资本支出	63,617.58	42,930.57	12,180.43
经营活动产生的现金流量净额	-75,058.91	-77,062.69	-137,087.75
投资活动产生的现金流量净额	-99,635.09	-51,588.25	-14,657.13
筹资活动产生的现金流量净额	102,226.56	117,892.26	177,596.81
现金及现金等价物净增加额	-72,467.44	-10,758.69	25,546.70
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率（%）	5.32	8.33	7.10
期间费用率（%）	5.40	9.07	13.46
应收类款项占比（%）	6.69	6.84	7.24
收现比（X）	0.93	0.79	1.10
资产负债率（%）	66.86	60.41	63.84
总资本化比率（%）	61.10	54.58	59.34
短期债务/总债务（%）	21.26	50.62	37.90
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-2.06	-2.02	-3.01
总债务/EBITDA（X）	58.51	65.58	85.05
EBITDA/短期债务（X）	0.08	0.03	0.03
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.34	0.32	0.26

注：1、中诚信国际根据 2022~2023 年审计报告整理；2、其他流动负债中的带息债务调入短期债务，长期应付款中的带息债务调入长期债务。

附三：桐乡市崇德投资发展集团有限公司对外担保明细（截至 2023 年末）

序号	被担保对象	企业性质	担保期限	担保余额（万元）
1	桐乡市崇德城市开发建设有限公司	国企	2020/1/9-2028/1/7	43,400.00
2	桐乡市石门两新建设开发有限公司		2019/3/29-2027/3/26	18,000.00
	合计	--	--	61,400.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附四：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
	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+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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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”；3、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，影响报表使用者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。

附五：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