

信用评级公告

联合〔2022〕4873号

联合资信评估股份有限公司通过对桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“19 金凤凰 MTN002” 的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月二十五日

桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
19 金凤凰 MTN002	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 金凤凰 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2024/08/28

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；含权债券的到期兑付日为不行权到期日

评级时间：2022 年 7 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果		AA	
评价内容	评价结果		风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域 风险	3		
			行业风险	3		
		自身 竞争力	基础素质	3		
			企业管理	2		
			经营分析	3		
财务风险	F3	现金流	资产质量	4		
			盈利能力	2		
			现金流量	1		
		资本结构		3		
		偿债能力		3		
		调整因素和理由				调整子级
外部支持				3		

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司（以下简称“公司”）是浙江省桐乡市重要的旅游基础设施开发投资和运营主体。跟踪期内，桐乡市经济稳步发展，财政实力有所增强，公司持续获得桐乡市政府在财政补助等方面有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司土地业务资金回笼周期较长、存在较大资本支出压力、债务规模增长较快和债务负担较重等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着濮院旅游项目的建成和投入运营，土地整理和房地产开发等业务的持续推进，公司业务有望稳定发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 金凤凰 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**2021 年，桐乡市地区生产总值 1141.69 亿元，较上年增长 8.5%；实现一般公共预算收入 109.31 亿元，较上年增长 16.3%，财政自给率为 94.61%，财政自给能力强。
2. **持续获得外部支持。**公司作为桐乡市重要的旅游开发投资和运营主体，跟踪期内持续得到政府财政补助等方面的有力支持。

关注

1. **资本支出压力较大，旅游项目收益存在不确定性。**公司在建项目尚需投资规模大，未来资金支出压力较大；其中濮院旅游核心景区项目投资回收周期长，未来收益存在不确定性。
2. **土地业务资金回笼周期较长。**公司土地整理业务投资规模较大，土地整理资金回笼情况受土地验收核算、出让进度以及政府拨付影响较大，对公司资金占用明显。
3. **债务规模增长较快，债务负担较重，存在一定短期偿债压力。**截至 2022 年 3 月底，公司全部债务较 2020 年底增长 30.81%，全部债务资本化比率为 59.29%，短期现金债务比为 0.49 倍。

分析师：许狄龙 王震雷

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

 地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
 中国人保财险大厦17层（100022）

 网址：www.lhratings.com
主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.61	12.51	8.83	9.43
资产总额(亿元)	146.22	173.01	197.34	203.38
所有者权益(亿元)	49.85	67.43	71.04	70.52
短期债务(亿元)	20.49	6.41	18.53	19.29
长期债务(亿元)	56.98	72.12	76.53	83.43
全部债务(亿元)	77.47	78.52	95.06	102.72
营业总收入(亿元)	10.76	13.52	14.48	2.19
利润总额(亿元)	3.05	3.12	2.78	-0.56
EBITDA(亿元)	4.20	4.03	3.46	--
经营性净现金流(亿元)	-3.03	4.94	6.47	-1.52
营业利润率(%)	9.07	23.64	13.35	6.42
净资产收益率(%)	5.83	3.69	2.95	--
资产负债率(%)	65.91	61.02	64.00	65.33
全部债务资本化比率(%)	60.85	53.80	57.23	59.29
流动比率(%)	279.61	356.42	189.84	197.00
经营现金流流动负债比(%)	-9.60	19.36	13.44	--
现金短期债务比(倍)	0.71	1.95	0.48	0.49
EBITDA 利息倍数(倍)	1.55	1.07	0.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.43	19.47	27.50	--

公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	74.35	89.43	100.70	99.76
所有者权益(亿元)	28.76	43.90	45.28	44.88
全部债务(亿元)	30.53	37.14	46.87	47.74
营业总收入(亿元)	0.47	0.40	0.42	0.08
利润总额(亿元)	0.01	0.15	1.42	-0.40
资产负债率(%)	61.32	50.91	55.03	55.01
全部债务资本化比率(%)	51.49	45.83	50.86	51.54
流动比率(%)	224.04	381.38	225.01	225.63
经营现金流流动负债比(%)	-57.39	-28.90	-8.23	--

注：1. 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 将其他应付款中有息债务纳入短期债务核算，长期应付款中有息债务纳入长期债务计算
 资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 金凤凰 MTN002	AA	AA	稳定	2021/07/29	许狄龙 韩晓翌	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
19 金凤凰 MTN002	AA	AA	稳定	2019/07/25	张 依 韩晓翌	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，根据桐财发〔2022〕95 号文件，桐乡市财政局将桐乡市城市建设投资有限公司持有的公司 100% 股权无偿划转至桐乡市金凤凰控股集团有限公司（以下简称“金凤凰控股集团”）。截至 2022 年 6 月底，公司注册资本和实收资本均为 12.00 亿元，控股股东为金凤凰控股集团，实际控制人仍为桐乡市财政局（详见附件 1-1）。

跟踪期内，公司组织架构和职能定位均未发生变化。截至 2022 年 6 月底，公司本部内设人力资源部、财务金融部、内控合规部、投资发展部和资产管理部等职能部门（详见附件 1-2）。截至 2022 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的子公司 12 家（详见附件 1-3）。

截至 2021 年底，公司资产总额 197.34 亿元，所有者权益 71.04 亿元（含少数股东权益 3.60 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 14.48 亿元，利润总额 2.78 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 203.38 亿元，所有者权益 70.52 亿元（含少数股东权益 3.60 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.19 亿元，利润总额 -0.56 亿元。

公司地址：浙江省嘉兴市桐乡市梧桐街道景雅路 765 号金凤凰大厦 2301 室；法定代表人：全见方。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 6 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
19 金凤凰 MTN002	5.00	5.00	2019/08/28	5(3+2)年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同

年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和Wind数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿

元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策环境和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021 年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年开始，国内经济下行压力加大，2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021 年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月，银保监发〔2021〕15 号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担

隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022 年 4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022 年 5 月，财政部通报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前,中国的基础设施建设尚不完善,城镇化率仍处于较低水平,城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题,基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间,中国将统筹推进基础设施建设,构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来,中国将进一步完善新型城镇化战略,全面实施乡村振兴战略,持续推进“两新一重”项目建设等,城投企业仍有一定发展空间,评级展望为稳定。

同时,在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下,城投企业融资区域性分化仍将持续,政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减,部分地区城投债集中到期压力较大,需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 旅游行业

(1) 行业概况

旅游业是第三产业中的支柱产业之一,属于敏感性行业,需求弹性较大,易受外部经济环境和突发公共事件影响。新冠肺炎疫情的爆发对旅游行业产生很大冲击,旅游行业多种业态“停摆”。2021年,国内疫情局地多发,疫情防控进入常态化,复苏情况略好于2020年;出境游延续停滞状态。2022年一季度,国内多地疫情反复,旅游业复苏再次放缓。

2021年以来,新冠肺炎影响持续,国内疫情呈现零星散发态势,国内旅游总人数为32.46亿人次,同比增长12.8%,但依然远低于疫情前2019年的59.01亿人次,仅恢复至2019年的54.0%。全国国内旅游收入为2.92万亿元,同比增长31.00%。城镇居民是国内旅游的主要客源市场,2021年,城镇居民出游23.42亿人次,较上年增加2.77亿人次,同比增长13.4%,

占旅游总人次的72.15%;城镇居民国内旅游总消费2.36万亿元,较2020年增长31.6%,占消费总额的81.2%;农村居民旅游总消费0.55万亿元,较2020年增长28.4%。国内游业务逐步恢复,但新冠肺炎影响持续,国内疫情局地多发,对国内游旺季影响较大,疫情防控进入常态化,旅游行业复苏情况好于2020年,但尚未实现全面复苏。出境游方面,受疫情影响,2020年以来出境游人数锐减,2021年中国旅行社组织出境旅游人数为0.94万人次,较2019年6288.06万人次大幅减少。出境旅游目的地主要包括中国澳门、澳大利亚、美国、中国香港、法国、日本、泰国等国家,中国澳门作为目的地的出境游人数占2021年出境游总人数的93.62%。2021年中国旅行社出境旅游营业收入完成6.63亿元,较2020年减少了157.28亿元。2022年一季度,国内多地疫情反复。当期,国内旅游总人次8.30亿,比上年同期减少1.94亿,下降19.0%。其中,城镇居民旅游人次6.21亿,下降11.4%;农村居民旅游人次2.09亿,下降35.3%。国内旅游收入0.77万亿元,比上年同期增加0.03万亿元。

(2) 行业政策

国家相关部委推出各项政策,旨在推动旅游产业整合和市场监管,行业格局有望改善。旅游业作为第三产业的主要支柱行业,其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势,国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。2022年1月,国务院印发了《“十四五”旅游业发展规划》(以下简称“《规划》”),明确到2025年,旅游业发展水平不断提升,现代旅游业体系更加健全,旅游有效供给、优质供给、弹性供给更为丰富,大众旅游消费需求得到更好满足。国内旅游蓬勃发展,出入境旅游有序推进,旅游业国际影响力、竞争力明显增强,旅游强国建设取得重大进展。

表 3 近年来旅游政策一览

时间	政策	主要内容
2019年3月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	文件提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，旨在提升文化和旅游消费质量水平，增强居民消费意愿，以高质量文化和旅游供给增强人民群众的获得感、幸福感。
2019年7月	关于修订印发《文化旅游提升工程实施方案中央预算内投资管理办法》的通知	各地和有关部门要切实承担起文化旅游提升工程的项目实施主体责任，建立工作机制，落实建设方案，统筹资金渠道，组织编制年度投资计划并及时分解落实，有序推进工程实施，确保工程建设质量和效益。
2019年8月	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	提出多项激发居民消费、促进旅游市场发展的意见，包括：继续推动国有景区门票降价，各地结合实际情况，制定实施景区门票减免、景区淡季免费开放、演出门票打折等政策；举办文化和旅游消费季、消费月，举办数字文旅消费体验等活动；整合已有资源，提升入境旅游统一宣传平台水平等。
2020年1月	《文化和旅游部办公厅关于全力做好新型冠状病毒肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》	旨在防控新冠肺炎的传播，要求全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。
2020年4月	《文化和旅游部国家卫生健康委关于做好旅游景区疫情防控和有序开放工作的通知》	旨在规范解禁后旅游景区管理，确保旅游景区安全有序开放。
2021年6月	《关于加强政策扶持进一步支持旅行社发展的通知》	为减轻企业现金流压力，加大政策和资金支持，拓展旅行社发展空间，支持旅行社积极应对当前经营困难，履行社会责任，文化和旅游部决定向旅行社退还部分旅游服务质量保证金。
2022年1月	《“十四五”旅游业发展规划》	坚持创新驱动发展，深化“互联网+旅游”，推进智慧旅游发展；优化旅游空间布局，促进城乡、区域协调发展，建设一批旅游城市和特色旅游目的地；完善旅游产品供给体系，激发旅游市场主体活力，推动“旅游+”和“+旅游”，形成多产业融合发展新局面。
2022年3月	《文化和旅游部办公厅关于抓好促进旅游业恢复发展纾困扶持政策贯彻落实工作的通知》	将旅游业作为重点帮扶行业，给予有力政策支持。做好普惠性减税降费政策在旅游业领域的落地服务。推动普惠金融政策在旅游业领域加快落实。落实阶段性缓缴失业保险费和工伤保险费政策“免申即享”。完善旅游企业承接机关企事业单位相关活动实施细则。用好旅游服务质量保证金扶持政策。加快推进保险替代保证金试点工作。

资料来源：联合资信整理

(4) 行业发展

国家政策对旅游行业的支持力度较大，旅游业外部政策环境良好。随着休闲度假需求的持续提升以及出境游优惠政策的逐步落地，中国旅游行业将继续保持良好的发展态势，同时也需关注新冠疫情对旅游业的持续影响。

旅游行业属敏感型行业，旅游产品作为弹性消费品，易受外部经济环境的影响，突发公共事件对行业内企业经营会造成较大冲击。从长期看，中国旅游业面临的基本环境没有改变，中国经济有望继续保持良好、快速的发展态势，人均收入的增长和消费结构的升级将根本性的推动中国旅游行业的发展。目前，国内游依然是中国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场，短期内在旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇。随着中国中高收入人群的扩大，出境游市场将具备较大的发展空间。

3. 区域经济情况

跟踪期内，桐乡市经济稳步增长，财政收入有所增长，财政自给能力强，公司发展的外

部环境良好。

根据《2021 年桐乡市国民经济和社会发展统计公报》，经初步核算，2021 年桐乡市实现地区生产总值 1141.69 亿元，同比增长 8.5%。其中，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%，一、二、三产业比重为 2.3：49.4：48.3。

2021 年，桐乡市固定资产投资较上年增长 10.6%，工业和服务业投资分别增长 22.5%和 4.5%。同期，桐乡市房地产开发投资 165.51 亿元，同比下降 2.8%，商品房销售面积同比下降 16.6%，商品房销售额同比下降 10.1%。

2021 年，桐乡市位列中国县域旅游综合竞争力百强榜第五名。同期，桐乡市累计建设重大旅游项目 22 个，完成投资 35.8 亿元。截至 2021 年底，桐乡市共有旅行社 45 家，星级宾馆 7 家，其中四星级以上 5 家，星级宾馆客房总数 1806 间。

2021 年，桐乡市完成一般公共预算收入 109.31 亿元，比上年增长 16.3%，其中税收收入

96.69 亿元，比上年增长 5.7%；一般公共预算支出 115.54 亿元，比上年增长 11.2%；财政自给率为 94.61%，财政自给能力强。同期，桐乡市完成政府性基金预算收入 136.00 亿元，同比下降 10.2%，主要系国有土地使用权出让收入减收。

根据桐乡市政府公开数据显示，2022 年 1—5 月，桐乡市规上工业实现总产值 947.19 亿元，同比增长 14.2%；完成固定资产投资 201.13 亿元，同比增长 13.2%。分行业看，完成工业投资 73.42 亿元，同比增长 3.3%；服务业投资 127.50 亿元，同比增长 19.6%。同期，桐乡市完成一般公共预算收入 59.21 亿元，同比增长 3.2%。一般公共预算支出 51.61 亿元，同比增长 22.8%。

六、基础素质分析

公司是桐乡市重要的旅游基础设施开发投资和运营主体，过往债务履约情况良好。

公司是桐乡市重要的旅游开发投资和运营主体，主要承担桐乡市濮院镇的旅游开发投资、土地整理、房地产开发以及桐乡市全市的农贸市场经营管理与农产品销售等职能。

根据《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：913304835669976048），截至 2022 年 6 月 28 日，公司本部无未结清的不良或关注类信贷信息记录，已结清债务中有 3 笔关注类贷款，均已正常收回。根据中国农业银行股份有限公司桐乡市分行出具的情况说明，因为公司连续三年经营性现金流量为负，故将该 3 笔贷款认定为关注类。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履

约情况良好。

截至 2022 年 7 月 15 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理、管理体制和管理制度等方面无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司营业总收入有所增长，主要来自农产品销售、土地整理和房地产销售收入的增长；受房地产销售毛利率大幅下降影响，综合毛利率有所下降。

2021 年，公司营业总收入同比增长 7.09%。其中，土地整理收入同比增加 0.63 亿元，主要系移交土地面积增加所致；房地产销售收入同比增加 0.32 亿元，主要系房屋销量增长所致；农产品销售收入同比增加 0.31 亿元，主要系猪肉供应和销售量增长所致；房屋租赁收入、农贸市场经营收入和其他业务收入规模不大，对营业总收入形成一定补充。

2021 年，公司综合毛利率同比明显下降。其中，农产品销售业务公益性较强，略有亏损；房地产开发业务毛利率下降至 29.53%，主要系 2021 年销售项目土地成本较高所致；土地整理业务毛利率和房屋租赁业务毛利率保持相对稳定；农贸市场经营业务毛利率有所增长。

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.19 亿元，相当于 2021 年全年的 15.10%，主要来自农产品销售收入和房地产销售收入；综合毛利率为 8.33%。

表 4 公司营业总收入和毛利率构成情况

项目	2020 年			2021 年			2022 年 1—3 月		
	金额 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)
农产品销售	21109.93	15.62	0.00	24161.12	16.69	-0.07	17106.37	78.23	1.55
土地整理	55344.02	40.94	1.36	61682.00	42.61	2.11	--	--	--
房地产销售	49450.35	36.58	51.94	52678.54	36.39	29.53	2720.56	12.44	24.21
房屋租赁	3485.74	2.58	91.02	3829.15	2.65	91.57	1331.81	6.09	74.83
农贸市场经营	1151.38	0.85	66.73	1142.21	0.79	81.30	558.76	2.56	-18.05

项目	2020 年			2021 年			2022 年 1—3 月		
	金额 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)
其他	4630.26	3.43	70.52	1268.23	0.88	44.78	148.46	0.68	1.32
合计	135171.67	100.00	24.89	144761.24	100.00	15.09	21865.96	100.00	8.33

注：尾差系数据四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

2. 业务经营分析

(1) 土地整理

公司受桐乡市政府委托进行濮院镇区域的土地整理，目前大部分土地已整理完毕，但移交土地较少，对公司资金形成较大占用。

公司土地整理业务主要由公司下属子公司桐乡市濮院金翔云旅游投资有限公司（以下简称“金翔云公司”）负责。

根据与桐乡市政府签署的《桐乡市濮院镇土地一级开发项目委托开发协议书》，公司对濮院镇区域内相关土地开展土地征收整理业务。具体包括：公司支付土地整理相应的直接成本（包括前期费用、拆迁补偿费、相关设施建设补偿费等）和间接成本²（包括财务费用、管理费用、各项税金及附加审计费等）。待公司完成土地整理后，由桐乡市政府组织验收合格后出具《移交签收确认书》。公司采用成本加成模式确认土地整理开发收益，2020 年之前加成比例为 18%；自 2020 年起，加成比例可在前一年的加成比例的基础上最高可上浮 20%，具体浮动幅度，由双方每年底签署《土地委托开发进度款结算协议》予以确认。桐乡市政府将土地整理回款拨至濮院镇政府，再由濮院镇政府拨付至公司。

2015 年起，公司开始承担濮院镇区域内的土地开发整理业务，区域规划总面积 3360.00 亩，计划总投资 43.29 亿元，目前区域内土地大部分已整理完毕。

2021 年，公司移交土地面积 249.00 亩，相

应结转成本 6.03 亿元；2022 年 1—3 月，公司未移交土地。

截至 2022 年 3 月底，公司土地整理业务已投资 51.88 亿元³，已整理土地面积 2818.00 亩，剩余未整理土地面积 542.00 亩；公司累计移交土地面积 851.60 亩，尚有 1717.40 亩土地未移交，累计实现土地整理收入 24.57 亿元，尚有 3.26 亿元未回款。

(2) 房地产开发

公司在售房地产项目销售情况良好，在建项目未来存在较大的资金支出压力，该业务受房地产政策影响比较大。

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金和城镇建设有限公司、桐乡市濮院旅游有限公司（以下简称“濮院公司”）负责。

滨河花苑项目是配套濮院镇旅游土地整理的安置房项目，同时还建有部分商品房以及商铺。公司通过“招、拍、挂”取得地块，通过公开市场对建成的商品房及商铺进行销售，但是安置房的销售价格低于商品房以及商铺价格。滨河花苑（一、二、三期）项目总占地面积约 170.37 亩，建筑面积 30.63 万平方米，项目总投资 12.34 亿元，已全部完工，项目可售面积共有 23.76 万平方米，截至 2022 年 6 月底，已售面积为 21.07 万平方米，项目剩余可出售面积 2.69 万平方米。截至 2022 年 3 月底，累计销售额 18.17 亿元。

表 5 截至 2022 年 3 月底公司房地产项目销售情况

项目	计划总投资 (亿元)	建筑面积 (万平方米)	可销售面积 (万平方米)	已销售面积 (万平方米)	累计销售额 (亿元)
滨河花苑一期	1.58	3.57	3.53	3.44	2.64

² 间接成本由公司自行承担，超过项目收益（成本加成部分）部分由公司自负盈亏

³ 土地整理业务已投资超概系土地整理范围扩大，但未更新可研

报告，故总投资金额未调整

滨河花苑二期	7.07	18.89	14.23	12.95	9.49
滨河花苑三期	3.69	8.17	6.00	4.68	6.04
翔云苑	9.18	11.88	7.80	4.92	7.65
合计	21.52	42.51	31.56	25.99	25.82

注：已销售面积为截至2022年6月底数据

资料来源：公司提供

截至2022年3月底，公司在建的商品房项目计划总投资57.06亿元，已投资30.22亿元；公司在建的安置房项目为滨河紫金苑，计划总投资

10.74亿元，已投资3.55亿元。整体看，公司房地产开发业务未来尚需投资规模大，存在较大的资本支出压力。

表 6 截至 2022 年 3 月底公司在建商品房项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
			2022年 4—12月	2023年	2024年
杏林苑	12.42	6.82	0.50	1.50	1.00
滨河佳苑	1.04	0.71	0.16	0.15	0.02
梅泾苑	10.87	6.01	0.74	2.00	1.50
香枫苑	4.19	2.10	0.18	1.00	0.91
栖凤苑	18.59	9.25	0.97	3.00	2.50
永乐坊	5.18	1.94	0.30	0.25	0.05
紫金特色文化街	4.77	3.39	0.15	0.25	0.05
合计	57.06	30.22	3.00	8.15	6.03

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

（3）农产品销售

公司农产品销售业务主要为猪肉及其副产品的销售，采取“以销定购”模式，业务风险较小，但盈利能力弱。

公司农产品销售业务主要包括在嘉兴各个县市所辖农贸市场销售配送白条猪肉及猪副产品等，农产品销售业务主要由公司下属子公司桐乡市金农农产品销售有限公司（以下简称“金农公司”）和桐乡市金瑞食品有限公司（以下简称“金瑞公司”）负责。

金农公司承担桐乡市部分民生工程，为保障桐乡市农贸市场白条猪肉品质，金农公司统一向浙江青莲食品股份有限公司（以下简称“青莲公司”）及其子公司昆山市定点屠宰加工中心有限公司（以下简称“昆山公司”）和平湖市明大食品有限公司（以下简称“明大公司”）采购白条猪肉，再销售至桐乡市及其他县市。金瑞公司主要负责生猪屠宰业务，供应商主要为大型养殖公司、中小型散户牧场和个人养殖户，再销售至桐乡市及其他县市。

销售模式及结算方面，金农公司销售模式主要为“以销定购”，几乎无利润；金瑞公司采取“先款后货”模式，风险较小。整体看，公司农产品销售业务风险较小，但盈利能力弱。

销售市场方面，目前金农公司共拥有 7 家门店，同时金农公司还通过与其他摊贩、食堂、餐饮店的合作，配送以白条猪肉为主的生猪产品，在桐乡市猪肉农产品市场上市场份额较高。

公司农产品销售业务上游为青莲公司、昆山公司和明大公司，集中度高；公司下游主要为农贸市场销售商，集中度一般。

2021 年，公司农产品销售收入同比增长 14.45%，主要系猪肉供应和销售量均有所增长所致。2022 年 1—3 月，公司实现农产品销售收入 1.71 亿元。

截至2022年3月底，公司农产品销售业务在建项目为屠宰中心，总建筑面积3.12万平方米，预计年屠宰生猪能力达50万头，计划总投资1.64亿元，已完成投资1.25亿元。

(4) 租赁业务

公司租赁业务包括房屋租赁和农贸市场经营, 2021年出租率和毛利率仍保持在较高水平。

房屋租赁

公司房屋租赁业务主要由公司本部、下属子公司桐乡市金汇资产管理有限公司(以下简称“金汇公司”)和桐乡市环市再生资源回收市场开发有限公司(以下简称“环市公司”)负责。

2021年, 公司本部将其持有的中心市场内的4.85万平方米商铺对外出租。金汇公司名下共7.00万平方米房产可供出租, 主要为各类商铺等。环市公司将其名下场地共4间商铺进行出租, 除金汇公司名下商铺、中心市场分别闲置0.09万平方米和0.34万平方米未出租外, 其余均全部出租。

公司本部一般与中心市场承租商签订1~3年的租赁协议, 与部分承租商签订了10年的长期租赁协议, 按季度收取租金。受市场逐渐发展成熟影响, 中心市场租金水平以及收入规模均呈现上涨态势。金汇公司对于不同地段的商铺采取分段定价的租金政策。公司在政府指导价的基础上根据不同的楼层、不同的市场区域确定各商业铺位的租金价格。

2021年及2022年1—3月, 公司房屋租赁业务分别实现收入3829.15万元和1331.81万元, 毛利率分别为91.57%和74.83%。

农贸市场经营

公司农贸市场经营业务内容为对桐乡市农贸市场进行开发、建设和运营, 摊位及营业房租金为该板块的主要收入来源。公司农贸市场板块主要由下属子公司桐乡市金诚市场管理有限公司负责。公司对农贸市场商户租赁合同期限一般为1年, 每年签订租赁合同并于年底一次性收取租金。

截至2021年底, 公司拥有农贸市场8个, 拥有摊位共计4944.47米, 营业房1146间, 摊位平均出租率为88.83%。公司所辖农贸市场租金价格一般以政府指导价作为定价依据, 桐乡政府会根据对不同市场调研的情况确定各市场租金的政府指导价格。

2021年及2022年1—3月, 公司农贸市场经营业务分别实现收入1142.21万元和558.76万元, 毛利率分别为81.30%和-18.05%。

(5) 旅游业务

公司目前的开发重点为濮院旅游核心景区项目, 该项目投资规模大, 资金支出压力较大, 投资回收期长, 未来收益存在不确定性。

濮院旅游核心景区项目由濮院公司负责建设, 由公司委托第三方公司运营核心景区并支付运营费用。

濮院旅游核心景区项目计划总投资71.40亿元, 项目已获得银团(国家开发银行、中信银行和中国农业银行)20年的长期贷款40.00亿元(截至2022年3月底, 已到位39.00亿元), 占总投资的56.03%, 剩余31.40亿元由濮院公司自筹。截至2022年3月底, 该项目已投资52.57亿元, 该项目投资规模大, 资金支出压力较大。项目将建成集旅游、餐饮、住宿及文化娱乐等功能为一体的濮院旅游核心景区, 公司引进乌镇旅游股份有限公司(以下简称“乌镇旅游公司”)的经营团队, 吸取其景区经营管理经验, 但该项目投资回收期长, 未来收益存在不确定性。

3. 未来发展

未来, 公司将按照企业化、市场化、专业化的原则, 运作资本, 整合资源, 盘活存量资金, 发挥国有资产的规模效应, 增强核心竞争力, 实现长期可持续发展, 在服务于区域经济发展的同时, 确保国有资产的有进有退和保值增值目标的实现。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告, 大信会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报告进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年1—3月财务数据未经审计。

截至2022年3月底, 公司拥有合并范围内子公司12家, 跟踪期内合并范围内新增1家子

公司，减少 1 家子公司。总体看，变动子公
司体量小，对财务数据可比性影响小，公司财务数
据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长；资产

**中以开发成本为主的存货、长期股权投资和在
建工程占比大，资产流动性弱，资产质量一般。**

截至2021年底，公司资产总额较上年底增
长14.06%，非流动资产占比有所上升，资产结
构相对均衡。

表 7 公司主要资产构成情况

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
货币资金	12.51	7.23	8.83	4.47	9.43	4.64
存货	68.06	39.34	71.12	36.04	73.74	36.26
流动资产	91.03	52.62	91.37	46.30	94.15	46.29
长期股权投资	30.83	17.82	31.91	16.17	31.91	15.69
投资性房地产	12.63	7.30	17.78	9.01	17.78	8.74
在建工程	33.95	19.63	34.09	17.28	36.78	18.08
无形资产	0.16	0.09	16.55	8.39	17.30	8.51
非流动资产	81.97	47.38	105.97	53.70	109.23	53.71
资产总额	173.01	100.00	197.34	100.00	203.38	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

截至2021年底，公司流动资产较上年底增
长0.36%。其中，货币资金较上年底下降29.44%，
全部为银行存款。其他应收款较上年底下降
16.09%至5.57亿元，其中应收桐乡市财政局往
来款5.10亿元。存货较上年底增长4.50%，主要
系房地产开发项目和旅游开发项目持续投入所
致。从构成上看，公司存货主要由旅游项目土
地整理成本31.95亿元、旅游项目开发成本28.17
亿元和房地产开发成本4.22亿元构成，公司存
货变现时间存在不确定性。

截至 2021 年底，公司非流动资产较上年底
增长 29.28%。其中，长期股权投资较上年底增
长 3.49%，主要为对乌镇旅游公司和桐乡市濮
院毛衫发展有限公司分别投资 18.82 亿元和
8.34 亿元。投资性房地产较上年底大幅增长
40.72%，主要系购入房产、政府划拨和评估增
值所致。在建工程较上年增长 0.42%，主要系濮
院旅游综合开发项目增加投入所致。无形资产
较上年底增长 16.40 亿元，主要系公司将濮院
旅游核心景区项目部分投资从在建工程科目调
整至无形资产科目所致。

截至2022年3月底，公司资产总额较2021年
底增长3.06%。其中，存货和在建工程较上年底
分别增长3.68%和7.87%。

截至2022年3月底，公司受限资产为14.47亿
元，受限比例为20.52%，受限比例较高，为用
于抵押借款的投资性房地产3.52亿元和存货10.95
亿元。此外，公司应收账款未来收益权质押24.00
亿元，主要系国家开发银行与公司约定以濮院
旅游核心景区项目未来收益权进行质押贷款。

3. 资本结构

（1）所有者权益

**跟踪期内，公司所有者权益变动不大，权
益稳定性一般。**

截至2021年底，公司所有者权益较上年底
增长5.35%至71.04亿元。其中，实收资本12.00
亿元，较上年底保持稳定；资本公积27.16亿元，
较上年底增长3.80%，主要系政府无偿划拨资产
所致；未分配利润24.25亿元，较上年底增长
8.00%，主要系利润留存所致。

截至2022年3月底，公司所有者权益较2021
年底下降0.73%，所有者权益结构较上年底变动
不大，所有者权益结构稳定性一般。

(2) 负债

跟踪期内，公司债务规模增长较快，债务构成以长期债务为主，债务负担较重。

截至2021年底，公司负债总额较上年底增长19.63%，负债结构以非流动负债为主。

表 8 公司主要负债构成情况

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
短期借款	5.40	5.11	6.89	5.45	8.09	6.09
应付账款	5.26	4.98	11.46	9.07	0.00	0.00
预收款项	9.80	9.28	0.25	0.20	0.30	0.22
其他应付款	3.36	3.19	4.27	3.38	3.03	2.28
一年内到期的非流动负债	0.90	0.85	11.64	9.22	11.20	8.43
合同负债	0.00	0.00	12.08	9.57	13.26	9.98
流动负债	25.54	24.19	48.13	38.11	47.79	35.97
长期借款	38.63	36.59	41.21	32.63	48.09	36.20
应付债券	31.24	29.59	26.96	21.34	26.97	20.30
长期应付款	8.98	8.51	8.36	6.62	8.36	6.30
非流动负债	80.03	75.81	78.17	61.89	85.07	64.03
负债总额	105.58	100.00	126.30	100.00	132.86	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

截至2021年底，公司流动负债较上年底增长88.43%。其中，短期借款较上年底增长27.56%，主要为保证借款（6.80亿元）；应付账款较上年底增加6.20亿元，主要系应付工程款增加所致；预收款项较上年底下降97.47%，主要系转入合同负债科目所致；其他应付款较上年底增长26.91%，主要系往来款增加1.88亿元所致；一年内到期的非流动负债较上年底增加10.74亿元，其中一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券分别为0.68亿元和10.96亿元；合同负债12.08亿元，主要为预收售房款。

截至2021年底，公司非流动负债较上年底下降2.33%。其中，长期借款较上年底增长6.67%，包括质押借款19.80亿元、抵押借款2.00亿元、保证借款18.94亿元和信用借款0.46亿元，利率区间为3.85%~5.15%；应付债券较上年底下降13.71%，主要系将一年内到期应付债券转入流动负债所致，2021年公司发行“21金凤01”（发行金额10.00亿元，债券期限3年，票面利率4.37%）；长期应付款较上年底下降6.87%，全部为桐乡市濮院镇人民政府有息借款，本报告将其调整至长期债务计算。

截至2022年3月底，公司负债总额较2021年底增长5.19%，主要系长期借款增长所致。

表 9 公司债务规模和债务负担情况（单位：亿元）

项目	2020 年底	2021 年底	2022 年 3 月底
短期债务	6.41	18.53	19.29
长期债务	72.12	76.53	83.43
全部债务	78.52	95.06	102.72
资产负债率(%)	61.02	64.00	65.33
全部债务资本化比率(%)	53.80	57.23	59.29
长期债务资本化比率(%)	51.68	51.86	54.19

资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

截至2021年底，公司全部债务较2020年底增长21.06%，其中短期债务占19.49%，长期债务占80.51%；资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率较上年底均有所提升。

截至2022年3月底，公司全部债务较2021年底增长8.06%，资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均较2021年底进一步提升。公司债务负担较重。

从2022年3月底有息债务期限分布看，公司一年（含）以内到期的有息债务19.29亿元、一年至两年（含）14.15亿元、两年至三年（含）

11.27亿元。

4. 盈利能力

2021年，公司营业总收入有所增长，利润总额对投资收益依赖较大。

2021年，公司营业总收入同比增长7.09%，营业成本同比增长21.07%，营业利润率同比下降10.29个百分点。

2021年，公司期间费用同比下降2.29%，构成以销售费用（占41.05%）和财务费用（占30.83%）为主；期间费用占营业总收入比重为9.44%，同比下降0.90个百分点。

2021年，公司投资收益同比下降5.23%；其他收益0.04亿元，主要为政府补助；利润总额同比下降10.93%。

2021年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业总收入	13.52	14.48	2.19
营业成本	10.15	12.29	2.00
期间费用	1.40	1.37	0.82
投资收益	1.08	1.02	0.11
其他收益	0.04	0.04	0.00
利润总额	3.12	2.78	-0.56
营业利润率(%)	23.64	13.35	6.42
总资本收益率(%)	2.24	1.60	--
净资产收益率(%)	3.69	2.95	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.19 亿元，营业利润率为 6.42%，利润总额-0.56 亿元。

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金持续净流入，收入实现质量好，但投资活动现金持续净流出；考虑到建设项目资金需求大，公司筹资压力大。

从经营活动看，2021 年公司经营活动现金流入量同比增长 32.23%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 17.89 亿元，同比下降 11.82%，主要系 2020 年收到预售房款较多所致；收到其

他与经营活动有关的现金 12.01 亿元，同比增加 9.62 亿元，主要系收到往来款增加所致。同期，公司现金收入比同比下降 26.50 个百分点，收入实现质量好。2021 年，公司经营活动现金流出量同比增长 32.63%。其中，支付其他与经营活动有关的现金 9.61 亿元，同比增加 7.38 亿元，主要系支付的往来款增加所致。2021 年，公司经营活动现金持续净流入。

从投资活动看，2021 年公司投资活动现金流入和流出量同比分别下降 65.73%和 56.95%。其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 13.37 亿元，同比增长 8.51%，主要为濮院旅游综合开发项目的建设支出；收到和支付其他与投资活动有关现金分别为 32.09 亿元和 32.12 亿元，主要为银行理财产品的购买和赎回。2021 年，公司投资活动现金持续净流出。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入量	22.73	30.06	5.61
经营活动现金流出量	17.79	23.59	7.14
经营活动现金净流量	4.94	6.47	-1.52
投资活动现金流入量	96.16	32.95	0.18
投资活动现金流出量	107.54	46.29	2.97
投资活动现金净流量	-11.38	-13.34	-2.79
筹资活动现金流入量	45.08	28.10	11.17
筹资活动现金流出量	40.75	24.91	6.27
筹资活动现金净流量	4.33	3.19	4.91
现金收入比(%)	150.10	123.60	199.13

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

从筹资活动看，2021年公司筹资活动现金流入量同比下降37.66%，其中取得借款收到的现金27.46亿元。同期，公司筹资活动现金流出量同比下降38.87%，其中偿还债务支付的现金18.03亿元。2021年，公司筹资活动现金持续净流入。

2022年1—3月，公司经营活动和投资活动现金呈净流出状态，筹资活动现金呈净流入状态。

6. 偿债指标

公司偿债能力指标表现较弱，间接融资渠

道畅通，或有负债风险相对可控。

截至2021年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年底均大幅下降；截至2022年3月底，上述指标均较2021年底略有提升。总体看，公司短期偿债能力指标表现较弱。

2021年，公司EBITDA较上年有所下降，EBITDA利息倍数下降至0.85倍，全部债务/EBITDA提升至27.50倍，公司长期偿债能力指标较弱。

表 12 公司偿债能力指标

项目	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率（%）	356.42	189.84	197.00
速动比率（%）	89.93	42.06	42.70
现金短期债务比（倍）	1.95	0.48	0.49
长期偿债能力指标			
EBITDA（亿元）	4.03	3.46	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.07	0.85	--
全部债务/EBITDA（倍）	19.47	27.50	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

截至2022年3月底，公司共获得银行授信额度109.74亿元，未使用额度52.97亿元，间接融资渠道畅通。

截至2022年3月底，公司对外担保余额2.96亿元，担保比率为4.19%，被担保方主要为当地国有企业，包括对桐乡市乌镇国际旅游区经营管理有限公司担保2.00亿元和桐乡市临杭水环境治理有限公司担保0.50亿元等。被担保企业目前均正常运营，公司或有负债风险相对可控。

截至2022年3月底，公司无重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

公司收入和利润主要来自于子公司，母公司债务负担适中，短期偿债压力较大。

截至 2021 年底，母公司资产总额 100.70 亿元，较上年底增长 12.60%。其中，流动资产占 56.45%，非流动资产占 43.55%。

截至 2021 年底，母公司所有者权益 45.28 亿元，较上年底增长 3.15%，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 26.50%、54.29%和 10.56%；权益稳定性较强。

截至 2021 年底，母公司负债总额 55.41 亿元，较上年底增长 21.71%。其中，流动负债占 45.59%，非流动负债占 54.41%。截至 2021 年底，母公司全部债务 46.87 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 55.03%和 50.86%，整体债务负担适中；母公司现金短期债务比为 0.21 倍，母公司面临较大短期债务偿付压力。

2021 年底，母公司营业总收入 0.42 亿元，利润总额为 1.42 亿元，其他收益为 295.47 万元，投资收益为 8226.83 万元。

十、外部支持

近年来，公司持续得到政府在资金注入、资产划拨和财政补贴等方面的支持。

资金注入

根据“桐财发〔2020〕21号”文件和“桐财发〔2020〕150号”文件，2020年，桐乡市城市建设投资有限公司对公司合计增资人民币7.85亿元，其中6.00亿元计入“实收资本”，其余1.85亿元计入“资本公积”。

资产划拨

2021年，政府向公司无偿划拨房产、办公设备等资产合计1.30亿元，计入“资本公积”。

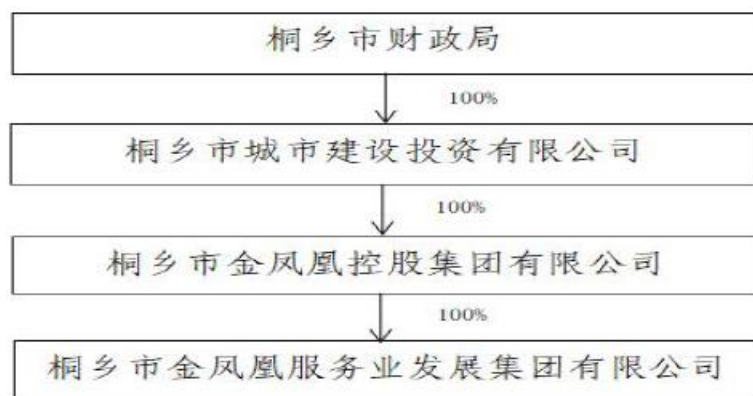
政府补贴

2019—2021年，公司分别收到政府各项财政补助826.94万元、426.08万元和439.64万元，计入“其他收益”或“营业外收入”。

十一、结论

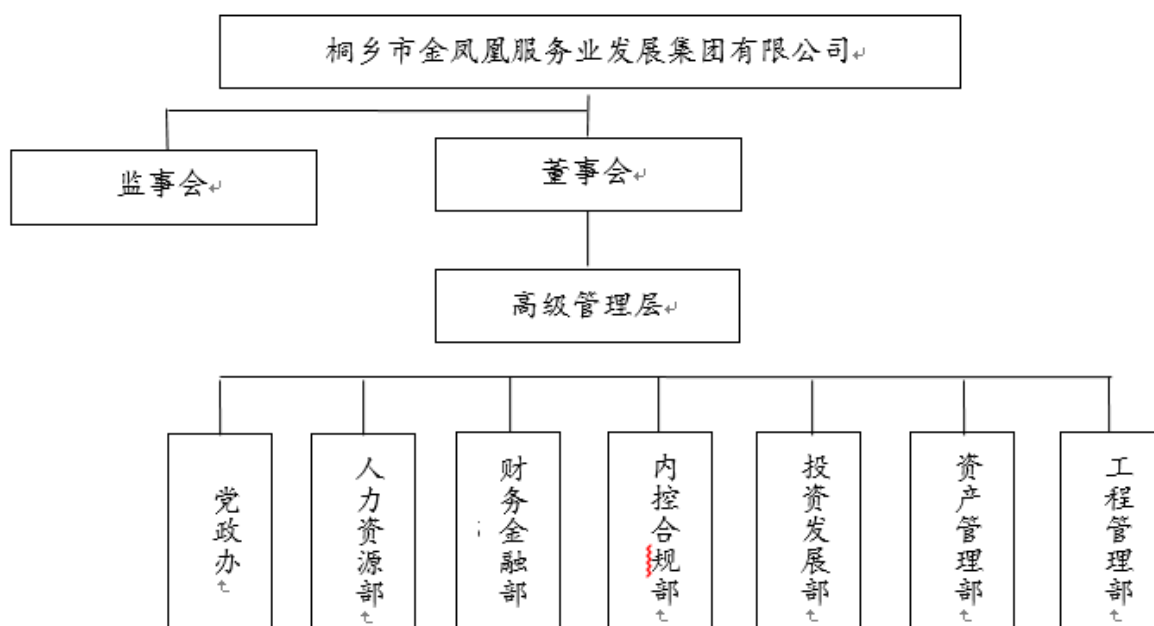
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“19金凤凰MTN002”的信用等级为AA，评级展望稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 6 月底组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司合并范围子公司情况

序号	企业名称	业务性质	持股比例（%）	注册资本（万元）
1	桐乡市金诚市场管理有限公司	服务业	100.00	1000.00
2	桐乡市金和城镇建设有限公司	基础设施投资开发	100.00	10000.00
3	桐乡市濮院旅游有限公司	旅游投资	47.97	65789.47
4	桐乡市濮院金翔云旅游投资有限公司	旅游投资	85.00	50000.00
5	桐乡市乌镇古镇旅游投资有限公司	旅游投资	100.00	12000.00
6	桐乡市金汇资产管理有限公司	资产管理	100.00	7162.55
7	桐乡市金农农产品销售有限公司	批发零售	100.00	500.00
8	桐乡市环市再生资源回收市场开发有限公司	服务业	100.00	500.00
9	桐乡市鱼行街股权投资有限公司	资本市场服务	100.00	1000.00
10	桐乡市金昇资源要素交易中心有限公司	服务业	100.00	3000.00
11	桐乡市金瑞食品有限公司	食品制造	65.00	1600.00
12	桐乡市海通经济信息贸易中心有限公司	商务服务业	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	14.61	12.51	8.83	9.43
资产总额（亿元）	146.22	173.01	197.34	203.38
所有者权益（亿元）	49.85	67.43	71.04	70.52
短期债务（亿元）	20.49	6.41	18.53	19.29
长期债务（亿元）	56.98	72.12	76.53	83.43
全部债务（亿元）	77.47	78.52	95.06	102.72
营业总收入（亿元）	10.76	13.52	14.48	2.19
利润总额（亿元）	3.05	3.12	2.78	-0.56
EBITDA（亿元）	4.20	4.03	3.46	--
经营性净现金流（亿元）	-3.03	4.94	6.47	-1.52
财务指标				
现金收入比（%）	70.99	150.10	123.60	199.13
营业利润率（%）	9.07	23.64	13.35	6.42
总资本收益率（%）	3.03	2.24	1.60	--
净资产收益率（%）	5.83	3.69	2.95	--
长期债务资本化比率（%）	53.34	51.68	51.86	54.19
全部债务资本化比率（%）	60.85	53.80	57.23	59.29
资产负债率（%）	65.91	61.02	64.00	65.33
流动比率（%）	279.61	356.42	189.84	197.00
速动比率（%）	83.06	89.93	42.06	42.70
经营现金流动负债比（%）	-9.60	19.36	13.44	--
现金短期债务比（倍）	0.71	1.95	0.48	0.49
EBITDA 利息倍数（倍）	1.55	1.07	0.85	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.43	19.47	27.50	--

注：将其他应付款中有息债务纳入短期债务核算，长期应付款中有息债务纳入长期债务计算；2022 年一季度财务数据未经审计
 资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	1.64	2.37	3.69	2.76
资产总额 (亿元)	74.35	89.43	100.70	99.76
所有者权益 (亿元)	28.76	43.90	45.28	44.88
短期债务 (亿元)	5.79	5.90	17.91	18.76
长期债务 (亿元)	24.74	31.24	28.96	28.97
全部债务 (亿元)	30.53	37.14	46.87	47.74
营业总收入 (亿元)	0.47	0.40	0.42	0.08
利润总额 (亿元)	0.01	0.15	1.42	-0.40
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-11.45	-3.86	-2.08	0.45
财务指标				
现金收入比 (%)	97.59	103.41	248.27	376.50
营业利润率 (%)	66.35	75.53	67.65	67.67
总资本收益率 (%)	0.01	0.17	1.25	--
净资产收益率 (%)	0.03	0.31	2.54	--
长期债务资本化比率 (%)	46.24	41.58	39.00	39.23
全部债务资本化比率 (%)	51.49	45.83	50.86	51.54
资产负债率 (%)	61.32	50.91	55.03	55.01
流动比率 (%)	224.04	381.38	225.01	225.63
速动比率 (%)	224.03	377.38	221.94	222.17
经营现金流动负债比 (%)	-57.39	-28.90	-8.23	--
现金短期债务比 (倍)	0.28	0.40	0.21	0.15
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：2022 年一季度财务数据未经审计；未获取折旧、摊销数据，EBITDA 相关指标无法计算

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持