信用等级公告

联合〔2021〕6519 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 MTN001”和“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

二〇二一年七月二十九日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次	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 MTN001	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 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2024/04/19
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

跟踪评级时间：2021 年 7 月 29 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均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	aa⁻		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	F2	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		2
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

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资金注入和财政补助等方面的支持。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投入对资金形成占用、存在较大资本支出压力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，土地整理业务的逐步完成和移交，公司未来发展前景良好。

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 MTN001”和“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。**2020 年，桐乡市地区生产总值 1002.98 亿元，较上年增长 1.0%；实现一般公共预算收入 93.98 亿元，较上年增长 18.0%；实现旅游总收入 250.8 亿元。
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在资金注入和财政补助等方面的支持。

关注

1. **资本支出压力较大，旅游项目收益存在不确定性。**公司在建和拟建项目投资规模较大，截至 2021 年 3 月底尚需投资 89.36 亿元；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. **土地业务投入对资金形成占用。**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效率影响较大，对公司资金占用明显。

分析师：许狄龙　韩晓罡
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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.19	14.61	12.51	18.08
资产总额(亿元)	118.29	146.22	173.01	186.25
所有者权益(亿元)	43.75	49.85	67.43	66.99
短期债务(亿元)	19.29	20.49	6.41	10.71
长期债务(亿元)	37.17	56.98	72.12	80.54
全部债务(亿元)	56.47	77.47	78.52	91.25
营业收入(亿元)	11.89	10.76	13.52	1.34
利润总额(亿元)	2.36	3.05	3.12	-0.42
EBITDA(亿元)	3.38	4.20	4.03	--
经营性净现金流(亿元)	-12.19	-3.03	4.94	-1.30
营业利润率(%)	7.87	9.07	23.64	15.62
净资产收益率(%)	5.13	5.83	3.69	--
资产负债率(%)	63.02	65.91	61.02	64.03
全部债务资本化比率(%)	56.35	60.85	53.80	57.67
流动比率(%)	240.34	279.61	356.42	369.33
经营现金流动负债比(%)	-38.87	-9.60	19.36	--
现金短期债务比(倍)	0.37	0.71	1.95	1.69
EBITDA 利息倍数(倍)	1.49	1.55	1.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.69	18.43	19.47	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	60.46	74.35	89.43	104.52
所有者权益(亿元)	26.06	28.76	43.90	43.37
全部债务(亿元)	16.08	30.53	37.14	51.95
营业收入(亿元)	0.47	0.47	0.40	0.10
利润总额(亿元)	-0.47	0.25	0.15	-0.53
资产负债率(%)	56.90	61.32	50.91	58.51
全部债务资本化比率(%)	38.15	51.49	45.83	54.50
流动比率(%)	174.42	224.04	381.38	342.88
经营现金流动负债比(%)	-34.24	-57.39	-28.90	--

注：将其他应付款中有息债务纳入短期债务核算，长期应付款中股权回购款调整至长期债务计算；2021 年一季度财务数据未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	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 MTN001	AA	AA	稳定	2020.07.24	张　依 韩晓罡	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	2020.07.24	张　依 韩晓罡	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 韩晓罡	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

19 金凤凰 MTN001	AA	AA	稳定	2019.03.20	崔俊凯 郝一哲 韩晓罡	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、本报告引用的资料主要由金凤凰服务业发展集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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、主体概况

跟踪期内，公司注册资本和实收资本发生变化。根据“桐财发〔2020〕21 号”文件，2020 年 5 月，桐乡市城市建设投资有限公司（以下简称“桐乡城建投”）对公司增资人民币 1.15 亿元，其中 1.00 亿元用于增加注册资本，其余 0.15 亿元计入资本公积，公司实收资本由 6.00 亿元增加至 7.00 亿元。根据“桐财发〔2020〕150 号”文件，2020 年 12 月，桐乡城建投对公司增资人民币 6.70 亿元，其中 5.00 亿元用于增加注册资本，其余 1.70 亿元计入资本公积，公司实收资本由 7.00 亿元增加至 12.00 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 12.00 亿元，唯一股东为桐乡城建投，实际控制人为桐乡市财政局。

跟踪期内，公司股权结构、组织架构、职能定位未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司本部内设人力资源部、办公室、财务部、内控合规部、投资发展部、资产运管部、工程管理部等 7 个部门（详见附件 1-1）；拥有纳入合并范围的子公司 12 家（详见附件 1-2）。

截至2020年底，公司资产总额173.01亿元，所有者权益67.43亿元（含少数股东权益3.37亿元）；2020年，公司实现营业收入13.52亿元，利润总额3.12亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额186.25亿元，所有者权益66.99亿元（含少数股东权益3.39亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入1.34亿元，利润总额-0.42亿元。

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、跟踪债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续债券为“19金凤凰MTN001”和“19金凤凰MTN002”，跟踪期内，公司已按期支付存续期债券利息。

表 1　截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况
（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 金凤凰 MTN001	5.00	5.00	2019/04/19	5（3+2）
19 金凤凰 MTN002	5.00	5.00	2019/08/28	5（3+2）
合计	**10.00**	**10.00**	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“19 金凤凰 MTN001”和“19 金凤凰 MTN002”募集资金用于归还公司有息债务。截至2021年3月底，募集资金已按计划使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的

[2] 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，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策环境和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；**

固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动中国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。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。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，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据 2014 年《43 号文》，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 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，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。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

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 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。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，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系

2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。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，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市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。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

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，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

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。近年来，中国旅游经济保持较快增长态势，但新冠肺炎疫情短期对旅游业生产经营造成较大冲击。

改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十三五”期间，旅游业全面融入国家战略体系，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。2020 年，新冠肺炎疫情对旅游业产生了前所未有的影响。根据文化和旅游部公布的数据，2020 年入出境旅游市场几乎全面停滞，国内旅游人数 28.79 亿人次，较上年同期减少 30.22 亿人次，同比下降 52.1%；分季度看，国内旅游呈现降幅收窄趋势，其中一季度国内旅游人数 2.95 亿人次，同比下降 83.4%；二季度国内旅游人数 6.37 亿人次，同比下降 51.0%；三季度国内旅游人数 10.01 亿人次，同比下降 34.3%；四季度国内旅游人数 9.46 亿人次，同比下降 32.9%。中国旅游经济自 2021 年第二季度开始已经进入了有序复苏到全面复苏的新通道。

（2）行业竞争

中国旅游业市场存在产业化层次较低、发展模式单一等问题，行业规范和发展存在挑战。

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已位居世界前列，但发展模式单一，产业形态落后，产业集中度低，行业秩序混乱，产品质量不高等深层结构问题依然存在，中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，均存在差距。整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间既是相互依存的合作伙伴，又为相互排斥的竞争对手，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。从长远看，国家政策的出台有利于产业整合和市场规范，行业内劣势企业将在竞争中加快得以淘汰，从而为优势企业进一步控制市场资源，提高市场占有率提供了机遇，行业长期竞争格局有望得到改善。

（3）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规范，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。

表 4　近年来旅游政策一览

颁布时间	政策	主要内容
2015 年 8 月	《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和投资的若干意见》（国办发〔2015〕62 号）	实施旅游基础提升计划、旅游投资促进计划、旅游消费促进计划、乡村旅游提升计划等，以改善旅游消费环境、开辟旅游消费市场、培育新的消费热点等。
2015 年 9 月	国家发改委、国家旅游局发布开展景区门票价格专项整治工作的通知（发改价格〔2015〕2005 号）	开展门票价格专项整治工作、规范经营者价格行为、严格执行定价规则、程序、加强市场监管、建立景区质量等级评定与门票价格水平惩戒联动机制等。
2016 年 4 月	《全国旅游标准化发展规划（2016－2020）》（旅发〔2016〕48 号）	提出到 2020 年，中国旅游国家标准将达到 45 项以上，行业标准达 60 项以上，地方标准达 300 项以上，新建 200 个以上全国旅游标准化试点示范单位。
2016 年 11 月	《国务院办公厅关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》（国办发〔2016〕85 号）	提出加速升级旅游消费、创新发展文化消费、大力促进体育消费等以推进幸福产业服务消费提质扩容、大力促进传统实物消费扩大升级、持续优化消费市场环境。
2016 年 12 月	《“十三五”旅游业发展规划》	“十三五”期间我国旅游业发展的四大目标为旅游经济稳步增长，包括城乡居民出游人数年均增长 10%左右，旅游总收入年均增长 11%以上，旅游直接投资年均增长 14%以上。
2017 年 6 月	《全域旅游示范区创建工作导则》	提出创建工作要实现“五个目标”，并起到相应的示范引领作用：实现旅游治理规范化、发展全域化、供给品质化、全民参与化和效应最大化，成为旅游业惠及民生、稳增长、调结构、促协调、扩开放的典范。
2017 年 8 月	《2017 年全域旅游发展报告》	报告指出旅游已成为我国民众生活必需品，全域旅游应运而生，将成为一项中长期国家战略和国策，国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度。
2018 年 3 月	《关于促进全域旅游发展的指导意见》	文件强调要牢固树立和贯彻落实新发展理念，按照“统筹协调，融合发展；因地制宜，绿色发展；改革创新，示范引导”三项基本原则，加快旅游供给侧改革，以实现旅游发展全域化、旅游供给品质化、旅游效益最大化的目标。
2018 年 6 月	《国家发展改革委关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》	文件指出完善国有景区门票价格形成机制、降低重点国有景区门票价格，是加快发展全域旅游，推动景区及旅游业实现持续健康发展的重要举措。
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转发落实，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介平台水平等。
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感染的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安全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。

资料来源：联合资信整理

3. 区域经济情况

跟踪期内，桐乡市经济稳步增长，财政实力增长较快，财政自给能力强，公司发展的外部环境良好。

根据《2020 年桐乡市国民经济和社会发展统计公报》，经初步核算，2020 年桐乡市全市实现地区生产总值 1002.98 亿元，同比增长 1.0%。其中，第一产业增加值 24.17 亿元，增长 0.3%；第二产业增加值 481.42 亿元，下降 0.3%；第三产业增加值 497.39 亿元，增长 2.5%，一、二、三产业比重为 2.4:48.0:49.6。

固定资产投资方面，2020 年桐乡市固定资产投资较上年下降 10.8%，工业和服务业投资分别下降 16.7%和 7.4%。同期，桐乡市房地产

开发投资 170.21 亿元，同比下降 2.6%，商品房销售额较去年大幅增长 22.2%，但竣工房屋面积较上年大幅下降 38.8%。

旅游方面，2020 年，桐乡市成功创建浙江省全域旅游示范市，入选中国县域旅游综合竞争力百强榜。2020 年，桐乡市累计建设重大旅游项目 20 个，完成投资 41 亿元，全市各旅游景点全年共接待国内外游客 2062.9 万人次，其中境外游客受疫情影响下降至 3 万人次；实现旅游总收入 250.8 亿元，其中外汇收入 939.83 万美元。截至 2020 年底，桐乡市共有旅行社 39 家，星级宾馆 8 家，其中四星级以上 6 家，星级宾馆客房总数 1954 间。

2020 年，桐乡市完成一般公共预算收入 93.98 亿元，比上年增长 18.0%，其中税收收入 91.51 亿元，比上年增长 27.2%；一般公共预算支出 103.90 亿元，比上年增长 3.2%，财政自给率为 90.45%，财政自给能力强。

根据桐乡市政府公开数据显示，2021 年 1－5 月，桐乡市规上工业实现总产值 813.50 亿元，同比增长 33.7%；完成固定资产投资 177.68 亿元，同比增长 16.9%。分行业看，完成工业投资 71.07 亿元，同比增加 16.5%；服务业投资 106.60 亿元，同比增长 17.1%。桐乡市完成一般公共预算收入 57.36 亿元，同比增长 28.8%。一般公共预算支出 42.03 亿元，同比增长 1.5%。

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，跟踪期内持续得到政府在财政补贴等方面的支持。

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。

2020年，公司收到政府各项财政补助426.08万元，计入“其他收益”或“营业外收入”。

2020 年 5 月，根据“桐财发〔2020〕21 号”文件，桐乡城建投对公司增资人民币 1.15 亿元，其中 1.00 亿元用于增加注册资本，其余 0.15 亿元计入资本公积，公司实收资本由 6.00 亿元增加至 7.00 亿元；2020 年 12 月，根据“桐财发〔2020〕150 号”文件，桐乡城建投对公司增资人民币 6.70 亿元，其中 5.00 亿元用于增加注册资本，其余 1.70 亿元计入资本公积，公司实收资本由 7.00 亿元增加至 12.00 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 12.00 亿元。

根据《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：913304835669976048），截至2021年7月12日，公司本部无不良或关注类信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事及高级管理人员发生变动。根据“桐政干〔2020〕5 号”文件，经桐乡市人民政府研究决定，全见方同志任公司董事长和总经理，沈嘉佶同志任公司副总经理和董事。

全见方先生，1974 年 8 月出生，研究生学历，中共党员；历任浙江省桐乡市发改局三级主任科员、副局长、党组成员；现任公司董事长、党委书记、总经理。

沈嘉佶先生，1987 年 7 月出生，研究生学历；历任桐乡地方税务局崇福税务分局科员，桐乡市财政（地税）局办公室（科研科）科员，桐乡市财政局企业科副科长，桐乡市财政局办公室副主任（主持工作）；现任公司党委委员、董事、副总经理。

除上述事项之外，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

2020 年，公司营业收入同比增长较快，主要来自土地整理和房地产销售收入的增长，综合毛利率明显上升。

2020年，公司营业收入同比增长25.57%。其中，土地整理收入同比增加2.19亿元，主要系政府与公司确认收入进度加快所致；房地产销售收入同比增长2.04亿元，主要系房屋销量增长所致；受疫情影响，农产品销售收入同比减少1.33亿元；房屋租赁收入、农贸市场经营收入和其他业务收入规模较小。

2020年，公司综合毛利率同比提升10.62个百分点。其中，农产品销售业务公益性较强，毛利率很低；土地整理业务毛利率由负转正，提高至1.36%；受商品房销售价格上涨影响，房地产开发业务毛利率上升至51.94%；其他业务毛利率大幅上升至70.52%，主要系新增业务毛利率较高的房屋拆迁补偿款收入所致；房屋租赁业务毛利率和农贸市场经营业务毛利率保持相对稳定。

2021年1－3月，公司实现营业收入1.34亿元，相当于2020年全年的9.89%，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20.20%。

表 5　公司营业收入和毛利率构成情况（单位：万元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
农产品销售	34443.39	32.00	0.00	21109.93	15.62	0.00	5346.17	39.97	0.06
土地整理	33418.91	31.05	-0.15	55344.02	40.94	1.36	0.00	0.00	--
房地产销售	29073.73	27.01	35.11	49450.35	36.58	51.94	6609.90	49.42	27.87
房屋租赁	4398.29	4.09	93.83	3485.74	2.58	91.02	649.71	4.86	50.35
农贸市场经营	1411.02	1.31	54.50	1151.38	0.85	66.73	481.34	3.60	88.25
其他	4899.37	4.55	6.36	4630.26	3.43	70.52	287.82	2.15	36.48
合计	**107644.71**	**100.00**	**14.27**	**135171.67**	**100.00**	**24.89**	**13374.94**	**100.00**	**20.20**

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负责（以下简称“金翔云公司”）。

公司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》（以下简称“《协议》”），对濮院镇区域内相关土地（目前规划面积 3360 亩）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[3]（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》。公司按照直接成本的 18%确认土地整理开发收益。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公司。

会计处理上，公司将土地征收整理过程中的相关成本计入“存货-开发成本（旅游项目土地整理）”，在项目完工后进行验收和移交，移交后确认收入，同时结转成本，并将应收回购款计入“应收账款”，待政府回款后冲减“应收账款”。

2015 年，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整理完毕。

2020 年，公司移交土地面积 229.0 亩，相应结转成本 5.46 亿元；2021 年 1－3 月，公司未移交土地。

[3] 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

截至 2021 年 3 月底，公司土地整理业务已投资 50.26 亿元，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 1966.40 亩土地未移交，累计实现土地整理收入 18.40 亿元，尚有 1.33 亿元未回款。

（2）房地产开发

公司已完工的安置房项目已基本销售完毕，在建及拟建项目主要为商品房项目，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 12.33 亿元，已全部完工，项目可售面积共有 23.77 万平方米，截至 2021 年 3 月底已售面积为 20.66 万平方米，累计销售额约 18.05 亿元。项目剩余可出售面积 3.11 万平方米。

表 6　公司房地产项目销售情况（单位：亿元、万平方米、%）

项目	计划总投资	建筑面积	可销售面积	已销售面积	销售进度	累计销售额	回款总额
滨河花苑一期	1.58	3.57	3.53	3.44	98	2.64	2.64
滨河花苑二期	7.07	18.89	14.23	12.95	91	9.48	9.44
滨河花苑三期	3.69	8.17	6.00	4.28	71	5.93	5.62
合计	**12.33**	**30.63**	**23.77**	**20.66**	--	**18.05**	**17.70**

注：尾差系数据四舍五入所致

资料来源：公司提供

公司在建的商品房项目为紫金特色文化街、翔云苑、杏林苑、梅泾苑和滨河佳苑，总投资37.98亿元，截至2021年3月底已投资18.91亿元。

表 7　截至 2021 年 3 月底公司在建房地产项目未来投资计划（单位：亿元）

项目名称	类别	计划总投资	已完成投资	未来投资计划		
				2021年4—12月	2022年	2023年
紫金特色文化街	商铺	4.77	3.14	0.83	0.50	0.30
翔云苑	商品房	9.18	6.61	0.88	1.69	0.00
杏林苑	商品房	12.42	5.14	0.76	6.52	0.00
梅泾苑	商品房	10.58	3.59	1.90	2.20	1.40
滨河佳苑	商品房	1.04	0.44	0.18	0.43	0.00
合计	--	**37.98**	**18.91**	**4.54**	**11.34**	**1.70**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

公司拟建项目为滨河花苑四期、香枫苑和濮院旅游公司项目，总投资33.51亿元。公司未来存在较大的资金支出压力。

表 8　截至 2021 年 3 月底公司拟建房地产项目未来投资计划（单位：亿元）

项目名称	类别	计划总投资	预计项目建设期	未来投资计划			资金来源
				2021年4—12月	2022年	2023年	
滨河花苑四期	商住	10.74	2021年下半年—2025年	3.08	4.30	3.36	自有资金+银行贷款

香枫苑	商品房	4.19	2021年9月—2024年8月	1.50	1.50	1.00	自有资金+银行贷款
凤栖苑	商品房	18.58	2021年12月—2024年12月	3.00	6.00	5.00	自有资金+银行贷款
合计	--	**33.51**	--	**7.58**	**11.80**	**9.36**	--

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，但盈利能力很弱。

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”）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。

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，公司农产品销售业务风险较小，但盈利能力很弱。

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具有显著的市场份额优势及规模效应。

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，集中度极高；公司下游主要为农贸市场销售商，集中度一般。

2020 年，公司实现农产品销售收入 2.11 亿元，同比下降 38.71%，受非洲猪瘟影响，猪肉供应和销售量均有所下降。2021 年 1—3 月，公司实现农产品销售收入 0.53 亿元。

截至2021年3月底，公司在建的农产品销售业务相关项目为屠宰中心，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1.44亿元，已完成投资0.85亿元，预计2021年完工。

（4）租赁业务

公司租赁业务包括房屋租赁和农贸市场经营，跟踪期内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及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。

公司本部将其持有的中心市场内的 5.15 万平米商铺对外出租。金汇公司名下共 6.92 万平米房产可供出租，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。2020 年，除金汇公司名下商铺和中心市场分别闲置 0.09 万平米和 0.06 万平米未出租外，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。公司在政府指导价格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。

2020 年及 2021 年 1—3 月，公司房屋租赁业务分别实现收入 3485.74 万元和 649.71 万元，毛利率分别为 91.02%和 50.35%。

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公司本部负责。公司对农贸市场商户租金合同期限一般为 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 3 月底，公司拥有农贸市场 8 个、家私市场 1 个，拥有摊位共计 4480.70 米，

营业房 1180 间，摊位平均出租率为 85.92%。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。

2020 年及 2021 年 1－3 月，公司农贸市场经营业务分别实现收入 1151.38 万元和 481.34 万元，毛利率分别为 66.73%和 88.25%。

公司在建的农贸市场项目为屠甸集贸市场搬迁项目，总建筑面积 1.64 万平方米，预计总投资 1.15 亿元，截至 2021 年 3 月底已完成投资 0.32 亿元，未来仍需投资 0.83 亿元。

（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，资金支出压力大，投资回收周期长，未来收益存在不确定性。

濮院旅游核心景区项目位于桐乡市濮院镇中兴路以东、凯旋路以北、濮院港、南市河以西、濮院镇镇界以南地块，由濮院公司负责景区建设，由公司委托第三方公司运营核心景区并支付运营费用。濮院公司是由金翔云公司、乌镇旅游股份有限公司（以下简称“乌镇旅游公司”）和桐乡市濮景旅游开发有限公司（以下简称“濮景旅游”）共同出资组建的有限责任公司，注册资本 65789.47 万元。其中金翔云公司出资 25500 万元，持股比例为 38.76%；乌镇旅游公司出资 24500 万元，持股比例为 37.24%；濮景旅游出资 15789.47 万元，持股比例为 24.00%，但由于公司在该公司的董事会占多数表决权，因此纳入公司合并报表范围，故公司对濮院公司享有实际控制权。

濮院旅游核心景区项目计划总投资 71.40 亿元，项目已成功获得银团（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 2021 年 3 月，已到位 38.60 亿元），占总投资的 56.03%，剩余 31.40 亿元由濮院公司自筹，截至 2021 年 3 月底，该项目已投资 36.04 亿元。项目完成后将形成集旅游、餐饮、住宿及文化娱乐等功能为一体的濮院旅游核心景区，并引进乌镇旅游公司的经营团队，吸取其景区经营管理经验。

3. 未来发展

公司是桐乡市政府直属的国有专业投资公司，作为桐乡市重要的旅游投资开发和运营主体，以商贸服务为基础，以旅游休闲、准金融服务为两翼，多元拓展特色业务，不断推进服务业态创新和企业管理创新，进一步增强国有资本的市场影响力。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，不断增强核心竞争力，努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2020年度合并财务报告，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2021年1－3月财务数据未经审计。

截至2021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。总体看，新增子公司体量小，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，公司资产规模保持增长；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。

2020年底，公司资产总额较上年底增长18.32%，主要来自非流动资产的增加，非流动资产占比有所上升，流动资产和非流动资产占比均衡。

表 9　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.61	9.99	12.51	7.23	18.08	9.71
其他应收款	5.70	3.90	6.64	3.84	7.00	3.76
存货	61.94	42.36	68.06	39.34	70.14	37.66
流动资产	**88.12**	**60.26**	**91.03**	**52.62**	**99.46**	**53.40**
长期股权投资	22.42	15.33	30.83	17.82	30.83	16.56
投资性房地产	12.38	8.47	12.63	7.30	15.38	8.26
在建工程	18.53	12.68	33.95	19.63	36.15	19.41
非流动资产	**58.10**	**39.74**	**81.97**	**47.38**	**86.79**	**46.60**
资产总额	**146.22**	**100.00**	**173.01**	**100.00**	**186.25**	**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

2020年底，公司流动资产较上年底增长3.31%，主要由货币资金、存货和其他应收款构成。其中，货币资金较上年底下降14.35%，仍以银行存款为主。其他应收款较上年底增长16.60%，其中对桐乡市财政局和桐乡市自然资源和规划局的应收款项分别为5.10亿元和0.71亿元，合计占应收款账面余额的91.84%，集中度高。存货较上年底增长9.88%，系旅游开发项目的土地整理成本和房产开发成本增加所致。从构成上看，公司存货中开发成本占97.28%，公司存货变现时间存在不确定性。

2020 年底，公司非流动资产较上年底增长41.08%，主要由长期股权投资、投资性房地产和在建工程构成。其中，长期股权投资较上年底增长 37.55%，主要系联营公司桐乡市濮院毛衫发展股份有限公司的房产由成本计量模式转为公允价值计量模式后评估增值导致权益增加。投资性房地产较上年底小幅增长 2.03%，系购入房产所致。在建工程较上年增长 83.18%，主要系濮院旅游综合开发项目增加投入所致。

2021年3月底，公司资产总额较2020年底增长7.65%。其中，货币资金较上年底增长44.48%，主要系筹资活动资金流入；在建工程较上年底增长15.42%，主要系濮院旅游综合开发项目投资增加所致。

截至2021年3月底，公司受限资产为1.91亿元，受限比例为1.03%，受限比例低，全部为用于抵押借款的投资性房地产。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

跟踪期内，受益于股东增资，公司所有者权益保持增长，权益稳定性一般。

2020年底，公司所有者权益较上年底增长35.27%至67.43亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，分别占17.80%、38.80%和33.30%。其中，实收资本12.00亿元，较2019年底增加6.00亿元，系股东增资所致。资本公积较2019年底增长11.60%至26.16亿元，主要系股东增资所致。未分配利润22.45亿元，系利润留存。

2021年3月底，公司所有者权益较2020年底下降0.44%，主要系未分配利润减少；所有者权益结构较上年底变动不大。

负债

跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务构成以长期债务为主，债务负担处于适宜水平。

2020年底，公司负债总额较上年底增长9.55%，负债结构以非流动负债为主。

表 10　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.79	6.01	5.40	5.11	9.70	8.13

预收款项	4.62	4.80	9.80	9.28	10.87	9.11
其他应付款	10.34	10.73	2.30	2.18	1.89	1.58
一年内到期的非流动负债	7.00	7.26	0.90	0.85	0.90	0.75
流动负债	**31.52**	**32.70**	**25.54**	**24.19**	**26.93**	**22.58**
长期借款	30.51	31.65	38.63	36.59	39.29	32.95
应付债券	24.24	25.15	31.24	29.59	41.25	34.59
长期应付款	8.98	9.32	8.98	8.51	10.61	8.89
非流动负债	**64.86**	**67.30**	**80.03**	**75.81**	**92.33**	**77.42**
负债总额	**96.37**	**100.00**	**105.58**	**100.00**	**119.26**	**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

2020年底，公司流动负债较上年底下降18.96%。其中，短期借款较上年底下降6.74%，其中抵押借款0.70亿元（抵押房地产）、保证借款4.70亿元。预收款项较上年底增加5.18亿元，主要系商品房项目预售房款。其他应付款较上年底下降77.75%，系归还股东7.70亿元往来款所致。一年内到期的非流动负债较上年底下降87.14%，全部为将到期的长期借款。

2020年底，公司非流动负债较上年底增长23.40%。长期借款较上年底增加8.13亿元，其中质押借款20.20亿元、保证借款18.00亿元、信用借款0.43亿元。应付债券较上年底增加7.00亿元，主要系发行“20金凤01”所致。长期应付款较上年底无变化，主要由政府无息借款（占75.05%）构成。

截至2021年3月底，公司负债总额较2020年底增长12.96%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款增长所致。

表 11　公司有息债务和债务负担指标情况

（单位：亿元、%）

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年 3 月底
短期债务	20.49	6.41	10.71
长期债务	56.98	72.12	80.54
全部债务	77.47	78.52	91.25
资产负债率	65.91	61.02	64.03
长期债务资本化比率	53.34	51.68	54.59
全部债务资本化比率	60.85	53.80	57.67

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2020年底，公司全部债务较上年底增长1.36%，其中短期债务占8.16%，长期债务占91.84%；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分别下降4.89个、1.66个和7.05个百分点，债务负担处于适宜水平。

截至2021年3月底，公司全部债务较2020年底增长16.21%，其中短期债务占11.73%，长期债务占88.27%；受股东增资影响，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分别上升3.01个、2.91个和3.87个百分点。

从2020年底有息债务期限分布看，公司2021－2023年到期债务规模分别6.41亿元、8.48亿元和0.50亿元，集中偿付压力不大。

4. 盈利能力

2020年，公司营业收入和营业利润率有所增长，利润总额对投资收益依赖较大。

2020年，公司营业收入同比增长25.57%，营业成本同比增长10.02%，增幅大于营业收入；营业利润率同比提升14.57个百分点。

2020年，公司期间费用同比下降7.63%，构成以财务费用和销售费用为主，分别占46.75%和36.64%；期间费用占营业收入比重为10.34%，同比下降3.72%。

2020年，公司投资收益1.08亿元，同比减少2.33亿元，系因疫情影响乌镇旅游公司的经营情况不佳所致；利润总额为3.12亿元，同比增长2.42%。

2020年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降0.79个和2.14个百分点。

表 12　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
营业收入	10.76	13.52	1.34
营业成本	9.23	10.15	1.07

期间费用	1.51	1.40	0.77
投资收益	3.40	1.08	0.03
其他收益	0.08	0.04	0.00
利润总额	3.05	3.12	-0.42
营业利润率	9.07	23.64	15.62
总资本收益率	3.03	2.24	--
净资产收益率	5.83	3.69	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.34 亿元，营业利润率为 15.62%，利润总额-0.42 亿元。

5. 现金流分析

2020年，受收到预售房款较多影响，公司收入实现质量好，经营活动现金呈现净流入，但投资活动现金净流出规模较大；考虑到建设项目资金需求较大，公司存在一定筹资压力。

从经营活动看，2020 年公司经营活动现金流入量同比增长 76.33%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金 20.29 亿元，同比增长 165.51%，主要系收到预售房款较多所致；收到的其他与经营活动有关现金 2.39 亿元，主要系收到往来款。同期，公司现金收入比为 150.10%，同比提高 79.11 个百分点，收入实现质量好。2020 年，公司经营活动现金流出量同比增长 11.76%；其中，购买商品接受劳务支付的现金同比增长 35.67%至 15.10 亿元，主要为土地征收款、项目工程款和购进农产品的支出。2020 年，公司经营活动现金小幅净流入。

从投资活动看，2020年公司收到和支付其他与投资活动有关现金93.66亿元和93.60亿元，主要为银行理财产品的购买和赎回。2020年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金12.32亿元，主要为濮院旅游综合开发项目的建设支出。2020年，公司投资活动产生的现金流量净额为-11.38亿元。

表 13　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入量	12.89	22.73	6.79
经营活动现金流出量	15.92	17.79	8.09
经营活动现金净流量	**-3.03**	**4.94**	**-1.30**
投资活动现金流入量	83.53	96.16	7.23
投资活动现金流出量	90.60	107.54	13.42
投资活动现金净流量	**-7.06**	**-11.38**	**-6.19**
筹资活动现金流入量	40.76	45.08	14.95
筹资活动现金流出量	23.26	40.75	1.90
筹资活动现金净流量	**17.51**	**4.33**	**13.05**
现金收入比	70.99	150.10	239.73

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，2020年公司筹资活动现金流入量同比增长10.59%，主要系吸收股东注资及外部融资增加所致；筹资活动现金流出量同比增长75.21%，主要系偿还到期债务本息所致；筹资活动现金净流入4.33亿元。

2021 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. 偿债能力

公司短期偿债能力指标较强，长期偿债能力指标尚可，考虑到公司地位以及持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

2020年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均较上年底有所提升；2021年3月底，公司流动比率、速动比率均较2020年底有所提升，但现金短期债务比较2020年底有所下降。总体看，公司短期偿债能力指标较强。

2020年，公司EBITDA为4.03亿元，较上年保持相对稳定；EBITDA利息倍数为1.07倍，全部债务/EBITDA为19.34倍，公司长期偿债能力指标尚可。

表 14　公司偿债能力指标（单位：%、倍）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	279.61	356.42	369.33
速动比率	83.06	89.93	108.88
现金短期债务比	0.71	1.95	1.69
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	1.55	1.07	--
全部债务/EBITDA	18.43	19.47	--

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3月底，公司共获得银行授信额度70.69亿元，未使用额度26.26亿元，间接融资渠道畅通。

截至2020年底，公司对外担保余额3.39亿元，担保比率为5.03%，主要为对当地国资公司及公司参股子公司的担保。被担保企业目前均正常运营，公司或有负债风险相对可控。

7. 母公司财务分析

公司收入和利润主要来自于子公司，母公司盈利能力很弱，债务负担适中。

2020年底，母公司资产总额89.43亿元，较上年底增长20.28%。其中，流动资产占比57.01%，以其他应收款为主；非流动资产占比42.99%，以长期股权投资和投资性房地产为主。

2020年底，母公司所有者权益43.90亿元，以资本公积和实收资本为主，权益稳定性较好。

2020年底，母公司负债总额45.53亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占29.36%，以短期借款和其他应付款为主；非流动负债占70.64%，以应付债券为主。母公司全部债务37.14亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为50.91%和45.83%，整体债务负担适中。

2020年，母公司营业收入为0.40亿元，利润总额为0.15亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年6月底，公司存续债券余额合计32.00亿元，公司一年内到期债券的余额为零。综合考虑各含权债券回售与不回售情形，公司将于2022年面临单年最大偿付金额15.00亿元。公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障能力较强，经营活动现金净流量和EBITDA对未来待偿债券本金峰值的保障能力弱。考虑到公司在桐乡市旅游基础设施开发投资和运营领域的重要地位以及桐乡市政府对公司持续有力的支持，公司存续债券到期不能偿还的风险很低。

表 15　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

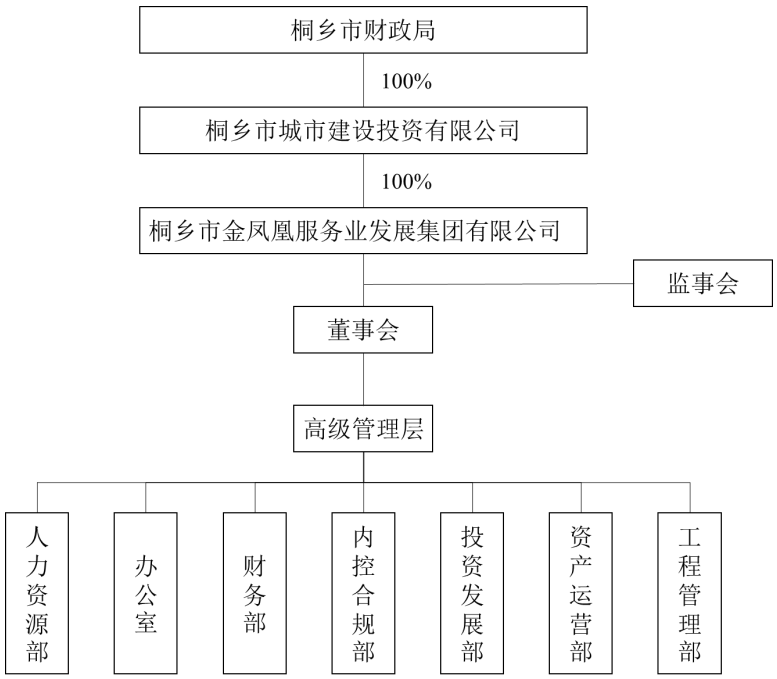
项目	金额
2021 年 6 月底一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	15.00
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.53
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.33
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.27

资料来源：联合资信整理

十一、　结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“19金凤凰MTN001”和“19金凤凰MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图及组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例（%）	注册资本（万元）
桐乡市金诚市场管理有限公司	服务业	100.00	1000.00
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
桐乡市濮院旅游有限公司	旅游投资	38.76	65789.47
桐乡市濮院金翔云旅游投资有限公司	旅游投资	85.00	50000.00
桐乡市乌镇古镇旅游投资有限公司	旅游投资	100.00	12000.00
桐乡市金汇资产管理有限公司	资产管理	100	7162.55
桐乡市金农农产品销售有限公司	批发零售	100.00	500.00
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
桐乡市金安机动车驾驶员考训服务有限公司	服务业	100.00	500.00
桐乡市金昇资源要素交易中心有限公司	服务业	100.00	3000.00
桐乡市金瑞食品有限公司	食品制造	65.00	1600.00
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

注：桐乡市濮院旅游有限公司由公司的控股子公司桐乡市濮院金翔云旅游投资有限公司、乌镇旅游股份有限公司和北京中景旅游投资基金管理有限公司共同投资设立，其中桐乡市濮院金翔云旅游投资有限公司持股比例为 38.76%，乌镇旅游股份有限公司持股比例为 37.24%，北京中景旅游投资基金管理有限公司持股比例为 24.00%。由于公司在该公司的董事会占多数表决权，因此纳入公司合并报表范围

资料来源：公司审计报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.19	14.61	12.51	18.08
资产总额(亿元)	118.29	146.22	173.01	186.25
所有者权益(亿元)	43.75	49.85	67.43	66.99
短期债务(亿元)	19.29	20.49	6.41	10.71
长期债务(亿元)	37.17	56.98	72.12	80.54
全部债务(亿元)	56.47	77.47	78.52	91.25
营业收入(亿元)	11.89	10.76	13.52	1.34
利润总额(亿元)	2.36	3.05	3.12	-0.42
EBITDA(亿元)	3.38	4.20	4.03	--
经营性净现金流(亿元)	-12.19	-3.03	4.94	-1.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.74	4.19	5.53	--
存货周转次数(次)	0.21	0.15	0.16	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.08	0.08	--
现金收入比(%)	125.19	70.99	150.10	239.73
营业利润率(%)	7.87	9.07	23.64	15.62
总资本收益率(%)	2.97	3.03	2.24	--
净资产收益率(%)	5.13	5.83	3.69	--
长期债务资本化比率(%)	45.94	53.34	51.68	54.59
全部债务资本化比率(%)	56.35	60.85	53.80	57.67
资产负债率(%)	63.02	65.91	61.02	64.03
流动比率(%)	240.34	279.61	356.42	369.33
速动比率(%)	56.31	83.06	89.93	108.88
经营现金流动负债比(%)	-38.87	-9.60	19.36	--
现金短期债务比(倍)	0.37	0.71	1.95	1.69
EBITDA 利息倍数(倍)	1.49	1.55	1.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.69	18.43	19.47	--

注：将其他应付款中有息债务纳入短期债务核算，长期应付款中股权回购款调整至长期债务计算；2021 年一季度财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.34	1.64	2.37	10.95
资产总额(亿元)	60.46	74.35	89.43	104.52
所有者权益(亿元)	26.06	28.76	43.90	43.37
短期债务(亿元)	1.79	5.79	5.90	10.20
长期债务(亿元)	14.29	24.74	31.24	41.75
全部债务(亿元)	16.08	30.53	37.14	51.95
营业收入(亿元)	0.47	0.47	0.40	0.10
利润总额(亿元)	-0.47	0.25	0.15	-0.53
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-6.89	-11.45	-3.86	-4.79
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1477.04	1434.43	1012.70	--
存货周转次数(次)	28.23	20.76	0.34	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.00	--
现金收入比(%)	92.26	97.59	103.41	88.39
营业利润率(%)	32.34	66.35	75.53	73.87
总资本收益率(%)	1.17	2.00	0.17	--
净资产收益率(%)	-1.81	0.84	0.31	--
长期债务资本化比率(%)	35.41	46.24	41.58	49.05
全部债务资本化比率(%)	38.15	51.49	45.83	54.50
资产负债率(%)	56.90	61.32	50.91	58.51
流动比率(%)	174.42	224.04	381.38	342.88
速动比率(%)	174.38	224.03	377.38	339.57
经营现金流动负债比(%)	-34.24	-57.39	-28.90	--
现金短期债务比(倍)	0.75	0.28	0.40	1.07
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--

注：将长期应付款中融资租赁款调整至长期债务；2021 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

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	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×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	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×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
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
长期债务=长期借款+应付债券
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+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其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	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其含义

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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 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。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。