

信用等级公告

联合[2019] 599 号

联合资信评估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拟发行的 2019 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定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, 桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AA, 评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年三月二十日



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

2019 年度第一期中期票据评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

本期中期票据信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据发行规模: 基础发行规模 5 亿元,
发行规模上限 10 亿元

本期中期票据期限: 3+2 年

偿还方式: 按年付息, 到期还本

募集资金用途: 偿还有息债务

评级时间: 2019 年 3 月 20 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	6.34	9.06	12.79	7.00
资产总额(亿元)	73.07	92.86	106.85	125.75
所有者权益(亿元)	31.58	38.45	41.23	42.65
短期债务(亿元)	2.80	3.42	18.70	12.90
长期债务(亿元)	29.20	28.30	32.95	42.78
全部债务(亿元)	32.00	31.72	51.66	55.68
营业收入(亿元)	6.42	6.55	6.70	4.15
利润总额(亿元)	0.80	1.44	2.56	1.22
EBITDA(亿元)	1.63	2.43	4.21	--
经营性净现金流(亿元)	-1.05	0.33	-1.76	-7.51
营业利润率(%)	5.27	8.22	22.30	6.51
净资产收益率(%)	2.38	3.91	5.43	--
资产负债率(%)	58.88	43.76	61.41	66.09
全部债务资本化比率(%)	50.33	45.20	55.61	56.63
流动比率(%)	369.25	540.24	222.04	174.16
全部债务/EBITDA(倍)	19.63	13.06	12.26	--
经营现金流流动负债比(%)	-7.59	2.73	-5.41	--

注: 1. 公司 2018 年三季度财务数据未经审计;

2. 其他应付款中的有息部分已计入公司短期债务。

分析师

崔俊凯 郝一哲 韩晓昱

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

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为桐乡市重要的旅游开发投资和运营主体,区域经营环境良好,并在资产及资金注入、股权划转和财政补贴等方面持续获得地方政府的大力支持,多元化经营有效分散了公司经营风险。同时,联合资信也关注到公司土地整理资金回笼较慢、濮院旅游项目投入资金大且未来效益有待培育、利润总额对非经常性损益依赖度较高等因素对公司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运营,公司收入有望持续提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 桐乡市的经济稳定增长以及当地旅游业的持续发展,为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 公司作为桐乡市重要的旅游开发投资和运营主体,在股权划转、资产及资金注入以及财政补贴等方面得到桐乡市政府的有力支持。
3. 公司农贸市场经营业务和农产品销售业务等在区域内具有一定竞争优势。

关注

1. 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,土地整理

业务资金回笼较慢,对公司资金形成占用。

2. 公司在建的濮院旅游投资项目规模较大,建设资金主要来自于公司外部融资且具有较大的资本支出压力;投资回收周期较长,收益实现存在不确定性。
3. 公司利润总额对非经常性损益依赖较高,自身盈利能力弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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。

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、本次信用评级结果的有效期限为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司（以下简称“公司”或“金凤凰”）前身为桐乡市市场投资有限公司，根据桐乡市人民政府文件（桐政函【2010】85号）关于同意《桐乡市市场管理服务中心改制为桐乡市市场投资有限公司方案》的批复，同意由桐乡市市场管理服务中心整体改制组建桐乡市市场投资有限公司，初始注册资本为2.90亿元。2011年1月，桐乡市国有资产监督管理委员会办公室（以下简称“桐乡市国资办”）以货币资金方式对公司进行增资，注册资本由2.90亿元增至4.00亿元。2013年2月，公司名称由桐乡市市场投资有限公司变更为现名，注册资本及股东保持不变。2013年6月，桐乡市国资办决定以货币资金方式对公司进行增资，注册资本由4.00亿元增至6.00亿元。截至2018年9月底，公司注册资本和实收资本均为6.00亿元，桐乡市国资办是公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围：市场的投资、经营管理；市场摊位租赁；物业管理；房地产开发、销售；受委托从事规划区范围土地征地；房屋拆迁；城市基础设施建设；旅游项目的投资开发；档案用品销售。

截至2018年9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、工程管理部共7个部门（详见附件1-1）。截至2018年9月底，公司纳入合并范围的子公司合计11家。

截至2017年底，公司合并资产总额106.85亿元，所有者权益41.23亿元（含少数股东权益3.35亿元），2017年，公司实现营业收入6.70亿元，利润总额2.56亿元。

截至2018年9月底，公司合并资产总额125.75亿元，所有者权益42.65亿元（含少数股东权益3.55亿元）；2018年1~9月，公司实现营业收入4.15亿元，利润总额1.22亿元。

公司注册地址：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：高建学。

二、本期中期票据概况

公司于2018年注册中期票据额度10.00亿元，本次计划在注册额度内发行2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模5.00亿元，发行规模上限10.00亿元，期限为3+2年。本期中期票据按年付息，到期还本，募集资金用于偿还公司有息债务。

本期中期票据设有公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权条款：在本期中期票据存续期的第3个计息年度末，公司有权选择上调或者下调本期中期票据的票面利率。调整后的票面利率在第4、第5个计息年度固定不变。在公司作出关于调整本期中期票据票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权将其持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期中期票据到期。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。

2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续

改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、

针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息服务类消费较快增长；网络销售继续保持高速增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金

支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础建设是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的基础设施建设，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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施

建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是

行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府

性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 1 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。

	【2017】92号	
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 旅游行业

行业概况

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。“十二五”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。

2017年，中国旅游市场高速增长，入出境市场平稳发展，供给侧结构性改革成效明显。国内旅游人数50.01亿人次，比上年同期增长12.8%；入出境旅游总人数2.7亿人次，同比增长3.7%；全年实现旅游总收入5.40万亿元，增长15.1%。国内旅游收入4.57万亿元，上年同期增长15.9%。其中，城镇居民花费3.77万亿元，增长16.8%；农村居民花费0.80万亿元，增长11.8%。初步测算，全年全国旅游业对GDP的综合贡献为9.13万亿元，占GDP总量的11.04%。旅游直接就业2825万人，旅游直接和间接就业7990万人，占全国就业总人口的10.28%。2017年中国公民出境旅游人数13051万人次，比上年同期增长7.0%。2017年入境旅游人数13948万人次，比上年同期增长0.8%。入境过夜旅游人数6074万人次，比上年同期增长2.5%。国际旅游收入1234亿美元，比上年同期增长2.9%。近十年，随着国民经济健康快速的成长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势。2014~2016年，随着居民消费能力的提升以及城市化进程的持续加

快，中国居民旅游潜力继续释放，国内旅游收入分别同比增长15%、13%和14%。根据国内旅游抽样调查结果，2017年全年，国内旅游人数50.01亿人次，比上年同期增长12.8%。

总体看，在经济发展新常态下，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势，旅游投资规模逐年快速增长，预计未来旅游市场散客化自由行趋势会越来越明显，可带动相关产业协同发展。

政策环境

中国旅游业作为第三产业的主要支柱产业，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。

2015年1月15日，在南昌召开的全国旅游工作会议上，以《开辟新常态下中国旅游业的新天地》为主题的工作报告全面部署2015~2017年全国旅游工作重点，即紧紧围绕“文明、有序、安全、便利、富民强国”5大目标，推出旅游10大行动，实施52项举措。国内旅游在传统的“吃、住、行、游、购、娱”六要素基础上，正在形成“吃、厕、住、行、游、购、娱”和“文、商、养、学、闲、情、奇”旅游综合要素体系。初步形成观光旅游和休闲度假旅游并重、旅游传统业态和新业态齐升、基础设施建设和旅游公共服务共进的新格局。旅游业已融入经济社会发展全局，成为国民经济战略性支柱产业。

2015年9月8日，国家发展改革委、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），通过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措施，进一步营造良好旅游消费环境。

2016年11月28日，国务院办公厅发表《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，国务院发布《“十三五”旅游业发展规划》，明确了未来5年中国旅游行业发展的总目标；旅游业的发展也首次被纳入国家重点专项规划。

2017年8月，国家旅游局发布《2017年全域旅游发展报告》，报告中指出，旅游已成为中国民众生活的必需品。全域旅游因此应运而生，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。全面小康社会必然伴随着大众旅游的兴起。

总体看，近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，各项引导政策可平抑因外部经济等环境波动而带来的不利影响，保障旅游产业平稳发展。

3. 区域经济环境

公司为桐乡市重要的市属企业，主要负责桐乡市的旅游开发项目及土地一级开发业务，受区域环境发展影响较大。

桐乡市概况

桐乡市位于浙江省北部，隶属于嘉兴市。其东距上海131公里，北离苏州74公里，西邻杭州65公里，居沪、杭、苏金三角之中；下辖3个街道、9个镇、2个新区，人口82万。沪昆高速公路（G60）、申嘉湖高速公路（S12）、320国道、沪杭铁路客运专线、京杭大运河等水陆交通要道贯穿全境，交通便捷迅速，具有较好的区位优势。在2017年工信部发布的县域经济100强榜单中，桐乡市位列第19名。

根据《桐乡市“十三五”服务业发展规划》，桐乡市发展三大重点领域聚焦旅游休闲业、科技信息服务业、商贸物流业三大产业；七大平台主要有乌镇世界级名城镇、桐乡毛衫时尚小镇、崇福皮草时尚小镇、高桥现代服务业集聚区、振东现代服务业集聚区、庆北文

创集聚区以及经济开发区生产性服务业集聚区；六大工程涉及旅游名城创建、“互联网+”引领、产业融合提升、重大平台建设、项目支撑保障、优势企业培育等重点工程，服务业成为桐乡市经济发展的重要支撑。

桐乡市经济发展概况

2015~2017年，桐乡市实现生产总值分别为652.63亿元、693.73亿元和802.61亿元，2017年按可比价格计算较上年增长15.69%，经济保持较快增长；分产业看，桐乡市2017年第一产业增加值25.68亿元，较上年增长2.2%；第二产业增加值406.05亿元，增长7.4%；第三产业增加值370.89亿元，较上年增长7.2%。三次产业结构比例由2015年的4.4:49.9:45.7，调整为2017年的3.2:50.6:46.2。桐乡市第二、三产业占比进一步提高。

2017年，桐乡市固定资产投资总额为520.81亿元，同比增长8.36%。其中，第一产业投资同比增长98.6%；二、三产业投资同比增长13.2%和8.6%，第三产业投资额增长较快。2017年，桐乡市基础设施投资88.85亿元，同比下降10.9%；房地产开发投资112.85亿元，同比增长43.6%；商品房销售面积172.98万平方米，同比增长4.8%；商品房销售额184.57亿元，同比增长33.0%。

2017年，桐乡市完成工业增加值362.20亿元，同比增长8.4%。其中规模以上工业增加值增长8.6%。规模以上工业总产值1501.16亿元，同比增长18.3%。其中大中型工业企业总产值602.62亿元，同比增长22.2%；规模以上工业销售产值1466.17亿元，同比增长17.3%；规模以上工业产销率为97.7%。

2018年1~9月，桐乡市实现规模以上工业总产值1239.15亿元，同比增长20.0%；完成新产品产值568.25亿元，同比增长32.5%；实现销售产值1200.83亿元，同比增长17.6%，产销率为96.9%，其中出口交货值170.44亿元，同比增长12.4%。

2018年1~9月，桐乡市完成固定资产投资

293.70亿元，同比增长7.9%。分行业看：完成工业投资102.35亿元，同比下降8.7%；完成服务业投资190.41亿元，同比增长21.5%。

总体看，桐乡市经济持续发展，为公司提供了良好的外部发展环境。

桐乡市财力概况

2016~2018年，桐乡市地方综合财力快速增长。2018年，桐乡市地方综合财力为211.70亿元，同比增长9.92%，各项收入较上年都有所增长。桐乡市地方综合财力主要来自国有土地使用权出让收入、一般预算收入和转移支付和税收返还收入，三者在2018年综合财力中的占比分别为57.79%、7.75%和34.20%。

从财政收入结构来看，一般预算收入是桐乡市财政收入来源的重要组成部分。2016~2018年，桐乡市一般预算收入持续增长，2018年，桐乡市一般预算收入为72.40亿元，同比增长17.36%。其中，税收收入67.03亿元，在一般预算收入中的占比为92.59%，占比较上年的92.06%略有上升；同期，非税收入5.37亿元，同比上升9.59%。

2016~2018年，桐乡市转移支付和税收返还收入波动增长；2018年为16.41亿元，同比增长18.40%。其中，一般转移支付收入7.55亿元，同比下降22.25%；专项转移支付收入5.77亿元，同比增长39.04%；税收返还收入3.08亿元。

2016~2018年，受当地土地市场影响，桐乡市国有土地使用权出让收入持续增长。2018年，桐乡市国有土地使用权出让收入为122.35亿元，同比增长8.38%。

总体看，桐乡市财政收入呈快速增长态势，为公司未来经营发展形成有力的支撑。

桐乡市旅游业概况

以乌镇旅游为依托，桐乡市旅游业已成为桐乡市经济发展的重要产业之一。2015~2017年，桐乡市接待游客数量持续增长，年均复合增长7.26%。2017年，桐乡市接待游客数量2030.55万人次，同比增长

7.02%。乌镇作为桐乡市唯一的 5A 级旅游景区，2015~2017 年，接待游客数量快速增长，年均复合增长 12.55%。2017 年，乌镇景区接待游客数量 868.23 万人次，为桐乡市接待游客数量的 42.76%。2015~2017 年，桐乡市旅游总收入快速增长，年均复合增长 15.08%。2017 年，桐乡市旅游总收入 244.13 亿元，同比增长 20.11%。

根据桐乡市旅游委员会《桐乡市 2017 年旅游工作总结及 2018 年旅游工作思路》，2018 年，桐乡将抓住关键乌镇旅游核心区，突出发展濮院古镇旅游区、石门乡村旅游区，全面推进旅游与乡村、工贸、文化相融合，全面开展村庄景区化建设、旅游厕所革命、“风雅桐乡”旅游品牌营销、旅游大数据中心建设、民宿产业发展、旅游综合监管六大项目。

总体看，旅游业是桐乡市经济发展的重要产业，公司负责的濮院古镇旅游开发项目是未来桐乡市旅游规划中重点工程之一，公司未来经营前景良好。

表 2 2015~2017 年桐乡市旅游发展情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年同比增长率 (%)
A 级旅游景区 (个)	23	23	25	8.70
5A 级旅游景区 (个)	1	1	1	-
接待游客数量 (万人次)	1765.11	1897.36	2030.55	7.02
乌镇景区接待游客 (万人次)	685.35	758.96	868.23	14.40
旅游总收入 (亿元)	184.35	203.25	244.13	20.11

资料来源：桐乡市 2015~2017 年统计公报、联合资信整理

五、基础素质

1. 股权状况

截至 2018 年 9 月底，公司注册资本 6.00 亿元，桐乡市国资办为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模及竞争

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投资开发、土地一级开发、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。

3. 人员素质

截至 2018 年 9 月底，公司共有高级管理人员 4 人，其中总经理 1 人，副总经理 3 人。

高建学先生，1978 年出生，研究生学历，中共党员。历任桐乡市龙翔街道办事处，桐乡市委办公室副主任助理及综合一科科长，桐乡市梧桐街道副书记，桐乡市经济和信息化局副局长及党委委员，桐乡市财政局副局长及党委委员。现任公司董事长、总经理。

钱卓娟女士，1978 年出生，大学学历，中共党员。历任桐乡市工商局市场管理所员工，桐乡市市场管理服务中心副主任、市场投资有限公司总经理助理，公司市场监管总监、市场管理部部长。现任公司董事、副总经理。

姚忠东先生，1968 年 3 月出生，本科学历。历任桐乡市自来水公司技术员、副总工程师、总工程师、副经理，桐乡市水务集团有限公司副总经理，桐乡市汇合水质净化有限公司董事，桐乡市城市污水处理有限公司董事长，桐乡市水务集团有限公司董事，桐乡市汇合水质净化有限公司董事长、总经理。现任公司董事、副总经理。

沈冬晓女士，1978 年 12 月出生，本科学历。历任桐乡市工商局工商所出纳，桐乡市市场管理服务中心会计、财务科科长，桐乡市市场开发服务有限公司副总经理，桐乡市市场投资有限公司总经理助理，桐乡市金凤凰服务业发展集团有限内部控制总监，桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司总经理助理、财务部部长。现任公司董事、副总经理。

截至 2018 年 9 月底，公司本部共有在职人员 144 名。从学历构成来看，本科及以上学历共 56 人，占员工总数的 38.36%；专科学历 56 人，占员工总数的 38.36%；专科及以下学历 32 人，占员工总数的 23.28%。

总体看，公司管理团队具有一定管理经验，员工素质可满足日常经营的需求。

4. 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，在资产及资金注入、股权划转和财政补贴等方面持续获得了地方政府的大力支持。

股权划转

桐乡市人民政府于2014年1月27日出具《桐乡市人民政府关于同意无偿划转桐乡市乌镇古镇旅游投资有限公司股权的批复》（桐政函【2014】5号）的文件，将桐乡市财政局持有的桐乡市乌镇古镇旅游投资有限公司（以下简称“古镇公司”）100%股权无偿划转给公司。

古镇公司持有乌镇旅游股份有限公司（以下简称“乌镇旅游公司”）34%的股权。

乌镇旅游公司为桐乡市唯一的5A级景区乌镇景区的投资开发建设及运营主体，其控股股东为中青旅控股股份有限公司（持有66%股权）。截至2017年底，乌镇旅游公司资产总额63.75亿元，2017年实现营业收入16.35亿元，净利润6.85亿元。

资产划拨

桐乡市国资办于2014年5月28日出具《关于同意划拨国有土地的复函》（桐国资办函【2014】7号）的文件，将桐乡市土地储备中心收储的(2002)77号地块（土地面积45682.78平方米，产权证号为桐国用（2008）03418号，地块价值为2767.5万元）划拨给公司下属子公司桐乡市金汇资产管理有限公司并计入公司“资本公积”。

资金注入

桐乡市国资办于2014年3月20日出具《关于同意桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司增加投资额的批复》的文件，同意由桐乡市国资办对公司新增投资款7.00亿元，投资款于2014~2017年逐步到位。其中，桐乡市财政局增加投资款2.00亿元计入2014年资本公积、

1.40亿元投资款计入2015年资本公积、3.40亿元投资款计入2016年资本公积，剩余0.20亿元投资款于2017年底计入资本公积。

政府补助

2015~2017年以及2018年1~9月，公司分别获得政府补助405.95万元、898.60万元、3858.26万元和35.00万元，计入“营业外收入”。

5. 企业信用记录

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G10640106002164108），截至2019年1月11日，公司共有3笔关注类贷款，合计金额2730万元，均已正常收回，但仍被列为关注类贷款，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，故将该三笔贷款认定为关注类。公司无未结清和已结清不良信贷信息记录。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》及相关法律法规，制订了《桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司章程》。公司不设股东会，桐乡市国资办行使股东职权，包括：审议批准公司的经营方针和投资计划；委派和更换非由职工代表担任的董事、监事；审议批准董事会的报告；审议批准公司的年度财务预决算方案；决定发行债券等。

公司设董事会，由5名董事组成，非职工代表董事由出资人委派；一名职工代表董事，由职代会选举产生；董事长由出资人从董事会成员中指定。董事会行使决定公司的经营计划和投资方案、内部管理机构的设置、制定基本管理制度等职权。

公司设监事会，由5名监事组成，监事会设主席1名，由出资人从监事会成员中指定；职工监事2人，由职代会选举产生；非职工监

事 2 人，由出资人委派。监事会行使检查公司的财务，对董事、高级管理人员履行职务时的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或董事会决议的董事、高级管理人员提出罢免建议，向董事会提出建议或提案等职权。

总体来看，目前公司已形成较为完善的法人治理结构，能够满足日常经营管理的需要。

2. 管理水平

公司本部根据业务需要，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 7 个部门。各部室各司其职，并建立了相关的管理制度，内部管理体系较为完善。

财务管理方面，为规范财务工作，促进公司经营业务的发展，提高经济效益，公司针对货币资金管理、内部资金结算管理、成本和费用管理、收入和利润分配管理、应收、预付款项管理、票据管理、基建财务管理、财务电算化管理、会计档案管理、对外担保管理、集团有限公司对外投资等方面制定了财务内控制度，确保财务管理的科学和高效。集团公司财务管理实行法定代表人负责制，法定代表人对集团公司财务工作和会计资料的真实性、完整性负责。

对外担保管理制度方面，公司对外担保的对象和范围仅限于市属全资国有企业。公司对外担保实行统一管理，董事会对公司国有资产负责，负责决定公司的资产抵押及其他担保事项。

企业对外投资管理制度方面，董事会是公司的经营决策中心，决定公司的对外投资事

项。监事会以及财务部门是公司财务活动、对外投资管理的监督机构，负责对公司董事会及管理层在投资活动各事宜中的职权与责任进行监督。

企业预算管理方面，公司按照“上下结合、分级编制、逐级汇总”的程序，进行各预算单位财务预算编制工作。预算批复下达，落实到内部各单位、各工程项目和各岗位，形成全方位的预算执行责任体系。

总体看，公司内部管理制度较为完善，各项规章制度的执行情况较好。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是桐乡市重要的旅游投资开发和运营主体，主要业务包括土地整理、房地产开发、房屋租赁、农产品销售和农贸市场经营管理等。2015~2017 年，公司主营业务收入规模稳中有升，分别为 6.41 亿元、6.46 亿元和 6.61 亿元。

2015~2017 年，公司农产品销售收入持续下降。其中 2017 年，公司农产品销售实现收入 1.48 亿元，同比下降 35.74%，主要系猪肉销售量下降所致；其占主营业务收入的比重为 22.33%。2015~2017 年，公司土地整理有所波动，2017 年，公司实现土地整理业务收入 1.30 亿元，同比下降 41.65%，主要系政府与公司确认收入进度较慢所致。2015~2017 年，公司房地产销售收入持续增长，2017 年公司实现房地产销售收入 3.30 亿元，同比增长 129.07%，主要系售价较高的滨河花苑项目当年结转收入增多所致。

表3 2015~2017年及2018年1~9月公司主营业务收入构成和毛利率变化情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
农产品销售	27287.19	42.56	0.07	22965.38	35.52	0.07	14757.89	22.33	0.04	33159.32	81.84	--
土地整理	19399.20	30.26	4.66	22309.08	34.51	4.66	13017.58	19.70	5.62	--	--	--
房地产销售	12352.51	19.27	13.17	14408.37	22.29	27.88	33005.51	49.95	46.55	4044.76	9.98	50.23
房屋租赁	3772.19	5.88	39.33	3549.17	5.49	25.38	3876.76	5.87	32.54	2166.81	5.35	21.21
农贸市场经营	1304.08	2.03	50.76	1417.74	2.19	21.61	1423.29	2.15	34.16	1147.55	2.83	34.79

合计	64115.17	100.00	7.33	64649.74	100.00	9.71	66081.03	100.00	27.01	40518.44	100.00	7.13
----	----------	--------	------	----------	--------	------	----------	--------	-------	----------	--------	------

资料来源：公司提供

2015~2017年公司主营业务综合毛利率不断提升，分别为7.33%、9.71%和27.01%，主要系毛利率较高的房地产销售业务占比上升所致。近年来，公司农产品销售毛利率处于很低水平，主要是公司农产品销售目的是稳定市场，业务利润来源主要为“赚取手续费”；公司土地整理业务按照直接成本加成一定比例（一般为18%，但是间接成本由公司自行承担，超过项目收益部分由公司自负盈亏）确认收入，因此毛利率保持相对稳定，分别为4.66%、4.66%和5.62%。2015~2017年，公司房地产销售业务毛利率持续增长，2017年毛利率为46.55%，同比增加18.67个百分点，主要系结转的滨河花苑项目销售价格较高所致。

2018年1~9月，公司实现主营业务收入40518.44万元，相当于2017年的61.27%。农产品销售收入33159.32万元，相当于2017年的224.68%，主要系猪肉销售价格上升所致，毛利率近乎为0；由于公司土地整理尚未移交，暂未形成收入；房地产销售收入为4044.76万元，相当于2017年底的12.25%，主要系销售款需年底结转所致，毛利率为50.23%；房屋租赁收入为2166.81万元，毛利率为21.21%；农贸市场经营收入为1147.55万元，毛利率为34.79%，较2017年明显提升，主要系农贸市场摊位租赁成本降低所致。受毛利率较低的农产品销售业务收入占比较高的影响，2018年1~9月，公司综合毛利率下降至7.13%。

2. 业务经营分析

（1）土地整理

公司土地整理业务主要由公司下属子公司主要由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”），桐乡市濮院旅游有限公司负责景区建设运营。

公司根据与桐乡市人民政府（以下简称“桐乡政府”）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（目前面积2636亩）开展土地征收整理服务。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¹（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，由桐乡政府组织验收合格后出具《移交签收确认书》。桐乡政府对达到挂牌交易条件的土地按国家规定程序进行招拍挂，在土地挂牌转让后12个月内，桐乡政府支付公司土地整理成本及开发收益（直接成本的18%）。另外，鉴于濮院镇政府熟悉基层情况，桐乡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）”，公司在项目验收完工后确认收入，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，该区域规划面积2636亩，计划总投入43.3亿元。截至2018年9月底，公司已投入46.84亿元，区域内土地已经整理完毕，累计回款5.35亿元。2015~2017年，公司移交土地面积分别为100亩、115亩和61亩，相应结转成本分别为1.85亿元、2.13亿元和1.23亿元；累计移交土地面积276亩，累计实现土地整理收入5.47亿元。2018年1~9月，公司未移交土地，故未进行土地整理收入结算，预计2018年完成移交土地面积190亩。

截至2018年9月底，该地块尚有2360亩土地尚未移交。

表4 濮院有机更新项目土地整理情况表

（单位：亩、万元）

项目	2015年	2016年	2017年
----	-------	-------	-------

¹ 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。

确认收入土地面积	100.00	115.00	61.00
开发成本	18495.08	21269.34	12285.45
确认收入	19399.20	22309.08	13017.58

资料来源：公司提供

（2）房地产开发

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（以下简称“金和公司”）负责。近年来，公司房地产开发收入分别来自金凤凰大厦写字楼和滨河花苑（一、二期）项目，2015~2017年，公司房地产板块分别实现收入1.24亿元、1.44亿元和3.30亿元。截至2016年底，金凤凰大厦写字楼已全部销售完毕，后续收入均来自滨河花苑（一、二期）项目。

滨河花苑（一、二期）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、二期）项目总占地面积约123亩，总建筑面积23万平方米，总规划户数1400多户。滨河花苑（一、二期）项目总投资8.65亿元，已全部完工。

滨河花苑（一、二期）项目可售面积共有17.83万平方米，2015年开售，截至2018年9月底已售面积为15.95万平方米，累计销售总额为11.58亿元。2015~2017年，滨河花苑项目结转面积分别为1.81万平方米、2.09万平方米和3.80万平方米，结转收入分别为1.09亿元、1.36亿元和3.30亿元。

公司在建的安置房项目为滨河花苑三期项目，该项目从2017年8月开始建设，计划于2020年5月完工。项目计划总投资3.69亿元，截至2018年9月底已投2.00亿元。目前已开始预售。

（3）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”）负责。公司将其持有的中

心市场内的商铺对外出租，并向客户收取租金。

金汇公司名下共273处房产可供出租，主要为各类商铺等，近年来商铺出租率保持在90%以上，租金收入呈增长趋势。

公司一般与承租商签订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，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。

2015~2017年及2018年1~9月，公司房屋租赁业务分别实现收入3772.19万元、3549.17万元、3876.76万元和2166.81万元；毛利率分别为39.33%、25.38%、32.54%和21.21%，2016年毛利率下滑主要系公司出租的商铺进行维修增加成本所致。

（4）农产品销售业务

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”，利润来源主要为“赚取手续费”，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8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仅青莲公司，集中度极高；公司下游为农贸市场销售商，2017年下游客户前五名占当年销售额比重为75.31%，客户集中度较高。

2015~2017年，公司农产品销售业务收入分别为2.73亿元、2.30亿元和1.48亿元，收入规模持续下降，主要系猪肉销售量下降所致。2018年1~9月，猪肉销量大幅增长，公司农产品销售实现收入3.32亿元。但是，近年来，受金农公司承担民生工程，稳定桐乡市猪肉价格的影响，公司农场品销售毛利率处于低水平。

(5) 农贸市场

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。

截至2018年9月底，公司拥有农贸市场共有9个，全部系政府划转。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。截至2018年9月底，9个农贸市场拥有摊位共计2731米，营业房1178间。

2015~2017年及2018年1~9月，公司农贸市场经营分别实现收入1304.08万元、1417.74万元、1423.29万元和1147.55万元；公司农贸市场经营毛利率有所波动，分别为50.76%、21.61%、34.16%和34.79%，主要系农贸市场维护及升级改造成本波动所致。

3. 在建项目

根据公司发展规划，截至2018年9月底，公司在建项目计划总投资76.68亿元，已投资11.59亿元，未来需投65.09亿元。2018年公司通过“招拍挂”取得285亩的地块，总价为15.69亿元，暂计入当期“在建工程”。

表5 截至2018年9月底公司在建项目未来投资计划（单位：万元）

项目名称	计划总投资	建设内容	建设工期	截至2018年9月底已投	未来投资计划			资金来源
					2018年10~12月	2019年	2020年	
在建项目								
濮院旅游核心景区	713964.00	景点建设	2016/4-2022 年	94500.00	15000.00	100000.00	100000.00	自筹
滨河花苑三期	36862.00	滨河花苑三期	2017/8-2020/5	20000.00	6966.00	8351.00	1545.00	自筹
屠宰中心	16000.00	屠宰中心	2018/8-2020/7	1401.00	51.00	9000.00	5548.00	自筹
合计	766826.00	--	--	115901.00	22017.00	117351.00	107093.00	--

资料来源：公司提供

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、乌镇旅游公司和北京中景旅游投资基金管理有限公司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%；北京中景旅出资15789.47万元，持股比例为24.00%。金凤凰持有49%乌镇旅游

公司股权和85%金翔云公司股权，间接持有濮院公司51.19%股权。

濮院旅游核心景区项目计划总投资71.40亿元，项目已成功获得银行团（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，占总投资的56.03%，剩余31.40亿元由濮院公司自筹；截至2018年9月底，银行贷款已到位10.00亿元。项目总用地面积1287亩（土地来源：公司前期整理濮院镇区域土地后自主摘牌取得土地使用权的土地，后期进行二级开发），共分为入口集散功能区、古镇观

光区以及禅修度假区三个功能区。截至2018年9月底项目已投资9.45亿元(计入“在建工程”)。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。

整体看,公司在建项目未来投资规模大,面临较大的资本支出压力;另外,濮院镇旅游项目收益回收周期长,不确定性较大。

4. 未来发展

公司是桐乡市重要的旅游投资开发和运营主体,未来公司在服务于区域经济发展的同时,坚持以营利为目标,通过专业化和市场化运作,确保国有资产的有进有退和保值增值目标的实现。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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2015~2017年合并财务报表,大信会计师事务所(特殊普通合伙)对上述合并财务报表进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论;公司提供的2018年1~9月合并财务报表未经审计。

截至2018年9月底,公司共有纳入合并

范围的子公司11家,2015~2017年,公司合并范围发生变化较小,2017年新增纳入合并范围的子公司1家,财务数据可比性较强。

截至2017年底,公司合并资产总额106.85亿元,所有者权益41.23亿元(含少数股东权益3.35亿元)。2017年,公司实现营业收入6.70亿元,利润总额2.56亿元。

截至2018年9月底,公司合并资产总额125.75亿元,所有者权益42.65亿元(含少数股东权益3.55亿元)。2018年1~9月,公司实现营业收入4.15亿元,利润总额1.22亿元。

截至2017年底,公司母公司资产总额61.11亿元,所有者权益26.44亿元。2017年,公司母公司实现营业收入0.46亿元,利润总额-0.68亿元。

截至2018年9月底,公司母公司资产总额65.85亿元,所有者权益25.42亿元。2018年1~9月,公司母公司实现营业收入0.29亿元,利润总额-1.03亿元。

2. 资产质量

2015~2017年,公司资产规模快速增长,年均复合增长20.92%。2017年底,公司资产总额106.85亿元,同比增长15.06%,主要系货币资金、应收账款、长期股权投资和在建工程增长所致;公司资产中流动资产占比67.81%,非流动资产占比32.19%,公司资产以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2015年		2016年		2017年		2018年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.34	8.68	9.06	9.76	12.79	11.97	7.00	5.56
应收账款	1.94	2.65	3.48	3.75	4.77	4.46	3.48	2.77
存货	41.46	56.74	45.02	48.48	45.95	43.00	49.04	38.99
其他应收款	0.55	0.75	7.84	8.44	8.09	7.55	9.39	7.46
流动资产	50.93	69.70	66.22	71.31	72.45	67.81	70.17	55.80
长期股权投资	11.58	15.85	13.66	14.71	16.25	15.21	18.46	14.68
投资性房地产	5.49	7.51	4.81	5.17	4.63	4.33	5.00	3.98
在建工程	0.62	0.85	1.12	1.21	6.52	6.10	25.17	20.02
非流动资产	22.15	30.31	26.65	28.70	34.40	32.19	55.59	44.20
资产总额	73.07	100.00	92.86	100.00	106.85	100.00	125.75	100.00

资料来源:根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 19.28%。2017 年底，公司流动资产 72.45 亿元，同比增长 9.42%。

2015~2017 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 42.04%。2017 年底，公司货币资金 12.79 亿元，同比增长 41.16%，主要系随着在建项目推进，公司融资规模增加。公司货币资金全部为银行存款。公司货币资金中无受限资金。

2015~2017 年，公司应收账款大幅增长。2017 年底，公司应收账款账面价值 4.77 亿元，同比增长 37.20%，主要系子公司对濮院政府的应收土地整理款。公司应收账款账龄在 1 年以内的 1.30 亿元，占比 27.28%；账龄 1~2 年的 3.47 亿元，占比 72.72%。濮院镇政府为公司应收账款最主要欠款方，为 4.77 亿元，占应收账款总额 99.99%，集中度高。考虑到欠款单位性质，公司对该笔欠款未计提坏账准备，回收风险较低，但对公司资金形成一定占用。公司对其余应收账款计提坏账准备 110.21 元。

2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 283.66%。2017 年底，公司其他应收款账面价值 8.09 亿元，同比增长 3.18%；其他应收款主要由往来款组成。公司对其他应收款计提坏账准备 22.19 万元，均为按余额百分比法计提坏账准备。公司前五名单位的其他应收款合计 7.70 亿元，占 95.20%，集中度较高，欠款方主要为桐乡市财政局等政府性单位，款项回收风险较小，但对公司资金形成一定的占用。

表 7 2017 年底公司其他应收账款前 5 名明细
(单位：亿元、%)

单位名称	账面余额	账龄	占比
桐乡市财政局	6.70	1-3 年	82.82
桐乡市濮院镇人民政府财政局	0.40	0-2 年	4.94
桐乡市濮院城镇建设开发有限公司	0.24	0-3 年	3.00

中铁信托有限责任公司 ²	0.23	1-3 年	2.83
桐乡市人民政府梧桐街道办事处	0.13	3 年以上	1.61
合计	7.70	--	95.20

资料来源：公司审计报告

公司存货主要为开发成本，2015~2017 年，公司存货持续增长，年均复合增长 5.28%。2017 年底，公司存货账面余额 45.95 亿元，同比增长 2.08%，主要系土地整理增加所致；其中濮院镇旅游项目土地整理 40.33 亿元，已开发建设完成的保障房项目滨河花苑一、二期 4.61 亿元和尚在开发的保障房项目滨河花苑三期 1.00 亿元。公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 24.63%。2017 年底，公司非流动资产 34.40 亿元，同比增长 29.09%，主要包括可供出售金融资产（占 9.85%），长期股权投资（占 47.25%），投资性房地产（占 13.45%）和在建工程（占 18.96%）。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 105.51%。2017 年底，公司可供出售金融资产 3.39 亿元，同比增长 115.17%，均为可供出售的权益工具，主要为公司对部分基金的直接投资。

公司长期股权投资采用权益法进行计量。2015~2017 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 18.46%。2017 年底，公司长期股权投资主要为对乌镇旅游公司 13.77 亿元的投资，持股比例 34.00%。联营企业乌镇旅游公司主要从事乌镇东西栅景区的旅游开发和管理。

2015~2017 年，公司投资性房地产有所下降，年均复合下降 8.21%。2017 年底，公司投资性房地产合计 4.63 亿元，同比下降 3.73%，主要系计提折旧所致。公司投资性房地产主要为金汇公司旗下的房地产、公司旗下经营的八个农贸市场和金凤凰大厦。

2015~2017 年，公司在建工程快速增长，

² 为公司向中铁信托有限责任公司借款的借款保证金。

年均复合增长 224.26%。2017 年底，公司在建工程 6.52 亿元，同比增长 481.25%，主要系濮院旅游综合开发项目投入较大所致。

2015~2017 年，公司固定资产年均复合增长 0.76%。2017 年底，公司固定资产账面价值 1.22 亿元，同比下降 32.85%，主要系部分固定资产回售给当地国资单位所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物构成，占 97.70%。公司固定资产累计计提折旧 0.24 亿元。

2015~2017 年，公司无形资产有所下降，年均复合下降 4.28%。2017 年底，公司无形资产账面价值 2.05 亿元，同比下降 4.37%，主要为土地使用权，包括桐乡市振东新区景雅路 765 号金凤凰大厦和旗下集贸市场以及濮院旅游综合开发项目的土地使用权等地块。

2018 年 9 月底，公司资产总额 125.75 亿元，较 2017 年底增长 17.69%，流动资产占比较上年降至 55.80%，非流动资产占比为 44.20%。2018 年 9 月底，公司流动资产为 70.17 亿元，较 2017 年底下降 3.16%。其中货币资金 7.00 亿元，较 2017 年底下降 45.32%，主要系濮院旅游综合开发项目持续推进，资金投入所致。公司非流动资产 55.59 亿元，较 2017 年底增长 61.60%。其中长期股权投资 18.46 亿元，较 2017 年底增长 13.58%，主要系投资的乌镇旅游公司实现利润所致；在建工程 25.17 亿元，较 2017 年底增长 285.96%，主要系濮院旅游综合开发项目持续投入所致。

受限资产方面，2018 年 9 月底，公司以土地使用权和房屋等作为抵质押物进行融资，受限资产账面价值合计 17.37 亿元，占公司资产总额 13.81%，受限比例较低。

总体看，公司资产规模快速增长，其中存货及应收类款项占比较大，对公司资金占用明显。濮院旅游综合开发项目持续投入，导致在建工程规模快速扩张。整体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 14.26%。2017 年底，公司所有者权益 41.23 亿元，同比增长 7.23%，主要系资本公积及未分配利润的增长所致。2017 年底公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，分别占 14.55%、56.67%和 20.65%。2017 年底，公司资本公积 23.36 亿元，同比增长 1.87%，主要来自桐乡市财政局增加投资款和权益法核算的被投资单位其他权益变动。

2018 年 9 月底，公司所有者权益 42.65 亿元，较 2017 年底增长 3.44%，构成较 2017 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较大，所有者权益稳定性较好。

负债

2015~2017 年，公司负债总额波动增长，年均复合增长 23.50%。2017 年底，公司负债总额 65.62 亿元，同比增长 61.50%，主要系一年内到期的非流动负债和应付债券增长所致；负债构成方面，公司流动负债占比 49.73%，非流动负债占比 50.27%。

2015~2017 年，公司短期借款保持稳定，2017 年底，公司短期借款 1.09 亿元，其中保证借款 0.70 亿元，抵押借款 0.39 亿元。

2015~2017 年，公司应付账款有所波动。2017 年底，公司应付账款 2.48 亿元，同比下降 11.62%，主要系年末公司工程款结算所致。

2015~2017 年，公司预收款项有所波动。2017 年底，公司预收款项 5.77 亿元，同比下降 28.61%，主要系滨河花苑项目部分预售款结算收入所致。

2015~2017 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 47.76%。2017 年底，公司其他应付款 15.46 亿元，同比增长 10.23%，主要系公司向其他国资公司资金拆入增加所致；公司其他应付款主要为借款 10.11 亿元（已计入公

司有息债务核算)，借款方主要为桐乡市城市建设投资有限公司、中铁信托有限责任公司、桐乡市财政局、桐乡市金源股权投资管理有限公司和桐乡市市场管理中心，其余部分由往来款（占 32.07%）构成。

2015~2017 年，公司非流动负债有所波动，年均复合增长 6.23%。2017 年底，公司非流动负债 32.99 亿元，同比增长 16.26%；公司非流动负债中长期借款占 84.87%。

2015~2017 年，公司长期借款有所波动，年均复合下降 2.08%。2017 年底，公司长期借款 28.00 亿元，同比下降 1.06%，主要为保证借款 0.50 亿元，质押借款 7.5 亿元和抵押借款 20.00 亿元。

2017 年，公司成功发行“17 金凤 01”（发行规模 5.00 亿元），当期新增应付债券 4.95 亿元（已扣除按面值计提利息和溢折价摊销）。

截至 2018 年 9 月底，公司负债总额 83.11 亿元，较 2017 年底增长 26.64%；2018 年 9 月底，公司流动负债 40.29 亿元，较 2017 年底增长 23.47%，其中短期借款 1.79 亿元，较 2017 年底增长 64.22%；其他应付款 28.96 亿元，较 2017 年底增长 87.35%，主要系往来款增加和新增桐乡市濮院毛衫发展有限公司对公司的有息借款 1 亿元。2018 年 9 月底，公司非流动负债 42.82 亿元，较 2017 年底增长 29.78%，主要来自公司于 2018 年成功发行的 9.40 亿元“18 金凤 01”。

2015~2017 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 27.05%。2017 年底，公司全部债务 51.66 亿元，同比增长 62.87%。其中短期债务占 36.20%，长期债务占 63.80%，公司债务结构以长期债务为主。2018 年 9 月底，公司全部债务 55.68 亿元，较 2017 年底增长 7.79%。其中短期债务占 23.17%，长期债务占 76.83%。

从债务指标来看，2015~2017 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均有所波动。2017 年底，公司资产负债率 61.41%，同比增加 17.66 个百分点，全部

债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 55.61% 和 44.42%，同比分别增加 10.41 个及 2.02 个百分点。2018 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 66.09%、56.63% 及 50.08%，较 2017 年底分别增加 4.68 个、1.02 个及 5.66 个百分点。公司整体债务负担有所上升。

表8 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
短期债务	2.80	3.42	18.70	12.90
长期债务	29.20	28.30	32.95	42.78
全部债务	32.00	31.72	51.66	55.68
资产负债率	58.88	43.76	61.41	66.09
全部债务资本化比率	50.33	45.20	55.61	56.63
长期债务资本化比率	48.04	42.40	44.42	50.08

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

总体看，公司有息债务主要以长期债务为主，整体债务负担尚可。未来随着公司旅游开发持续投入，整体融资规模将进一步扩大，债务负担将有所加重。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 2.17%。2017 年，公司实现营业收入 6.70 亿元，较上年增长 2.25%，变化不大。当期，公司营业成本 4.90 亿元，同比下降 16.28%；当期营业利润率为 22.30%，同比增加 14.08 个百分点，主要系公司房地产销售业务收入占总收入比重提升及毛利率提升所致。

表9 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	6.42	6.55	6.70
投资收益	1.43	1.94	2.36
营业外收入	0.04	0.09	0.39
利润总额	0.80	1.44	2.56
营业利润率	5.27	8.22	22.30
总资本收益率	1.97	2.99	3.78
净资产收益率	2.38	3.91	5.43

资料来源：根据公司审计报告整理

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间

费用持续增长，年均复合增长 31.21%。2017 年，公司财务费用 1.21 亿元，同比增长 127.91%，主要系公司银行借款和债券发行导致利息支出增长所致。

非经常性损益方面，2015~2017 年，公司投资收益快速增长，分别为 1.43 亿元、1.94 亿元和 2.36 亿元。2017 年，公司投资收益 2.36 亿元，同比增长 21.97%，主要系联营企业乌镇旅游公司经营情况较好，带动投资收益增长所致。2015~2017 年，公司营业外收入快速增长，年均复合增长 205.17%。2017 年，公司营业外收入 0.39 亿元，同比增长 327.71%，主要为政府补助。2017 年，公司新增其他收益 579.20 万元，为政府贴息。2015~2017 年，公司非经常性损益（包含投资收益、营业外收入和其他收益）分别为利润总额的 184.24%、140.54% 和 109.77%。公司利润总额对非经常性损益依赖性较高，自身盈利能力弱。

盈利指标方面，2015~2017 年，受联营企业乌镇旅游公司实现投资收益增长影响，公司总资产收益率和净资产收益率持续增长。2017 年上述指标分别为 3.78% 和 5.43%，同比分别增加 0.79 个和 1.51 个百分点。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 4.15 亿元，营业利润率为 6.51%，利润总额 1.22 亿元，投资收益 2.10 亿元。

总体看，公司利润对非经常性损益依赖性较高，自身盈利能力弱。

5. 现金流分析

从经营活动现金流入看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 10.70 亿元、26.96 亿元和 50.15 亿元，均由销售商品、提供劳务收到的现金及收到其他与经营活动有关的现金构成；2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 3.10 亿元，同比下降 71.36%，主要系房产销售下滑所致；公司收到其他与经营活动有关的现金 47.06 亿元，同比增长 191.39%，主要系往来款增加所致。2015~2017

年，公司经营活动现金流出分别为 11.74 亿元、26.62 亿元和 51.92 亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金构成。2017 年，公司支付其他与经营活动有关的现金 48.04 亿元，同比大幅增长 169.01%，主要系支付相关单位往来款增加所致。2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为 -1.05 亿元、0.33 亿元和 -1.76 亿元。从收入实现质量来看，2015~2017 年公司的现金收入比分别为 95.40%、164.91% 和 46.19%。总体来看，公司收入实现质量波动较大。

从投资活动看，2015~2017 年，公司投资活动主要表现为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金及投资支付的现金。2015~2017 年，公司投资活动现金流出波动增长，分别为 2.16 亿元、1.61 亿元和 5.83 亿元。其中，公司投资支付的现金波动增长，年均复合增长 64.48%，主要为对长期股权投资及可供出售金融资产的投资；2015~2017 年，公司投资活动现金流均为净流出状态，分别为 -2.16 亿元、-1.56 亿元和 -5.83 亿元。

从筹资活动看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 8.19 亿元、6.48 亿元和 19.82 亿元。其中 2016 年主要源自长期借款 1.12 亿元、桐乡市财政局增加投资款 3.40 亿元及濮院公司收到少数股东对乌镇旅游公司支付的资本金投入 1.96 亿元。2017 年主要来自取得借款增加及发行公司债。2015~2017 年，公司筹资活动现金流净额分别为 4.09 亿元、3.95 亿元和 11.23 亿元。

表10 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	10.70	26.96	50.15
经营活动现金流出量	11.74	26.62	51.92
经营活动净现金流量	-1.05	0.33	-1.76
投资活动净现金流量	-2.16	-1.56	-5.83
筹资活动净现金流量	4.09	3.95	11.23
现金收入比	95.40	164.91	46.19

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018年1~9月,公司经营活动现金流量净额-7.51亿元;公司投资活动中收到其他与投资活动有关的现金和支付其他与投资活动有关的现金,主要系公司赎回购买的短期理财产品,当期投资活动产生的现金流量净额为-0.73亿元;筹资活动现金流净额为2.44亿元。

总体看,近年来,公司经营活动获现能力较弱,随着濮院镇旅游项目持续推进,公司存在较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看,2017年底,公司流动比率及速动比率分别为222.04%和81.21%,同比分别减少318.20个和91.77个百分点。2015~2017年公司经营现金流动负债比分别为-7.59%、2.73%和-5.41%,经营活动产生的现金流量净额对公司流动负债的保障能力很弱。2015~2017年,公司现金类资产分别为6.34亿元、9.06亿元和12.79亿元,分别为当期短期债务的2.26倍、2.65倍和0.68倍。2018年9月底,公司现金类资产为7.00亿元,相当于短期债务的0.54倍。公司存在短期偿付压力。

从长期偿债能力指标来看,2015~2017年,公司EBITDA分别为1.63亿元、2.43亿元和4.21亿元,全部债务/EBITDA分别为19.63倍、13.06倍和12.26倍,EBITDA利息倍数分别为0.74倍、0.99倍和1.72倍。近三年,公司EBITDA对全部债务的保障能力弱。考虑到桐乡市政府对公司持续支持,公司整体偿债能力很强。

2018年9月底,公司获得的银行授信总额93.29亿元。其中,已使用30.29亿元,剩余63.00亿元,公司间接融资渠道畅通。

2018年9月底,公司对外担保余额1.61亿元,担保比率3.77%,被担保单位为当地国资公司及公司参股企业。公司被担保单位目前均经营正常,公司或有负债风险不大。

表11 2018年9月底公司对外担保明细

(单位:万元)

被担保人	担保余额	担保到期日
桐乡市石门湾鞋业城开发有限公司	5100.00	2020-05-08
桐乡市濮院茅盾实验小学	2040.00	2023-12-05
桐乡市石门湾鞋业城开发有限公司	9000.00	2019-01-30
合 计	16140.00	-

资料来源:公司提供

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据计划发行5~10亿元,以发行规模上限10亿元计算,相当于2018年9月底公司长期债务的23.38%,全部债务的17.96%。本期中期票据的发行对公司债务规模有较大的影响。

2018年9月底,公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为66.09%、56.63%及50.08%。以2018年9月底财务数据为基础,不考虑其他因素,预计本期中期票据发行后,公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率将分别上升至68.58%、60.63%及55.31%。公司债务负担将有所加重,但是考虑到募集资金用于偿还有息债务,实际债务负担将低于指标值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年,公司经营活动现金流入量分别为10.70亿元、26.96亿元及50.15亿元,分别为本期中期票据发行规模上限10.00亿元的1.07倍、2.70倍及5.02倍;2015~2017年,公司经营活动产生的现金流量净额分别为-1.05亿元、0.33亿元及-1.76亿元,对本期中期票据保障能力弱;2015~2017年,公司EBITDA分别为1.63亿元、2.43亿元和4.21亿元,分别为本期中期票据发行规模上限10.00亿元的0.16倍、0.24倍及0.42倍,对本期中期票据保障能力弱。

总体看,本期中期票据发行后对公司的整体债务有较大的影响;公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行规模上限保障能力较强。

十、结论

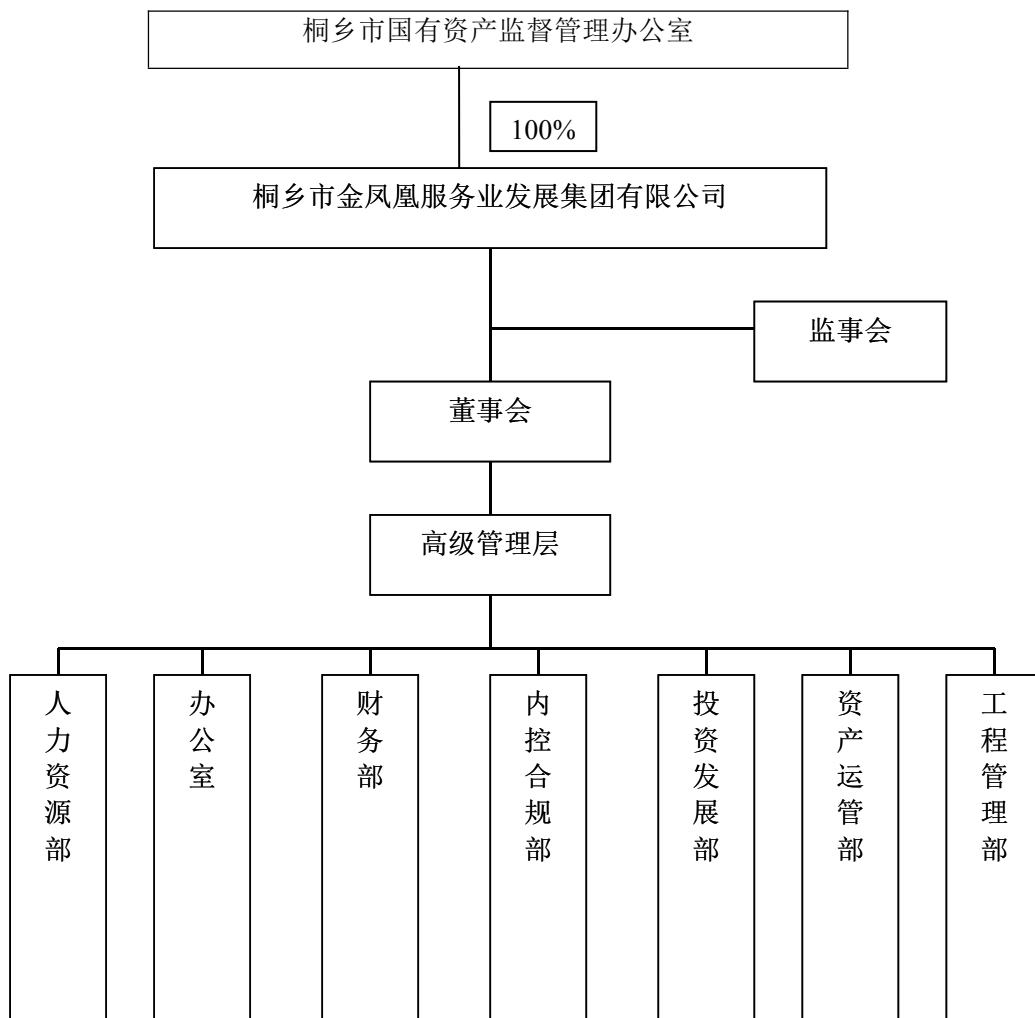
桐乡市经济持续发展，旅游资源丰富，同时桐乡市旅游业收入持续稳定增长，已成为桐乡市经济发展的重要产业之一，为公司发展提供了良好的外部环境。公司是桐乡市重要的旅游开发投资和运营主体，近年来，在资产及资金注入、股权划转和财政补贴等方面获得地方政府支持力度较大。农产品销售、旅游开发项目土地整理、房地产开发、房屋租赁及农贸市场等业务多元化经营降低了公司经营风险。同时，联合资信也关注到公司土地整理资金回笼较慢、濮院旅游项目投入资金大且回收周期较长、利润总额对非经常性损益依赖较高等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

近年来，公司资产规模快速增长，存货及应收类款项占比较大，流动性较弱，公司整体资产质量一般。公司有息债务主要以长期债务为主，整体债务负担尚可。未来随着公司旅游开发持续投入，整体融资规模将进一步扩大，债务负担将有所加重。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1 2018 年 9 月底公司股权及组织结构图



附件 2 2018 年 9 月底公司合并范围子公司情况

(单位: %, 万元)

子公司名称	经营范围	持股比例	注册资本
桐乡市金诚市场管理有限公司	市场摊位租赁及管理	100.00	1000.00
桐乡市金和城镇建设有限公司	城镇基础设施开发建设; 房地产开发经营; 新农村建设投资开发; 市政工程建设; 安置房建设; 经济信息咨询服务(除期货、证券咨询)	100.00	10000.00
桐乡市濮院旅游有限公司	开发濮院古镇旅游资源; 文化旅游行业的信息咨询服务(不含证券、期货咨询); 投资兴办实业; 房地产开发、销售; 旅游景区管理	51.19	65789.47
桐乡市濮院金翔云旅游投资有限公司	旅游景区项目的投资、开发; 物业管理、自有房屋出租; 会议展览、展示服务; 工艺品的销售	85.00	50000.00
桐乡市乌镇古镇旅游投资有限公司	旅游景区、景点的投资及管理; 资产管理; 百货的销售; 会议、展览、展示服务; 文艺演出策划; 企业形象、企业品牌策划; 经开信息咨询(除证券、期货咨询); 摄影服务; 物业管理; 自有房屋租赁	100.00	12000.00
桐乡市金汇资产管理有限公司	资产管理; 物业管理; 房屋出租	100.00	6108.00
桐乡市金农农产品销售有限公司	初级食用农产品销售、配送(除运输); 物业管理	100.00	500.00
桐乡市环市再生资源回收市场开发有限公司	再生资源回收市场开发; 从事废旧金属、废旧家电、废旧纸制品以及废旧玻璃及塑料等废旧资源的回收和销售, 不涉及拆解、清洗等再加工处理	100.00	500.00
桐乡市金安机动车驾驶员考训服务有限公司	为机动车驾驶员考试、培训提供场地租赁、设备租赁服务	100.00	500.00
桐乡市金昇资源要素交易中心有限公司	国有物权、债权、知识产权和股权交易; 股权托管; 排污权指标交易; 国有建设用地使用权的二级市场交易和城乡建设用地增减挂钩指标交易; 用能总量指标交易; 各类公共资源和政府特许经营权交易; 技术(知识)产权交易中介服务; 农村产权交易中介服务; 政府授权的其他符合市场化配置要求的要素资源二级市场交易。	100.00	3000.00
桐乡市金瑞食品有限公司	畜禽屠宰、加工厂、肉制品生产、农副产品初加工、食用农产品、农副产品仓储、冷藏、物流、配送、项目的开发建设; 初级食用农产品的销售; 农副产品收购; 计算机软件研发; 货物进出口、技术进出口。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)	65.00	1600.00

资料来源: 公司提供

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, 该公司注册资本为人民币 65789.47 万元, 其中: 桐乡市濮院金翔云旅游投资有限公司占 38.76%, 乌镇旅游股份有限公司占 37.24%, 北京中景旅游投资基金管理有限公司占 24.00%。因此该公司属于公司的二级子公司, 公司间接持股 51.19%。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。

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.34	9.06	12.79	7.00
资产总额(亿元)	73.07	92.86	106.85	125.75
所有者权益(亿元)	31.58	38.45	41.23	42.65
短期债务(亿元)	2.80	3.42	18.70	12.90
长期债务(亿元)	29.20	28.30	32.95	42.78
全部债务(亿元)	32.00	31.72	51.66	55.68
营业收入(亿元)	6.42	6.55	6.70	4.15
利润总额(亿元)	0.80	1.44	2.56	1.22
EBITDA(亿元)	1.63	2.43	4.21	--
经营性净现金流(亿元)	-1.05	0.33	-1.76	-7.51
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.31	2.42	1.62	--
存货周转次数(次)	0.14	0.14	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.08	0.07	--
现金收入比(%)	95.40	164.91	46.19	123.53
营业利润率(%)	5.27	8.22	22.30	6.51
总资本收益率(%)	1.97	2.99	3.78	--
净资产收益率(%)	2.38	3.91	5.43	--
长期债务资本化比率(%)	48.04	42.40	44.42	50.08
全部债务资本化比率(%)	50.33	45.20	55.61	56.63
资产负债率(%)	58.88	43.76	61.41	66.09
流动比率(%)	369.25	540.24	222.04	174.16
速动比率(%)	68.63	172.98	81.21	52.45
经营现金流动负债比(%)	-7.59	2.73	-5.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.63	13.06	12.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.74	0.99	1.72	--

注：1. 公司 2018 年三季度财务数据未经审计；

2. 其他应付款中的有息部分已计入公司全部债务。

附件 4 有关计算指标的计算公式(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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-营业税金及附加) / 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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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 5-2 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

附件 5-3 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。

联合资信评估有限公司关于 桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。