信用等级公告

联合〔2019〕2285 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相关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”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十五日

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跟踪评级报告

跟踪评级结果：

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 金凤凰 MTN001	5.00 亿元	2024/4/19	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 25 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.06	12.79	7.19	13.43
资产总额(亿元)	92.86	106.83	118.29	127.02
所有者权益(亿元)	38.45	41.20	43.75	43.51
短期债务(亿元)	3.42	18.70	19.29	19.75
长期债务(亿元)	28.30	32.95	34.93	42.44
全部债务(亿元)	31.72	51.66	54.22	62.18
营业收入(亿元)	6.55	6.70	11.89	0.97
利润总额(亿元)	1.44	2.54	2.36	-0.20
EBITDA(亿元)	2.43	4.19	3.38	--
经营性净现金流(亿元)	0.33	-1.76	-12.19	0.08
营业利润率(%)	8.22	22.30	7.87	17.84
净资产收益率(%)	3.91	5.38	5.13	--
资产负债率(%)	58.60	61.43	63.02	65.74
全部债务资本化比率(%)	45.20	55.63	55.35	58.83
流动比率(%)	254.30	222.04	240.34	251.41
经营现金流动负债比(%)	1.28	-5.41	-38.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.04	12.33	16.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.22	1.62	1.49	--

注：1. 公司 2019 年一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：张 依　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

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”）是桐乡市重要的旅游开发投资和运营主体。跟踪期内，桐乡市经济稳步发展，旅游业发展情况良好，公司在财政补贴方面持续获得桐乡市政府的支持；受益于公司农产品销售和土地整理业务持续发展，公司营业收入大幅增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司濮院旅游项目投入资金大且未来效益具有不确定性、利润总额对投资收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，整理土地按计划逐步移交，收入有望持续提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，桐乡市的经济稳步发展，旅游业发展情况良好，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，跟踪期内公司在财政补贴方面持续得到桐乡市政府的支持。
3. 跟踪期内，受益于公司农产品销售和土地整理业务持续发展，公司营业收入大幅增长。
4. 经营现金流入对公司存续债券覆盖程度较高。

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，对公司资金形成占用。

2. 公司在建的濮院旅游项目投资规模较大，未来存在较大的投资压力，投资回收周期较长，且项目收益实现存在不确定性。
3. 公司利润总额对投资收益依赖较高，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”）及其存续债券“19金凤凰MTN001”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均未发生变化。截至2018年底，公司注册资本和实收资本均为6.00亿元。2019年7月5日，按照《桐乡市人民政府国有资产监督管理办公室关于同意无偿划转桐乡市金凤凰服务于发展集团有限公司等三家国有独资公司股权的批复》（桐政国资办发〔2019〕31号），桐乡市人民政府国有资产监督管理办公室[1]持有公司的全部股权无偿划转至桐乡市城市建设投资有限公司。公司实际控制人变更为桐乡市财政局。截至2019年7月24日，公司注册资本和实收资本均为6.00亿元，公司唯一股东为桐乡市城市建设投资有限公司，公司实际控制人为桐乡市财政局。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。

截至2018年底，公司资产总额118.29亿元，所有者权益43.75亿元；2018年，公司实现营业收入11.89亿元，利润总额2.36亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额127.02亿元，所有者权益43.51亿元；2019年1—3月，公司实现营业收入0.97亿元，利润总额-0.20亿元。

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。

[1] 2019年4月，桐乡市国有资产监督管理委员会办公室更名为桐乡市人民政府国有资产监督管理办公室。

三、存续债券概况与募集资金使用情况

截至报告出具之日，联合资信所评公司存续期债券为2019年4月17日发行的“19金凤凰MTN001”，期限为3+2年，债券余额5.00亿元。“19金凤凰MTN001”按年付息，到期一次还本。截至报告出具日，“19金凤凰MTN001”尚未到付息日，募集资金5.00亿元用于偿还公司有息债务。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
19金凤凰MTN001	5.00	2019/4/19	3+2	5.14

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“19金凤凰MTN001”设有公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权条款：在该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该中期票据的票面利率，并在第4、第5个计息年度固定不变。在公司作出关于调整该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该中期票据按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有该中期票据到期。

四、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（PPIRM）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、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

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。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。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，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位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，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。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，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，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，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 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
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险’
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资源来源：联合资信综合整理

行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

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。根据《“十三五”旅游业发展规划》，“十二五”期间，旅游业全面融入国家战略体系，成为国民经济战略性支柱产业，2015 年旅游业对国民经济的综合贡献度达到 10.8%；国内旅游、入境旅游、出境旅游全面繁荣发展，中国成为世界最大的国内旅游市场、世界第一大国际旅游消费国，世界第四大旅游目的地国家。中国是世界上旅游

资源最丰富的国家之一，资源种类繁多，类型多样。

在中国各类旅游景区中，截至 2018 年底共有 5A 级旅游景区 339 处。从旅游收入和游客接待量来看，2018 年国内旅游市场持续平稳增长，入境旅游市场稳步进入缓慢回升通道，出境旅游市场快速发展。全年国内旅游人数总计达到 55.39 亿人次，比上年同期增长 10.76%；入境旅游人数 14120 万人次，同比增长 1.2%，出境旅游人数 14972 万人次，同比增长 14.7%。

近年来，随着国民经济健康快速的增长、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，旅游收入保持两位数增速。2016 年，旅游经济继续领先宏观经济增速，成为稳增长、调结构、惠民生的重要力量，国内旅游总收入 3.9 万亿元，同比增长 14%。2017 年，实现旅游总收入 5.4 万亿元，同比增长 15.1%。其中，国内旅游收入 4.57 万亿元，同比增长 15.9%；国际旅游收入 1234 亿美元，同比增长 2.9%。2018 年，实现旅游总收入 5.97 万亿元，同比增长 10.5%。国内旅游收入 5.13 万亿元，同比增长 12.3%，国际旅游收入 1271 亿美元，同比增长 3.0%。

从旅游行业投资情况看，截至 2017 年底，全国已有 144 支旅游产业投资基金，总规模超过 8000 亿元。预计 2017 年全国旅游投资达 1.5 万亿元，同比增长 16%，其中民间资本投资占 60%，形成了民营为主、国有企业和政府投资共同参与的多元主体投资格局。

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，预计未来旅游市场散客化自由行趋势会越来越明显，以抓点为特征的景点旅游发展模式向区域资源整合、产业融合、共建共享的全域旅游发展模式加速转变，可带动相关产业的协同发展。

政策环境

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、缩小区域及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。

2017 年 2 月 5 日，中央一号文件《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》指出，要大力发展乡村休闲旅游业，充分发挥乡村各类物质与非物质资源富集的独特优势，利用“旅游+”“生态+”等模式，推进农业、林业与旅游、教育、文化、康养等产+业深度融合，丰富乡村旅游业态和产品。

2017 年 9 月 6 日，国家旅游局印发了《关于规范旅行社经营行为维护游客合法权益的通知》，对各地旅游主管部门履职、旅行社规范经营提出了要求，倡导游客理性消费，共同抵制不法经营行为、防范市场风险。

2018 年，国家领导人多次对旅游发展作出指示，多项旅游政策规范密集出台。其中，乡村振兴成为 2018 年旅游业政策的基调。中国大约 70%的旅游资源分布在乡村，市场开发潜力巨大。2018 年 9 月 26 日，中共中央、国务院印发了《乡村振兴战略规划（2018－2022 年）》并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。其中，在第七篇“繁荣发展乡村文化”中，首次提出“发展乡村特色文化产业”，推动文化、旅游与其他产业深度融合、创新发展。2018 年 11 月，文化和旅游部、国家发展改革委等 17 部门印发《关于促进乡村旅游可持续发展的指导意见》，明确提出要推动乡村旅游提质增效，农业农村发展新动能。2018 年底，住建部先后发布《关于对拟公布为第七批中国历史文化名镇名村名单的公示》（共有 271 个村镇入选）、《关于第五批拟列入中国传统村落名录的村落基本情况公示》（2646 个村落列入名单）。

此外，2018 年 3 月，国务院机构改革方案出台，根据该方案，国家旅游局与文化部合并，组建文化和旅游部，作为国务院组成部门。不再保留原文化部、国家旅游局。新诞生的文化和旅游部的主要职责是，贯彻落实党的宣传文

化工作方针政策，研究拟订文化和旅游工作政策措施，统筹规划文化事业、文化产业、旅游业发展，深入实施文化惠民工程，组织实施文化资源普查、挖掘和保护工作，维护各类文化市场包括旅游市场秩序，加强对外文化交流，推动中华文化走出去等。

2018 年，是中国落实金融体制改革十分关键的一年，同样也是规范引导文化金融良性发展关键的一年，中央部委政策围绕文化体制改革、小微企业金融服务、金融支持旅游扶贫、文旅 PPP、新兴业态投融资、专项债券等分步推进文化金融工作在各领域深化实施。文化产业内部的变革升级也为文化金融的发展提供了新的机遇与挑战，文化金融模式和相关政策创新步伐正逐步紧跟产业发展需求。

总体看，近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，旅游业外部政策环境良好，监管力度及规范性不断提升；乡村振兴上升为国家战略；实现文旅融合，提升大产业发展力度；文化金融融合门槛不断打通。未来，随着旅游建设的大力推进，旅游资源的整合提升，行业制度规范的不断完善，以及中国中高收入人群的扩大，旅游市场仍存在较大发展空间。

3. 区域经济环境

公司是桐乡市重要的旅游开发投资和运营主体，其发展与桐乡市经济发展和财政实力密切相关。

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 2018 年工信部发布的县域经济 100 强榜单中，桐乡市位列第 37 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名镇、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

根据桐乡市统计局《2018 年桐乡市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年桐乡市地区生产总值 893.51 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.2%，其中：第一产业增加值 21.76 亿元，增长 1.3%；第二产业增加值 466.94 亿元，增长 9.5%；第三产业增加值 404.81 亿元，增长 7.2%。三次产业结构比例为 2.4：52.3：45.3，产业结构进一步优化。

2018 年，桐乡市农林牧渔业总产值为 36.63 亿元。2018 年，种植业 20.03 亿元，比上年增长 2.1%，牧业 8.32 亿元，比上年下降 3.0%。全年生猪饲养量 19.8 万头，湖羊饲养量 42.4 万头，家禽饲养量 528.7 万羽。

2018 年，桐乡市实现工业增加值 416.52 亿元，同比增长 10.0%。其中规模以上工业增加值 323.22 亿元，同比增长 8.6%。全年实现规模以上工业总产值 1703.53 亿元，同比增长 17.3%，其中大中型工业企业总产值 918.54 亿元，同比增长 17.6%；实现规模以上工业销售产值 1666.66 亿元，同比增长 16.4%，产销率为 97.8%。

2018 年，桐乡市完成固定资产投资 395.00 亿元。2018 年，桐乡市工业生产性投入 138.15 亿元，比上年下降 8.2%。全年基础设施投资 36.92 亿元；民间投资比上年增长 18.5%。

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

根据公司提供资料，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%、34.20%和 7.75%。

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。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%。

2018 年，桐乡市转移支付和税收返还收入 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。

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年为122.35亿元，同比增长8.38%。

总体看，桐乡市财政收入增长较快。

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。根据桐乡市统计局年《2018 桐乡市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，桐乡市接待游客数量 2286.57 万人次，比上年增长 12.6%，其中境外游客 8.77 万人次；实现旅游总收入 281.68 亿元，比上年增长 15.4%，其中外汇收入 1979.29 万美元。乌镇景区共接待游客 806.82 万人次，同比下降 7.1%。

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　2016—2018 年桐乡市旅游发展情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2018 年同比增长率（%）
A 级旅游景区（个）	23	25	24	-4.00
5A 级旅游景区（个）	1	1	1	--
接待游客数量（万人次）	1897.36	2030.55	2286.57	12.61
乌镇景区接待游客（万人次）	758.96	868.23	806.82	-7.07
旅游总收入（亿元）	203.25	244.13	281.68	15.38

资料来源：联合资信根据桐乡市2016—2018年统计公报整理

六、基础素质分析

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。

跟踪期内，桐乡市政府在政府补贴方面持续给予公司支持。2018 年，公司收到桐乡市政府用于农贸市场的补助 0.01 亿元，计入“营业外收入”；收到桐乡市政府的财政贴息 0.06 亿元，计入“其他收益”。

根据《企业信用报告（自主查询版）》（机构信用代码：G1033048300176750R），截至 2019 年 7 月 10 日，公司共有 3 笔已结清关注类贷款，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。公司无其他未结清和已结清不良信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、高级管理人员、管理体制、管理制度均无重大变化。

八、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。2018 年，公司实现营业收入 11.89 亿元，同比大幅增长 77.47%，主要来自公司农产品销售和土地整理收入增长。

2018 年，公司农产品销售实现收入 4.31 亿元，同比增长 192.27%，主要系公司新增昆山市定点屠宰加工中心，猪肉自提户人数增长，猪肉销售价格上涨等原因所致，其占营业收入的比重为 36.27%。2018 年，公司实现土地整理业务收入 4.05 亿元，同比增长 211.48%，主要系政府与公司确认收入进度加快所致，其占营业收入的比重为 34.09%。2018 年，公司实现房地产销售收入 2.86 亿元，同比下降 13.20%，主要受房地产项目交房进度影响，其占营业收入的比重为 24.09%。

表3　公司营业收入构成和毛利率变化情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	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	14757.89	22.02	0.04	43132.51	36.27	0.00	5052.43	51.90	0.00
土地整理	13017.58	19.43	5.62	40546.57	34.09	3.70	0.00	0.00	0.00
房地产销售	33005.51	49.25	46.55	28647.24	24.09	25.12	3019.57	31.02	47.39
房屋租赁	3876.76	5.79	32.54	4317.11	3.63	31.48	824.82	8.47	33.75
农贸市场经营	1423.29	2.12	34.16	1315.08	1.11	46.63	598.07	6.14	33.75
其他	929.98	1.39	20.94	964.50	0.81	24.88	240.10	2.47	30.47
合计	**67011.03**	**100.00**	**26.93**	**118923.01**	**100.00**	**9.17**	**9734.99**	**100.00**	**20.38**

资料来源：公司提供

2018 年公司主营业务综合毛利率 9.17%，较 2017 年有所下降，公司综合毛利率波动主要系房地产业务收入占比和毛利率波动。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，2018 年毛利率有所下降，为 3.70%。公司房地产开发业务毛利率有所下降，2018 年毛利率为 25.12%，主要系滨河花苑项目毛利率较高的商铺销售数量减少。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 9734.99 万元，相当于 2018 年的 8.19%。其中，农产品销售收入 5052.43 万元，相当于 2018 年 11.71%，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 3019.57 万元，相当于 2018 年底的 10.54%，主要系销售款需年底结转所致，毛利率为 47.39%；房屋租赁收入为 824.82 万元，毛利率为 33.75%；农贸市场经营收入为 598.07 万元，毛利率为 33.75%。受土地整理业务未确认收入和房地产销售业务毛利率提升的影响，2019 年 1—3 月，公司综合毛利率上升至 20.38%。

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”）。

公司根据与桐乡市人民政府签署的《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 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[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

[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。

收合格后出具《移交签收确认书》。桐乡市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，桐乡市政府支付公司土地整理成本及开发收益（直接成本的 18%）。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)”，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，计划总投43.29亿元。截至2019年3月底，区域内土地已经整理完毕，已经投资44.53亿元。2018年，公司移交土地面积190亩，相应结转成本3.44亿元；截至2018年底，累计移交土地面积466亩，累计实现土地整理收入9.53亿元，累计回款7.95亿元。2019年1—3月，公司未移交土地，故未进行土地整理收入结算。

截至2019年3月底，该地块尚有2170亩土地尚未移交。根据该区域目前的整体规划，1287亩核心景区项目（已移交466亩）将陆续于2019年底之前完成移交，749亩商住用地将于核心景区移交后5年之内完成移交，600亩生态观光用地将于景区形成一定影响力后集中移交。

（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负责。跟踪期内，公司房地产销售收入均来自滨河花苑项目。

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、二期）项目总占地面积约 123 亩，建筑面积 23.59 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 2019 年 3 月底已售面积为 16.03 万平方米，累计销售额约 11.69 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 2019 年 3 月底已投 3.49 亿元。项目已开始预售，其中 2018 年销售金额为 3.74 亿元，2019 年 1—3 月销售金额为 0.38 亿元。

（3）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（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”，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为青莲公司、昆山公司和明大公司，集中度极高；公司下游为农贸市场销售商，2018年下游客户前五名占当年销售额比重为35.45%，客户集中度一般。

2018 年，公司实现农产品销售业务收入

4.31 亿元，同比大幅增长，主要系公司新增昆山市定点屠宰加工中心，猪肉自提户人数增长，猪肉销售价格上涨约 30%等原因所致。2019 年 1—3 月，公司实现农产品销售实现收入 0.51 亿元。受金农公司承担民生工程、稳定猪肉价格的影响，公司农产品销售毛利率处于低水平。

（4）租赁业务

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 38 间商铺对外出租。金汇公司名下共 270 处房产可供出租，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。2018 年，除金汇公司名下商铺闲置 36 间未出租外，其余均全部出租。

公司本部一般与中心市场承租商签订 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。

2018年及2019年1—3月，公司房屋租赁业务分别实现收入4317.11万元和824.82万元；毛利率分别为31.48%和33.75%。

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 2019 年 3 月底，公司拥有农贸市场 8 个、家私市场 1 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 2019 年 3 月底，8 个农贸市场拥有摊位共计 4734.3 米，营业房 1136 间。

2018年及2019年1—3月，公司农贸市场经营分别实现收入1315.08万元和598.07万元，毛利率分别为46.63%和33.75%，主要系农贸市场维护及升级改造成本波动而致。

3. 在建项目

根据公司发展规划，截至2019年3月底，公司在建项目计划总投资76.68亿元，已投资15.74亿元，未来需投60.94亿元。公司目前主要在建项目为濮院旅游核心景区、滨河花苑三期和屠宰中心。

表4　截至2019年3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2019年3月底已投	未来投资计划			资金来源
					2019年4—12月	2020年	2021年	
在建项目								
濮院旅游核心景区	713964.00	拿地、景点建设	2016/4—2022 年	131984.00	84000.00	100000.00	100000.00	自筹
滨河花苑三期	36862.00	滨河花苑三期	2017/8—2020/5	23679.56	3567.18	8351.00	1676.00	自筹
屠宰中心	16000.00	屠宰中心	2018/8—2020/7	1773.86	6000.00	6000.00	2000.00	自筹
合计	**766826.00**	--	--	**157437.42**	**93567.18**	**114351.00**	**103676.00**	--

资料来源：公司提供

濮院旅游核心景区由桐乡市濮院旅游有限公司（以下简称“濮院公司”）负责景区建设，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、

乌镇旅游股份有限公司（以下简称“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%。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。项目总用地面积1066亩（土地来源为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），总建筑面积42.95万平方米，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。其中：入口集散功能区建筑面积10.34万平方米、古镇观光区建筑面积21.59万平方米、禅修度假区建筑面积11.02万平方米。截至2018年底，该项目已投资11.15亿元（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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年合并财务报表，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年 1—3 月合并财务报表未经审计。

截至 2018 年底，公司拥有纳入合并报表范围内的子公司合计 11 家。2018 年公司合并报表范围无变化。

截至 2018 年底，公司资产总额 118.29 亿元，所有者权益 43.75 亿元；2018 年，公司实现营业收入 11.89 亿元，利润总额 2.36 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 127.02 亿元，所有者权益 43.51 亿元；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.97 亿元，利润总额 -0.22 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 118.29 亿元，同比增长 10.73%，主要来自存货和在建工程的增长。公司资产中流动资产和非流动资产分别占比 63.70%和 36.30%，公司资产以流动资产为主，主要构成见表 5。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.79	11.98	7.19	6.08	13.43	10.57
其他应收款	8.09	7.57	7.62	6.44	7.65	6.02
存货	45.95	43.02	57.70	48.78	58.36	45.94
流动资产	**72.45**	**67.82**	**75.36**	**63.70**	**82.48**	**64.94**
长期股权投资	16.23	15.19	18.98	16.05	19.12	15.05
在建工程	6.52	6.11	11.17	9.45	12.78	10.06
非流动资产	**34.37**	**32.18**	**42.94**	**36.30**	**44.54**	**35.06**

资产总额	106.83	100.00	118.29	100.00	127.02	100.00

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

2018 年底，公司流动资产 75.36 亿元，同比增长 4.01%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成，分别占比 9.54%、10.12%和 76.57%。

2018 年底，公司货币资金 7.19 亿元，同比下降 43.78%，主要系公司项目建设投入较多。从构成来看，主要为银行存款。公司货币资金中无受限资金。

2018 年底，公司应收账款 1.58 亿元，同比下降 66.92%。公司应收账款主要为应收濮院镇人民政府款项（占比 99.93%）。

2018 年底，公司其他应收款 7.62 亿元，同比下降 5.73%。公司对其他应收款计提坏账准备 15.75 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 7.50 亿元，占 98.41%，集中度很高，欠款方主要为桐乡市财政局等政府单位，款项回收风险较小，但对公司资金形成一定的占用。

表 6　2018 年底公司其他应收款前 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	2-3 年	87.87
桐乡市濮院镇人民政府财政局	0.40	2-3 年	5.25
桐乡市国土资源局	0.23	1 年以内	2.96
桐乡市物业维修专项基金	0.10	1-3 年	1.34
桐乡市住房和城市规划建设局	0.08	1-2 年	1.01
合计	**7.50**	**--**	**98.41**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018年底，公司存货57.70亿元，同比增长25.57%，主要系旅游项目开发增加所致。公司存货主要由开发成本构成，其中土地整理成本37.29亿元；旅游项目开发成本17.94亿元，均为濮院旅游项目房地产开发成本。公司未对存货计提跌价准备。

2018年底，公司可供出售金融资产3.85亿元，同比增长13.64%，系公司新增对桐乡申万新成长股权投资合伙企业投资。从构成上看，均为可供出售的权益工具。

2018 年底，公司非流动资产 42.94 亿元，同比增长 24.91%，主要由长期股权投资和在建工程构成，分别占比 44.22%和 26.02%。

2018 年底，公司长期股权投资 18.98 亿元，同比增长 16.99%，均为公司增加对桐乡市濮院茅盾实验小学投资。公司长期股权投资采用权益法进行计量，主要为对乌镇旅游公司 13.77 亿元的投资，对其持股比例 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。

2018 年底，公司在建工程 11.17 亿元，同比增长 71.31%，主要系濮院旅游综合开发项目投入较大所致。

2019 年 3 月底，公司资产总额 127.02 亿元，较 2018 年底增长 7.38%，流动资产占比较上年升至 64.94%，非流动资产占比为 35.06%。2019 年 3 月底，公司流动资产为 82.48 亿元，较 2018 年底增长 9.46%；其中货币资金 13.43 亿元，较 2018 年底增长 86.68%，主要系公司新增借款。公司其他科目变化不大。

受限资产方面，2018 年底，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 2.60 亿元，占公司资产总额 2.20%，受限比例低。

跟踪期内，公司资产规模有所增长，其中存货及应收类款项占比较大，对公司资金占用明显。随着濮院旅游综合开发项目持续投入，公司的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

2018 年底，公司所有者权益 43.75 亿元，同比增长 6.17%，主要系未分配利润的增长。2018 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 13.71%、

53.73%和 24.48%。

2018 年底，公司资本公积 23.50 亿元，主要包括桐乡市财政局投资款 7.00 亿元，桐乡市国资办拨款 6.09 亿元，政府划拨的房地产 4.84 亿元和公司被投资单位的权益。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 43.51 亿元，较 2018 年底下降 0.53%，构成较 2018 年底变化不大。

跟踪期内，公司所有者权益中资本公积占比较大，所有者权益稳定性较强。

负债

2018 年底，公司负债总额 74.55 亿元，同比增长 13.60%，主要来自长期应付款和应付债券增长；负债构成方面，公司流动负债占比 42.06%，非流动负债占比 57.94%。

2018 年底，公司流动负债 31.36 亿元，同比下降 3.91%，主要系其他应付款下降。公司流动负债主要由预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2018 年底，公司预收款项 5.60 亿元，同比下降 2.99%，主要为公司滨河花苑项目预售款构成。

2018 年底，公司其他应付款 12.25 亿元，同比下降 20.73%，主要系公司支付部分与政府和其他单位往来款；公司其他应付款主要为借款 8.70 亿元（已计入公司有息债务核算），其中 7.70 亿元借款方为桐乡市城市建设投资有限公司，1.00 亿元借款方为桐乡市濮院毛衫发展股份有限公司。其他应付款其余部分主要由往来款构成。

2018 年底，公司非流动负债 43.19 亿元，同比增长 30.92%，主要系长期应付款和应付债券增长而致；公司非流动负债中主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。

2018 年底，公司长期借款 20.65 亿元，同比下降 26.27%，主要包括质押借款 5.50 亿元，抵押借款 8.25 亿元和保证借款 6.90 亿元。

2018 年底，公司应付债券 14.27 亿元，同比增加 9.33 亿元，由债券“17 金凤 01”和“18 金凤 01”构成。

2018 年底，公司新增长期应付款 8.24 亿元，有股权回购款 2.24 亿元和政府无息借款 6.00 亿元。

2019 年 3 月底，公司负债总额 83.51 亿元，较 2018 年底增长 12.02%；2019 年 3 月底，公司流动负债 32.81 亿元，较 2018 年底增长 4.64%，其中短期借款 3.29 亿元，较 2018 年底增长 83.80%，主要为公司银行流贷增加。2019 年 3 月底，公司非流动负债 50.70 亿元，较 2018 年底增长 17.38%，其中长期借款 28.15 亿元，较 2018 年底增长 36.33%，主要为公司银行项目贷款增加。

2018 年底，公司全部债务 54.22 亿元，同比增长 4.97%。其中短期债务占 35.58%，长期债务占 64.42%，公司债务结构仍以长期债务为主。2019 年 3 月底，公司全部债务 62.18 亿元，较 2018 年底增长 4.97%。其中短期债务占 31.75%，长期债务占 68.25%。

从债务指标来看，2018 年，公司资产负债率 63.02%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.35%和 44.40%。2019 年 3 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 65.74%、58.83%及 49.37%，较 2018 年底分别增加 2.72 个、3.48 个及 4.98 个百分点。公司整体债务负担有所上升。

表7　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	18.70	19.29	19.75
长期债务	32.95	34.93	42.44
全部债务	51.66	54.22	62.18
资产负债率	61.43	63.02	65.74
全部债务资本化比率	55.63	55.35	58.83
长期债务资本化比率	44.44	44.40	49.37

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

跟踪期内，公司有息债务主要以长期债务为主，债务负担有所加重但整体债务负担尚可。未来随着公司旅游开发的持续投入，整体融资规模将进一步扩大，债务负担或将加重。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 11.89 亿元，较上年增长 77.47%，主要来自公司农产品销售和土地整理收入增长。2018 年，公司营业成本 10.80 亿元，同比增长 120.58%。同期，营业利润率为 7.87%，同比下降 14.43 个百分点，主要系毛利率低的农产品销售业务和土地整理业务占比上升，以及房地产开发毛利率下降所致。

表 8 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	6.70	11.89
营业成本	4.90	10.80
投资收益	2.34	2.57
其他收益	0.06	0.06
营业外收入	0.39	0.01
利润总额	2.54	2.36
营业利润率	22.30	7.87
总资本收益率	3.75	3.04
净资产收益率	5.38	5.13

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年，公司期间费用为 1.37 亿元，同比下降 21.25%。2018 年，公司期间费用占营业收入比重为 11.49%。

2018 年，公司实现利润总额 2.36 亿元。同期，公司投资收益 2.57 亿元，主要为长期股权投资收益，系联营企业乌镇旅游股份有限公司效益较好带来的投资利益增长。投资收益对公司利润影响很大。同期，公司取得政府补贴收入 0.07 亿元，反映在“其他收益”和“营业外收入”科目中。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为 7.87%、3.04%和 5.13%，公司整体盈利能力尚可。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.97 亿元，营业利润率为 17.84%，投资收益 0.13 亿元，利润总额-0.20 亿元。

跟踪期内，公司营业收入保持增长，投资收益对公司利润影响很大，整体盈利能力尚可。

5. 现金流分析

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入量为 23.70 亿元，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；2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 14.89 亿元，同比上升 380.97%，主要系业务回款以及应收账款回款所致；公司收到其他与经营活动有关的现金 8.81 亿元，同比下降 81.27%，主要系往来款减少所致。2018 年，公司经营活动现金流出为 35.89 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，主要为公司支付的土地征收款、项目工程款和购进农产品的支出、往来款等。2018 年，公司支付其他与经营活动有关的现金 10.30 亿元，同比下降 78.55%，主要系支付相关单位往来款减少所致。2018 年，受濮院项目投入影响，公司经营净现金流大幅净流出，公司经营活动现金流量净额为-12.19 亿元。从收入实现质量来看，2018 年公司的现金收入比分别为 125.19%，公司收入实现质量有所改善。

从投资活动看，2018 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收到和支付其他与投资活动有关的现金。2018 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 5.77 亿元，主要来自购买东兴生活广场 5 号楼的支出。2018 年，公司投资活动现金流入 77.87 亿元，公司投资活动现金流出 83.93 亿元，主要为收到和支付其他与投资活动有关的现金，为银行理财产品的回收和购买。2018 年，公司投资活动现金流为净流出状态，为-6.06 亿元。

从筹资活动看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 35.68 亿元，主要为取得保证借款 6.26 亿元、发行非公开公司债券现金流入 9.31 亿元和收到非关联公司的借款 19.91 亿元。公司筹资活动现金流出为 22.93 亿元，主要为偿

还债务支付的现金 11.66 亿元和支付公司间有息借款（计入“支付其他与筹资活动有关的现金”）10.54 亿元。2018 年，公司筹资活动现金流净额为 12.74 亿元。

表9　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	50.15	23.70
经营活动现金流出量	51.92	35.89
经营活动净现金流量	-1.76	-12.19
投资活动净现金流量	-5.83	-6.06
筹资活动净现金流量	11.23	12.74
现金收入比	46.19	125.19

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额 0.08 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-1.63 亿元；筹资活动现金流净额为 7.78 亿元，主要系公司取得银行借款。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量规模有所下降，受公司项目支出较大影响，经营活动现金流大额净流出。投资活动产生的现金流净额仍然为负，考虑到公司未来投资规模较大，对外筹资依赖度较高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2018 年底，公司流动比率及速动比率分别为 240.34%和 56.31%，同比分别增加 18.30 个和减少 24.91 个百分点。2018 年公司经营现金流动负债比为负。2018 年，公司现金类资产为 7.19 亿元，为同期短期债务的 0.37 倍。2019 年 3 月底，公司现金类资产为 13.43 亿元，相当于短期债务的 0.68 倍，公司短期偿付压力大。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 3.38 亿元，全部债务/EBITDA 为 16.03 倍，EBITDA 利息倍数为 1.49 倍。公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年 3 月底，公司获得的银行授信总额 98.29 亿元。其中，已使用 40.19 亿元，剩余 58.10 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 1.61 亿元，担保比率 3.71%，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 10　截至 2019 年 3 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	2022-05-08
桐乡市濮院茅盾实验小学	2040.00	2035-12-05
桐乡市石门湾鞋业城开发有限公司	9000.00	2021-01-30
合 计	**16140.00**	-

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司作为桐乡市重要的旅游开发投资和运营主体，桐乡市政府对公司的支持力度较强，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产规模为60.46亿元，同比下降1.06%。其中流动资产为35.08亿元，非流动资产25.37亿元。从构成看，流动资产主要为其他应收款，非流动资产主要由长期股权投资和可供出售金融资产构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为26.06亿元，同比下降1.46%。母公司所有者权益由实收资本和资本公积构成。母公司所有者权益较为稳定。

截至2018年底，母公司负债规模34.40亿元，同比下降0.76%，其中流动负债20.11亿元，非流动负债14.29亿元。流动负债主要为其他应付款，非流动负债均为应付债券。母公司2018年底资产负债率为56.90%，整体债务负担一般。

2018年，母公司营业收入为0.47亿元，营业成本为0.29亿元，利润总额为-0.47亿元。

九、存续债券偿偿债能力分析

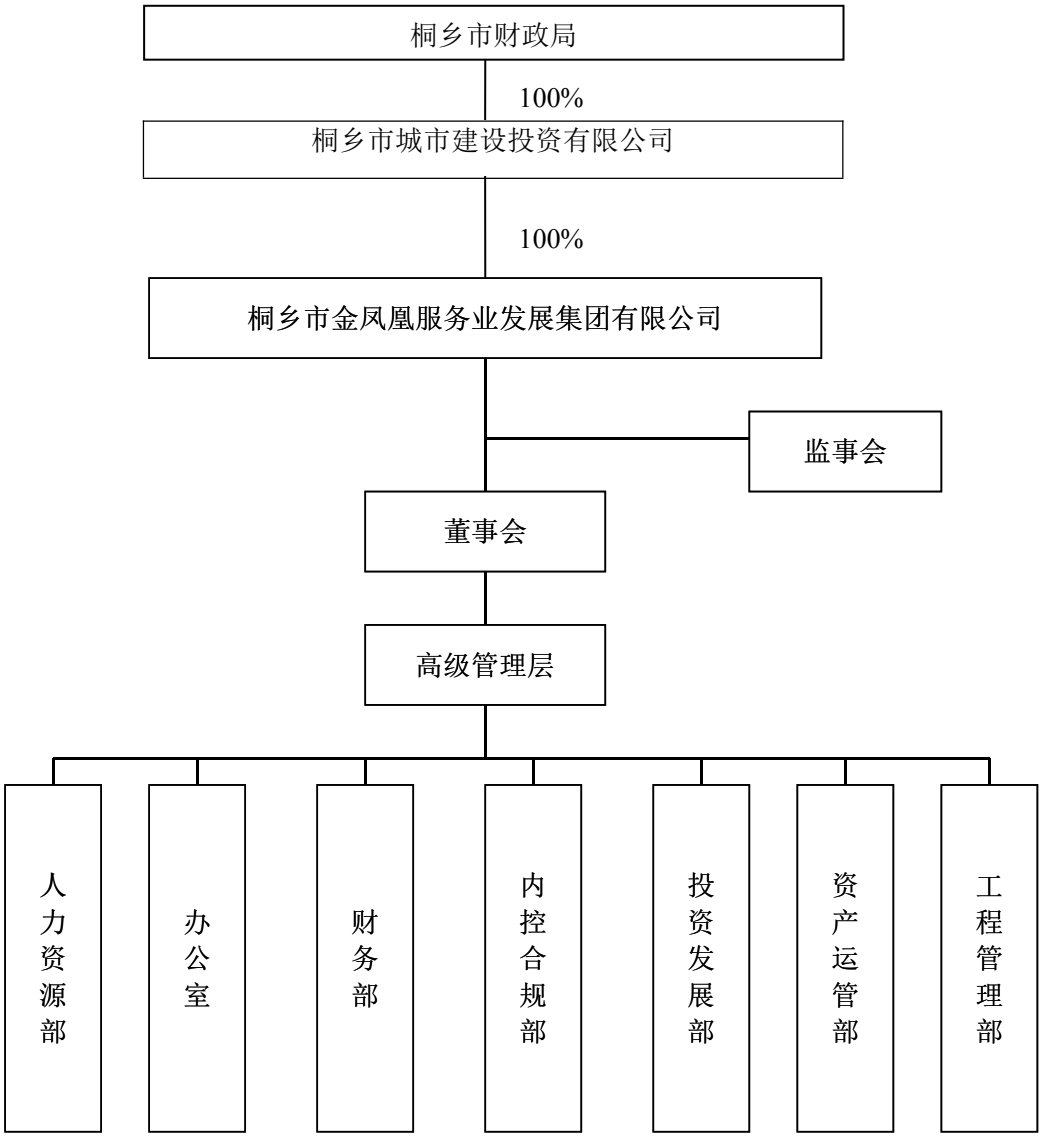
截至跟踪评级日，由联合资信评级的公司存续期内债券“19 金凤凰 MTN001”余额 5.00 亿元。2018 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对待偿付债券总额的覆盖倍数分别为

0.68 倍和 4.74 倍；公司 EBITDA 对待偿付债券总额覆盖倍数较差，公司经营活动现金流入量对待偿付债券总额保障程度较高。公司经营活动现金净流量为负，对该债券不具备保障能力。考虑到公司在当地经济发展中的重要地位，以及当地政府对公司的大力支持，债券到期偿付的安全性很高。

十、结论

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

附件 1　截至 2019 年 7 月 23 日公司股权及组织结构图



附件 2　截至 2019 年 3 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	45.61	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	85.28	7162.55
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%。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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.06	12.79	7.19	13.43
资产总额(亿元)	92.86	106.83	118.29	127.02
所有者权益(亿元)	38.45	41.20	43.75	43.51
短期债务(亿元)	3.42	18.70	19.29	19.75
长期债务(亿元)	28.30	32.95	34.93	42.44
全部债务(亿元)	31.72	51.66	54.22	62.18
营业收入(亿元)	6.55	6.70	11.89	0.97
利润总额(亿元)	1.44	2.54	2.36	-0.22
EBITDA(亿元)	2.43	4.19	3.38	--
经营性净现金流(亿元)	0.33	-1.76	-12.19	0.08
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.42	1.62	3.74	--
存货周转次数(次)	0.13	0.11	0.21	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.11	--
现金收入比(%)	164.91	46.19	125.19	184.48
营业利润率(%)	8.22	22.30	7.87	17.84
总资本收益率(%)	2.99	3.75	3.04	--
净资产收益率(%)	3.91	5.38	5.13	--
长期债务资本化比率(%)	42.40	44.44	44.40	49.37
全部债务资本化比率(%)	45.20	55.63	55.35	58.83
资产负债率(%)	58.60	61.43	63.02	65.74
流动比率(%)	254.30	222.04	240.34	251.41
速动比率(%)	81.42	81.21	56.31	73.54
经营现金流动负债比(%)	1.28	-5.41	-38.87	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.22	1.62	1.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.04	12.33	16.03	--

注：1. 公司 2019 年一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

附件 4　有关计算指标的计算公式

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-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

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 5-2　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 5-3　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