信用等级公告

联合〔2020〕2687 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

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十四日

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
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
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

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 金凤凰 MTN001	5 亿元	5 亿元	2024/04/19
19 金凤凰 MTN002	5 亿元	5 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

评级时间：2020 年 7 月 24 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	a		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			经营分析	3
			企业管理	2
财务风险	F3	现金流	盈利能力	2
			现金流量	2
			资产质量	4
		资本结构		4
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				3

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

评级观点

桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司（以下简称“公司”）是浙江省桐乡市重要的旅游基础设施开发投资和运营主体。跟踪期内，桐乡市经济稳步发展，旅游行业稳定发展，公司持续得到桐乡市政府在财政补助等方面的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务负担持续加重、濮院旅游项目投入规模大且未来效益存在不确定性等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按计划移交，公司整体发展将保持稳定。

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”和“19 金凤凰 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司的外部发展环境良好。**2019 年，桐乡市实现地区生产总值 968.17 亿元，同比增长 7.0%；实现一般公共预算收入 79.65 亿元，同比增长 10.0%；实现旅游总收入 337.8 亿元，同比增长 16.3%。
2. **公司继续获得政府支持。**公司是桐乡市重要的旅游开发投资和运营主体，跟踪期内持续获得了政府在财政补助方面的支持。

关注

1. **公司债务负担持续加重。**跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担持续加重。
2. **项目收益实现存在不确定性。**公司在建的濮院旅游项目投资规模较大，存在较大的投资压力，项目投资的回收周期较长，收益实现存在不确定性。

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

3. **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。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	12.79	7.19	14.61	22.64
资产总额（亿元）	106.83	118.29	146.22	161.85
所有者权益（亿元）	41.20	43.75	49.85	49.36
短期债务（亿元）	18.70	19.29	20.49	19.29
长期债务（亿元）	32.95	34.93	54.74	70.87
全部债务（亿元）	51.66	54.22	75.23	90.16
营业收入（亿元）	6.70	11.89	10.76	0.70
利润总额（亿元）	2.54	2.36	3.05	-0.51
EBITDA(亿元)	4.19	3.38	4.29	--
经营性净现金流（亿元）	-1.76	-12.19	-3.03	1.73
现金收入比（%）	46.19	125.19	70.99	139.18
营业利润率（%）	22.30	7.87	9.07	13.24
净资产收益率（%）	5.38	5.13	5.83	--
资产负债率（%）	61.43	63.02	65.91	69.51
全部债务资本化比率（%）	55.63	55.35	60.15	64.63
流动比率（%）	222.04	240.34	279.61	298.66
速动比率（%）	81.21	56.31	83.06	104.68
经营现金流动负债比（%）	-5.41	-38.87	-9.60	--
现金短期债务比(倍)	0.68	0.37	0.71	1.17
EBITDA 利息倍数(倍)	1.62	1.49	1.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.33	16.03	17.54	--
公司本部				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	61.11	60.46	74.35	83.00
所有者权益（亿元）	26.44	26.06	28.76	28.15
全部债务（亿元）	11.04	16.08	30.53	39.01
营业收入（亿元）	0.46	0.47	0.47	0.09
利润总额（亿元）	-0.68	-0.47	0.02	-0.47
资产负债率（%）	56.72	56.90	61.32	66.09
全部债务资本化比率（%）	29.46	38.15	51.49	58.09
流动比率（%）	125.18	174.42	224.04	240.04
经营现金流动负债比（%）	6.24	-34.24	-57.39	--

注：已将其他应付款中有息债务纳入短期债务核算；2020 年一季度财务数据未经审计

评级历史：

债项名称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 金凤凰 MTN002	AA	AA	稳定	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	2019.07.25	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，符合真实性、准确性和完整性要求。

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
2020 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”）及其存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司经营范围、股权结构及组织架构未发生变动。2020 年 6 月，公司增加注册资本至 7.00 亿元；截至报告出具日已实收到位。截至跟踪报告出具日，桐乡市城市建设投资有限公司（以下简称“桐乡城投”）为公司唯一股东，实际控制人为桐乡市财政局。

截至 2020 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）；有纳入合并范围的子公司 11 家（详见附件 1—2）。

截至 2019 年底，公司资产总额 146.22 亿元，所有者权益 49.85 亿元（其中少数股东权益 3.48 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 10.76 亿元，利润总额 3.05 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 161.85 亿元，所有者权益 49.36 亿元（其中少数股东权益 3.48 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.70 亿元，利润总额-0.51 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。

三、存续债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪评级日，联合资信所评公司存续债券为“19 金凤凰 MTN001”和“19 金凤凰 MTN002”，债券余额合计 10.00 亿元，期限均为 3+2 年，在债券存续期第 3 个计息年度末，设有公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“19 金凤凰 MTN001”和“19 金凤凰 MTN002”按年付息，到期一次还本。跟踪期内，公司已按时足额支付“19 金凤凰 MTN001”当期利息，“19 金凤凰 MTN002”尚未到利息支付日。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
19 金凤凰 MTN001	5.00	2019/04/19	3+2	5.14
19 金凤凰 MTN002	5.00	2019/08/28	3+2	4.88

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2020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. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首

次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016－2017 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数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下

降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准

1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，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。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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我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我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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，并建立了以一般债券和专项债券为主的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，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，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基础上，政府持续加大在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，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。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。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
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 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
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

资源来源：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影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我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，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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。

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一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、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

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。

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，旅游业的发展首次被纳入国家重点专项规划，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。

经文化和旅游部批准，中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心）受权发布《2019 年旅游市场基本情况》。2019 年，旅游经济继续保持高于 GDP 增速的较快增长态势。国内旅游市场和出境旅游市场稳步增长，入境旅游市场基础更加稳固。全年，国内旅游人数 60.06 亿人次，比上年同期增长 8.4%；入出境旅游总人数 3.0 亿人次，同比增长 3.1%；全年实现旅游总收入 6.63 万亿元，同比增长 11%。旅游业对 GDP 的综合贡献为 10.94 万亿元，占 GDP 总量的 11.05%。旅游直接就业 2825 万人，旅游直接和间接就业 7987 万人，占全国就业总人口的 10.31%。

（2）政策环境

跟踪期内，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。同时，为提高行业整体服务质量，主管部门实施了一系列监管措施，规范各业态发展。

中国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。

2019 年，在旅游行业蓬勃发展的同时，为

了提升各业态服务品质，国家和地方均出台了新政并实施了强监管。对于酒店行业，自高星级酒店发生“抹布擦杯子”等一系列卫生事件之后，行业也陷入了卫生信任危机。在此情况下，文旅部多次暗访调查，2019 年 2 月、4 月、8 月，文旅部公布了针对高星级酒店的暗访调查结果，全国 20 家五星级饭店被摘星，其中包括北京长安大饭店、重庆希尔顿等知名酒店，此外 26 家饭店或被责令要求整改。从文化和旅游部到行业协会，都在加强酒店卫生、服务质量方面的建设。2019 年 7 月 19 日，文化和旅游部官网发布公告，宣布新版《旅游民宿基本要求与评价》已经通过批准，其中新版民宿标准中，还首次对民宿建立了评星机制，同时加强了对民宿行业卫生、安全、消防等方面的要求，对于有私设摄像头侵犯游客隐私等行为的，还将取消该旅游民宿的评定星级。2019 年 10 月 8 日，文旅部就《在线旅游经营服务管理暂行规定（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）面向社会公开征求意见。根据《征求意见稿》，中国拟禁止在线旅游经营者（OTA）利用大数据进行“价格歧视”、进行虚假预订，或者替代、强制旅游者对平台上的产品服务做出评价等行为。

（3）疫情对旅游行业的影响

疫情防控期内，居民出行意愿大幅降低，旅游行业需求端已受到明显冲击，考虑到本次疫情的预计持续时间及需求复苏存在滞后，景区类、酒店类、餐饮类企业全年经营业绩下滑的可能性很大。中长期看，旅游行业仍将在疫情结束后迎来需求的反弹。

2020 年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，旅游业中多种业态进入“停摆”状态。旅游平台经历了前所未见的千万级的“退单潮”，酒店业不仅面临现金流的收缩，还承受着巨大的资金压力，包括房租成本、企业间的应收账款风险以及人力成本。在境外疫情持续蔓延影响下，许多国家采取限制入境、减少人员流动等非常措施，对国内旅游市场冲击持续加剧。

疫情在全球范围内的流行和控制，运力的减少或暂停，不只是切断了人们出游的可能性。叠加人们对未来旅行安全的疑惑和担忧，以及经济波动对收入的影响，都会对年内的旅游消费产生抑制。中国旅游研究院测算，受疫情影响，2020 年一季度及全年，国内旅游人次将分别下降 56%和 15.5%，国内旅游收入分别下降 69%和 20.6%；预计全年同比减少旅游人次 9.32 亿，减收达 1.18 万亿元。

针对文旅行业面临的实际困难，从国家到地方政府都陆续推出了相关补贴和扶持政策。国家层面发布了《关于积极应对疫情影响保持导游队伍稳定相关工作事项的通知》《关于暂退部分旅游服务质量保证金支持旅行社应对经营困难的通知》《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》等政策，各地也分别围绕资金支持、金融扶持、税费优惠、社会保障、物业租金等多个方面对涉旅企业给予帮助。平台方之间、品牌方与加盟商、行业之间的互助增加。飞猪、去哪儿、同程艺龙、马蜂窝等平台企业均采取不同措施扶持上游供应商。首旅如家、锦江、华住、开元、亚朵等在内的多家连锁酒店集团也推出并实施了针对加盟商、合作伙伴的加盟管理费减免政策；锦江国际筹措 35 亿资金，支持旗下存在流动性困难的酒店渡过难关。

根据国家文旅部发布的数据，2020年5月1日－5日，全国共计接待国内游客1.15亿人次，实现国内旅游收入475.6亿元。2019年“五一”假期的数据则是1.95亿人次和1176.7亿元。与去年相比，今年“五一”假期出游人次近六成，旅游收入约四成，虽然还有差距，但可以看出明显的复苏迹象。出于安全和舒适的考虑，游客们对高端星级酒店的选择意向更加明显。携程发布的《“五一”旅游市场复苏大数据报告》显示，在携程的酒店预售中，5星级酒店的间夜占比达到了50%，选择1000元以上酒店产品的订单比例也在全部订单中占比最高。

3. 区域经济环境

跟踪期内，桐乡市经济稳步发展，一般公共预算收入持续增长，公司的外部发展环境良好。

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 2019 年工信部发布的县域经济 100 强榜单中，桐乡市位列第 38 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。

根据《2019 年桐乡市国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，桐乡市实现地区生产总值 968.17 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.0%，其中：第一产业增加值 23.51 亿元，增长 2.1%；第二产业增加值 510.50 亿元，增长 7.0%；第三产业增加值 434.15 亿元，增长 7.3%。三次产业结构比例为由上年的 2.4：52.3：45.3 变为 2.4：52.7：44.8，按户籍人口计算人均生产总值 137721 元，比上年增长 6.5%，按平均汇率计算折合约为 19964 美元。

农业方面，2019年，桐乡市农林牧渔业总产值39.60亿元，按可比价计算比上年增长2.4%，其中种植业20.89亿元，比上年增长3.0%，林业0.21亿元，比上年增长3.4%，牧业10.26亿元，比上年增长0.1%，渔业4.00亿元，比上年增长0.7%。农林牧渔服务业4.25亿元，比上年增长5.5%。全年生猪饲养量16.1万头，湖羊饲养量41.4万头，家禽饲养量544.9万羽。2019年，桐乡市成功入围2019年省级乡村振兴产业发展示范建设县，入选全国首批乡村治理体系建设试点县。

固定资产投资方面，2019年，桐乡市完成固定资产投资440.14亿元，同比增长11.4%。分产业看，农业投资0.62亿元，同比下降39.6%，工业投资157.89亿元，同比增长14.3%。服务业投资281.64亿元，同比增长10.1%。2019年，桐乡市完成房地产开发投资174.67亿元，同比下降0.4%；施工面积924.64万平方米，同比增长6.7%；竣工面积150.06万平方米，同比下降17.0%。2019年，桐乡市商品房销售面积162.33万平方米，同比增长5.4%，商品房销售额215.69亿元，同比增长6.0%，其中：住宅销售面积133.10万平方米，同比增长4.0%，住宅销售额190.59亿元，同比增长5.5%。

旅游方面，2019年，桐乡市成功创建浙江省全域旅游示范市，入选中国县域旅游竞争力百强榜。截至2019年底，全市共有A级旅游景区（点）24个，其中国家5A级景区1个。2019年，桐乡市各旅游景点全年共接待国内外游客2635.2万人次，比上年增长14.2%，其中境外游客18.47万人次；实现旅游总收入337.8亿元，比上年增长16.3%，其中外汇收入15850.2万美元。截至2019年底，桐乡市共有旅行社36家（含7家分社），星级宾馆7家，其中四星级以上6家，星级宾馆客房总数1757间。

财政收支方面，2019 年，桐乡市实现一般公共预算收入 79.65 亿元，比上年增长 10.0%。其中税收收入 71.95 亿元，比上年增长 7.3%，占一般公共预算收入比重达 90.3%。一般公共预算支出 100.72 亿元，比上年增长 37.4%。桐乡市财政自给率为 79.08%，较 2018 年有所下降。2019 年，桐乡市实现政府性基金收入 111.53 亿元，比上年下降 22.3%，系土地出让收入有所下降。

截至 2019 年底，桐乡市地方政府债务余额 152.37 亿元，其中一般债务 78.98 亿元，专项债务 73.38 亿元。

根据《桐乡市 2020 年 1－5 月财政收支预算执行概况》2020 年 1－5 月，桐乡市规上工业实现总产值 610.07 亿元，同比下降 12.7%；完成固定资产投资 152.03 亿元，同比增长 2.2%，为开年以来首次实现累计增长。分行业看，完成工业投资 61.01 亿元，同比增加 9.5%；服务业投资 91.02 亿元，同比下降 1.8%；完成一般公共预算收入 44.54 亿元，同比增长 7.0%。一般公共预算支出 41.42 亿元，同比增长 13.1%。

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投资开发、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。

跟踪期内，桐乡市政府在政府补贴方面持续给予公司支持。2019 年，公司收到政府各项财政补助 826.94 万元，计入“其他收益”和“营业外收入”。

根据《企业信用报告（自主查询版）》（机构信用代码：G1033048300176750R），截至2020年7月22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，公司董事会成员结构发生变更，监事会主席发生变更，其余法人治理体系、管理架构和管理制度等无重大变化。

跟踪期内，公司修订了公司章程，对董事会构成及成员进行了调整，董事会由6人变为4人，其中股东委派3人，通过职工代表大会选举1人。同时任命姚娟雯女士为公司新的监事会主席。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入有所下降，收入仍以农产品销售和土地整理为主，综合毛利率受商品房售价上升影响有所增长。

2019 年，公司实现营业收入 10.76 亿元，同比下降 9.48%，主要由于农产品销售及土地整理业务收入有所下降。

2019 年，公司实现农产品销售收入 3.44 亿元，同比下降 20.15%，主要由于非洲猪瘟影响导致猪肉销量下降。2019 年，公司实现土地整理收入 3.34 亿元，同比下降 17.58%，主要系土地移交面积下降。2019 年，公司房地产开发收入 2.91 亿元，同比增长 1.49%。公司其他业务收入来自房屋租赁、农贸市场经营等业务，收入规模小，在营业收入中占比不大。

2019 年，公司农产品销售业务公益性较强，毛利率很低；受利息费用增加影响，公司土地整理毛利率由正转负，下降至-0.15%；受商品房销售价格上涨影响，公司房地产开发业务毛利率上升至 35.11%；公司房屋租赁毛利率大幅上升至 93.83%，主要系成本核算方法变更。受上述因素影响，2019 年，公司综合毛利率上升至 14.27%。

2020年1—3月，公司实现营业收入0.70亿元，相当于2019年全年的6.48%，收入主要来自农产品销售业务。公司主营业务综合毛利率为14.12%。

表4 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018年			2019年			2020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	43132.51	36.27	0.00	34443.39	32.00	0.00	5716.00	83.49	0.00
土地整理	40546.57	34.09	3.70	33418.91	31.05	-0.15	0.00	0.00	--
房地产开发	28647.24	24.09	25.12	29073.73	27.01	35.11	0.00	0.00	--
房屋租赁	4317.11	3.63	31.48	4398.29	4.09	93.83	566.92	8.28	84.88
农贸市场经营	1315.08	1.11	46.63	1411.02	1.31	54.50	563.81	8.23	84.88
其他	964.50	0.81	24.88	4899.37	4.55	6.36	126.43	0.00	--
合计	**118923.01**	**100.00**	**9.17**	**107644.71**	**100.00**	**14.27**	**6973.16**	**100.00**	**14.12**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地整理

公司受桐乡市人民政府委托进行濮院镇区域的土地整理，区域内土地已全部整理完毕。跟踪期内，公司保持一定规模的土地移交，剩余待移交土地面积较大。

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 3360 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）”，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，计划总投资43.29亿元。截至2020年3月底，区域内土地大部分整理完毕，已经投资46.31亿元。2019年，公司移交土地面积156.6亩，相应结转成本3.35亿元；截至2020年3月底，公司累计移交土地面积622.6亩，累计实现土地整理收入12.87亿元，尚有3.56亿元未回款。

截至2020年3月底，该区域尚有2737.4亩土地未移交。根据该区域目前的整体规划，1277亩核心景区项目（已移交622.6亩）今后将陆续完成移交，34亩紫金路商业街项目、808亩生态小镇生活居住区项目、489亩时尚文化创意区项目及752亩预留发展区项目今后将陆续完成移交。

（2）房地产开发

公司已完工的安置房项目已基本销售完毕，在建项目主要为商品房项目，未来存在一定的资金支出压力。

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、二期）项目总占地面积

[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。

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 17.97 万平方米，2015 年开售，截至 2020 年 3 月底已售面积为 16.12 万平方米，累计销售额约 11.78 亿元。项目剩余可出售面积 1.85 万平方米。

公司在建的保障房项目为滨河花苑三期项目（余房可市场化销售），该项目从 2017 年 8 月开始建设，2020 年 5 月底，项目已经完工。项目计划总投资 3.69 亿元，截至 2020 年 3 月底已投资 2.90 亿元。截至 2020 年 3 月底，已经销售面积 3.06 万平方米，销售金额 4.77 亿元，剩余可出售面积为 2.94 万平方米。

公司在建的商品房项目为翔云苑和杏林苑，其中翔云苑计划总投 9.18 亿元，总建筑面积 11.88 万平方米，共有 13 幢住宅单体，住宅总户数 607 户，已开始预售；杏林苑计划总投 12.42 亿元，总建筑面积 12.96 万平方米。

公司在建的房地产项目总投资 25.29 亿元，已投资 11.33 亿元，未来存在一定的资金支出压力。此外，公司仍有其他房地产项目开发计划，目前土地已经拍下，但由于项目建设内容未确认，仍未开工。

表 5　截至 2020 年 3 月底公司在建房地产项目未来投资计划（单位：万元）

项目名称	计划总投资	类别	建设工期	截至2020年3月底已投	未来投资计划		资金来源
					2020年4－12月	2021年	
滨河花苑三期	36862.00	保障房	2018年－2020年	28965.00	7897.00	0.00	自筹
祥云苑	91799.00	商品房	2019年－2021年	49655.00	26748.00	15396.00	自筹
杏林苑	124200.00	商品房	2019年－2021年	34683.00	46722.00	42795.00	自筹
合计	**252861.00**	--	--	**113303.00**	**81367.00**	**58191.00**	--

资料来源：公司提供

（3）农产品销售业务

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，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 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；公司下游主要为农贸市场销售商，客户集中度一般。

2019 年，公司实现农产品销售业务收入 3.44 亿元，同比下降 20.15%，受非洲猪瘟影响，猪肉供应和销售量均有所下降。2020 年 1—3 月，公司实现农产品销售收入 0.57 亿元。

截至 2020 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，计划总投资 1.44 亿元，截至 2020 年 3 月底已投资 0.30 亿元。屠宰中心总建筑面积 3.12 万平方米，预计

2021 年完工，预计年屠宰生猪能力达 50 万头。

（4）租赁业务

公司租赁业务包括房屋租赁和农贸市场经营业务。跟踪期内，公司租赁业务毛利率大幅上升，仍保持较高的出租率。

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 5.08 万平米商铺对外出租。金汇公司名下共 6.89 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。2019 年，除金汇公司名下商铺闲置 0.08 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。

2019 年及 2020 年 1—3 月，公司房屋租赁业务分别实现收入 4398.29 万元和 566.92 万元，毛利率分别为 93.83%和 84.88%。公司 2019 年变更房屋租赁成本核算方法，对于投资性房地产计量方法由成本法变为公允价值法，不再计提折旧，导致毛利率上升。

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 2020 年 3 月底，公司拥有农贸市场 8 个、家私市场 1 个，全部为政府划转。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 2020 年 3 月底，8 个农贸市场和 1 个家私市场拥有摊位共计 4768.7 米，营业房 1450 间。公司摊位平均出租率为 92%。

2019 年及 2020 年 1—3 月，公司农贸市场经营分别实现收入 1411.02 万元和 563.81 万元，毛利率分别为 54.50%和 65.63%。

公司在建的农贸市场项目为屠甸集贸市场搬迁项目，预计总投资 2.19 亿元，总建筑面积 3.52 万平方米，包含部分住宅，未来仍需投资 1.91 亿元。

表 6　截至 2020 年 3 月底公司在建农贸市场项目未来投资计划（单位：万元）

项目名称	计划总投资	建设内容	建设工期	截至2020年3月底已投	未来投资计划			资金来源
					2020年4—12月	2021年	2022年	
屠甸集贸市场搬迁项目	21900.00	住宅 集贸市场	2019 年-2021 年	2823.00	15000.00	4077.00	0.00	自筹

资料来源：公司提供

（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，收益回收周期长，收益不确定性较大。

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”）和北京中景旅游投资基金管理有限公司（以下简称“北京中景旅”）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。

表7 截至2020年3月底公司自营项目未来投资计划（单位：万元）

项目名称	计划总投资	建设内容	建设工期	截至2020年3月底已投	未来投资计划			资金来源
					2020年4—12月	2021年	2022年	
濮院旅游核心景区	713964.00	拿地、景点建设	2016年—2022年	258643.00	61189.00	150000.00	243668.00	自筹

资料来源：公司提供

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 1277 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 2020 年 3 月底，该项目已投资 25.86 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。

3. 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 2019 年度财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围内的子公司 11 家。跟踪期内，公司合并范围无变化，财务数据的可比性强。公司调整了相关会计政策，自 2019 年起将投资性房地产由成本计量变更为公允价值计量。

截至 2019 年底，公司资产总额 146.22 亿元，所有者权益 49.85 亿元（其中少数股东权益 3.48 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 10.76 亿元，利润总额 3.05 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 161.85 亿元，所有者权益 49.36 亿元（其中少数股东权益 3.48 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.70 亿元，利润总额-0.51 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产中开发成本占比较高，变现时间存在不确定性。公司资产流动性和资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 146.22 亿元，较 2018 年底增长 23.61%。2019 年底，公司资产中流动资产和非流动资产分别占比 60.26%和 39.74%，公司资产仍以流动资产为主，主要构成见下表。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.19	6.08	14.61	9.99	22.64	13.99
应收账款	1.58	1.33	3.56	2.43	0.04	0.02
其他应收款	7.62	6.44	5.70	3.90	7.92	4.89
存货	57.70	48.78	61.94	42.36	62.59	38.67
流动资产	**75.36**	**63.70**	**88.12**	**60.26**	**96.37**	**59.54**
长期股权投资	18.98	16.05	22.42	15.33	22.41	13.85
投资性房地产	4.95	4.19	12.38	8.47	12.28	7.59
在建工程	11.17	9.45	18.53	12.68	26.03	16.08
非流动资产	**42.94**	**36.30**	**58.10**	**39.74**	**65.49**	**40.46**
资产总额	**118.29**	**100.00**	**146.22**	**100.00**	**161.85**	**100.00**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2019 年底，公司流动资产 88.12 亿元，较 2018 年底增长 16.93%，主要系货币资金和存货有所增长；从构成上看，公司流动资产主要由货币资金和存货构成。

2019 年底，公司货币资金 14.61 亿元，较 2018 年底增长 103.15%，主要系公司扩大对外融资规模。2019 年底，公司货币资金主要为银行存款。

2019 年底，公司应收账款 3.56 亿元，较 2018 年底增长 125.47%，其中应收濮院镇人民政府的业务款项 3.56 亿元，占应收账款的 99.98%。

2019 年底，公司其他应收款 5.70 亿元，较 2018 年底下降 25.27%，主要系公司与桐乡市财政局往来款规模有所下降。从构成看，其他应收款主要为应收桐乡市财政局的往来款，占比 89.49%，账龄 3~4 年。

2019 年底，公司存货 61.94 亿元，较 2018 年底增长 7.35%，系公司开发成本（旅游项目开发）增加。从构成上看，公司存货包括旅游项目土地整理开发成本 36.37 亿元和房地产开发成本 24.87 亿元。

2019 年底，公司非流动资产 58.10 亿元，较 2018 年底增长 35.32%，主要系会计政策变更导致投资性房地产增长及项目推进导致在建工程增长；从构成上看，公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和在建工程构成。

2019 年底，公司长期股权投资 22.42 亿元，较 2018 年底增长 18.07%，主要来自公司投资收益的增长。公司主要投资对象为联营企业乌镇旅游公司（持股 34.00%），其主要从事乌镇东西栅景区的旅游开发和管理。

2019 年底，公司投资性房地产 12.38 亿元，受公司会计政策变更及公允价值变动影响，较 2018 年底增长 149.99%。

2019 年底，公司在建工程 18.53 亿元，较 2018 年底增长 65.89%，主要系濮院旅游综合开发项目持续推进。

2020 年 3 月底，公司资产总额 161.85 亿元，较 2019 年底增长 10.69%，主要系公司融资规模增长和项目建设进度的持续推进导致货币资金和在建工程增长，其他资产构成较 2019 年底变化不大。

截至 2020 年 3 月底，公司受限资产账面价值 7.78 亿元，受限比例 4.81%，主要为受限的土地使用权和房产。

3. 负债及所有者权益

得益于会计政策调整及收益留存增加，公司所有者权益有所增长；同期，公司债务规模大幅增长，以长期债务为主，整体债务负担较

重。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 49.85 亿元，较 2018 年增长 13.95%，主要来自未分配利润增长。从构成上看，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，2019 年底分别占所有者权益的 12.04%、47.03%和 33.66%。2019 年底，公司未分配利润 16.78 亿元，较 2018 年底增长 56.67%，主要为会计政策变更及收益留存所致。实收资本和资本公积较 2018 年底变化不大，公司所有者权益结构稳定性较强。

2020 年 3 月底，公司所有者权益 49.36 亿元，较 2019 年底变化不大。

负债

2019 年底，公司负债规模 96.37 亿元，较 2018 年底增长 29.28%，主要系公司融资规模增长。其中，流动负债占 32.70%，非流动负债占 67.30%，负债结构仍以非流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债 31.52 亿元，较 2018 年底变化不大。公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2019 年底，公司短期借款 5.79 亿元，较 2018 年底增长 223.46%，其中抵押借款 1.09 亿元（抵押房地产）、保证借款 2.20 亿元、信用借款 2.50 亿元。

2019 年底，公司其他应付款 10.34 亿元，较 2018 年底下降 15.62%，主要系公司往来款和借款规模下降。从构成看，公司其他应付款主要为应付桐乡市城市建设投资有限公司的借款 7.70 亿元，其余部分主要为往来款。

2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 7.00 亿元，较 2018 年底下降 20.05%，均为一年内到期的长期借款。

2019 年底，公司非流动负债 64.86 亿元，较 2018 年底增长 50.16%。2019 年底，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

2019 年底，公司长期借款 30.51 亿元，较 2018 年底增长 47.76%，其中质押借款 21.00 亿元、保证借款 8.90 亿元、信用借款 0.61 亿元。

2019 年底，公司应付债券 24.24 亿元，较 2018 年底增长 69.66%，主要系公司发行“19 金凤凰 MTN001”和“19 金凤凰 MTN002”。

2019 年底，公司长期应付款 8.98 亿元，较 2018 年底增加 0.74 亿元，系公司新增政府无息借款。

2019 年底，公司全部债务 75.23 亿元，较 2018 年底增长 38.74%，其中短期债务占 27.24%，长期债务占 72.76%。

从债务指标看，受公司融资规模扩大影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率均有所上升，2019 年底分别为 65.91%、60.15%和 52.34%。

表9　公司有息债务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年3月
短期债务	19.29	20.49	19.29
长期债务	34.93	54.74	70.87
全部债务	54.22	75.23	90.16
资产负债率	63.02	65.91	69.51
全部债务资本化比率	55.35	60.15	64.63
长期债务资本化比率	44.40	52.34	58.95

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2020 年 3 月底，公司负债总额 112.50 亿元，较 2019 年底增长 16.73%，主要来自长期借款和应付债券的增长。2020 年 3 月底，公司长期借款 39.65 亿元，较 2019 年底增长 29.99%；应付债券 31.22 亿元，较 2019 年底增长 28.81%，主要系公司发行 7.00 亿元“20 金凤 01”。

2020 年 3 月底，公司全部债务 90.16 亿元，较 2019 年底增长 19.85%，其中长期债务占比进一步上升至 78.61%，短期债务占 21.39%。2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.51%、64.63%和 58.95%，较 2019 年底分别增加 3.60 个、4.48 个、6.61 个百分点。公司债务负担持续加重。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，利润总额有所上升，投资收益对公司利润的贡献大。

2019 年，公司实现营业收入 10.76 亿元，同比下降 9.48%，公司农产品销售及土地整理业务收入均有所下降。2019 年，公司营业成本为 9.23 亿元，同比下降 14.57%；同期，公司营业利润率为 9.07%，同比上升 1.20 个百分点。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	11.89	10.76
投资收益	2.57	3.40
其他收益	0.06	0.08
利润总额	2.36	3.05
营业利润率	7.87	9.07
总资本收益率	3.04	3.09
净资产收益率	5.13	5.83

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年，公司期间费用为 1.51 亿元，占营业收入比重由 11.49%上升至 14.06%。

2019 年，公司取得政府各项补贴收入 0.08 亿元；公司实现投资收益 3.40 亿元，主要来自公司联营企业乌镇旅游公司的投资收益。同期，公司利润总额 3.05 亿元，投资收益对公司利润的贡献很大。

从盈利指标来看，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均小幅上升，2019 年三项指标分别为 9.07%、3.09%和 5.83%。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.70 亿元，营业利润率为 13.24%，利润总额-0.51 亿元。

5. 现金流

跟踪期内，受濮院镇人民政府资金拨付进度影响，公司收入实现质量有所下滑；公司经营活动现金流入和流出量均有所下降，经营活动净流出规模大幅收窄；公司投资活动仍呈净流出态势；考虑未来公司项目建设持续投入和债务偿还资金需求，公司存在较大的筹资压力。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入量 12.89 亿元，同比下降 45.62%，主要受土地整理收入下降和濮院镇人民政府拨付进度影响，公司土地整理业务回款减少。2019 年，公司现金收入比下降至 70.99%，收入实现质量一般。2019 年，公司收到其他与经营活动有关的现金 5.25 亿元，主要为公司收到的往来款。经营活动流出主要为公司保障房和商品房项目的支出。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额-3.03 亿元。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	23.70	12.89
经营活动现金流出量	35.89	15.92
经营活动现金流净额	-12.19	-3.03
投资活动现金流净额	-6.06	-7.06
筹资活动现金流净额	12.74	17.51
现金收入比	125.19	70.99

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2019 年公司收到和支付其他与投资活动有关现金 83.30 亿元和 83.38 亿元，主要为银行理财产品的购买和赎回。2019 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 7.07 亿元，主要为濮院旅游综合开发项目的建设支出。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-7.06 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 40.76 亿元，主要为取得借款收到的现金。2019 年，公司筹资活动现金流出 23.26 亿元，主要系偿还债务本息支出的现金。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 17.51 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 1.73 亿元，现金收入比为 139.18%；公司投资活动现金流量净额-7.19 亿元；筹资活动现金流净额 13.48 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力指

标尚可，考虑到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大，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，2019 年，公司流动比率和速动比率均有所上升，2019 年底分别为 279.61%和 83.06%，较 2018 年底分别上升 39.27 个和 26.75 个百分点。2020 年 3 月底，公司流动比率及速动比率进一步上升至 298.66%和 104.68%。2019 年，公司经营现金流动负债比为负，经营活动净现金流对流动负债无保障能力。2020 年 3 月底，公司现金类资产为 22.64 亿元，相当于同期短期债务的 1.17 倍。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2019 年，公司 EBITDA 为 4.29 亿元；全部债务/EBITDA 为 17.54 倍，EBITDA 利息倍数为 1.59 倍。公司长期偿债能力指标尚可。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 3.10 亿元，担保比率 6.28%。被担保方主要为当地国资公司，且目前均经营正常，公司或有负债风险不大。

截至 2020 年 3 月底，公司获得银行授信总额 90.39 亿元，尚未使用额度为 39.65 亿元，公司融资渠道较畅通。

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，债务负担较重。

截至 2019 年底，母公司资产总额 74.35 亿元，较 2018 年底增长 22.98%。其中，流动资产为 44.69 亿元，非流动资产 29.65 亿元；从构成看，流动资产主要为存货，非流动资产主要为长期股权投资和投资性房地产。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 28.76 亿元，较 2018 年底增长 10.36%。其中，实收资本 6.00 亿元，资本公积 22.35 亿元，母公司所有者权益以资本公积为主，所有者权益稳定性较强。

截至 2019 年底，母公司负债规模 45.59 亿元，较 2018 年底增长 32.54%，主要为非流动负债；其中，流动负债主要为短期借款和其他应付款，非流动负债主要为应付债券。2019 年底，母公司资产负债率为 61.32%，较 2018 年底上升 4.42 个百分点，整体债务负担较重。

2019年，母公司实现营业收入为0.47亿元，利润总额为0.02亿元。

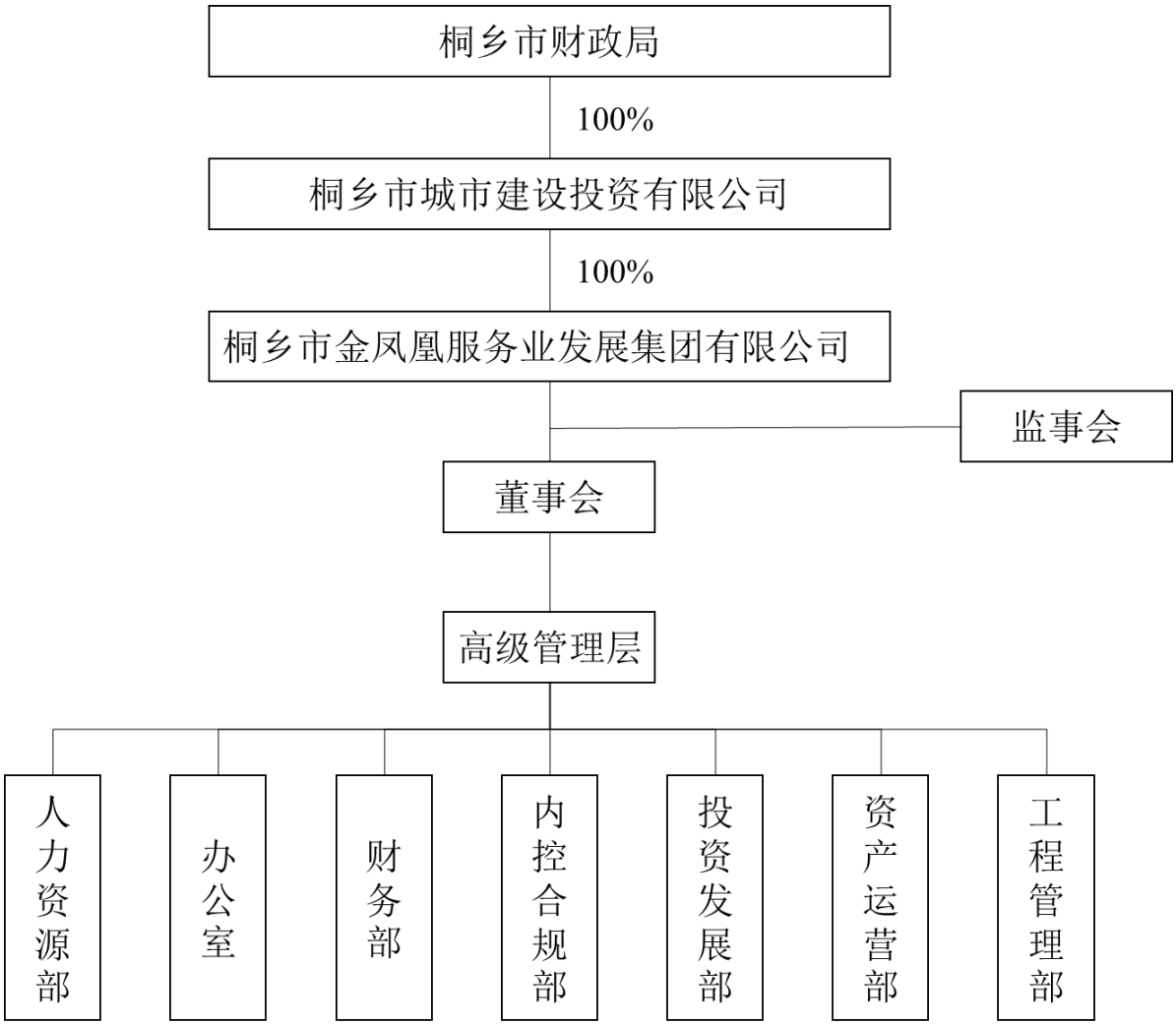
十、跟踪评级债券偿还能力分析

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券“19 金凤凰 MTN001”和“19 金凤凰 MTN002”余额合计 10.00 亿元。2019 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续债券余额的覆盖倍数分别为 0.43 倍和 1.29 倍，公司经营活动现金流入量对存续债券的覆盖倍数尚可。

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 2020 年 3 月底公司股权及组织结构图



附件 1-2　截至 2020 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	45.61	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	85.28	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

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
资料来源：公司审计报告

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.79	7.19	14.61	22.64
资产总额(亿元)	106.83	118.29	146.22	161.85
所有者权益(亿元)	41.20	43.75	49.85	49.36
短期债务(亿元)	18.70	19.29	20.49	19.29
长期债务(亿元)	32.95	34.93	54.74	70.87
全部债务(亿元)	51.66	54.22	75.23	90.16
营业收入(亿元)	6.70	11.89	10.76	0.70
利润总额(亿元)	2.54	2.36	3.05	-0.51
EBITDA(亿元)	4.19	3.38	4.29	--
经营性净现金流(亿元)	-1.76	-12.19	-3.03	1.73
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.62	3.74	4.19	--
存货周转次数(次)	0.11	0.21	0.15	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.11	0.08	--
现金收入比(%)	46.19	125.19	70.99	139.18
营业利润率(%)	22.30	7.87	9.07	13.24
总资本收益率(%)	3.75	3.04	3.09	--
净资产收益率(%)	5.38	5.13	5.83	--
长期债务资本化比率(%)	44.44	44.40	52.34	58.95
全部债务资本化比率(%)	55.63	55.35	60.15	64.63
资产负债率(%)	61.43	63.02	65.91	69.51
流动比率(%)	222.04	240.34	279.61	298.66
速动比率(%)	81.21	56.31	83.06	104.68
经营现金流动负债比(%)	-5.41	-38.87	-9.60	--
现金短期债务比(倍)	0.68	0.37	0.71	1.17
EBITDA 利息倍数(倍)	1.62	1.49	1.59	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.33	16.03	17.54	--

注：已将其他应付款中有息债务纳入短期债务核算；2020 年一季度财务数据未经审计

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.56	1.34	1.64	6.04
资产总额(亿元)	61.11	60.46	74.35	83.00
所有者权益(亿元)	26.44	26.06	28.76	28.15
短期债务(亿元)	6.09	1.79	5.79	7.29
长期债务(亿元)	4.95	14.29	24.74	31.72
全部债务(亿元)	11.04	16.08	30.53	39.01
营业收入(亿元)	0.46	0.47	0.47	0.09
利润总额(亿元)	-0.68	-0.47	0.02	-0.47
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	1.85	-6.89	-11.45	-3.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1840.74	1477.04	1434.43	--
存货周转次数(次)	27.32	28.23	20.76	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	82.79	92.26	97.59	92.80
营业利润率(%)	29.20	32.34	66.35	77.48
总资本收益率(%)	0.98	1.17	1.60	--
净资产收益率(%)	-2.57	-1.81	0.03	--
长期债务资本化比率(%)	15.78	35.41	46.24	52.98
全部债务资本化比率(%)	29.46	38.15	51.49	58.09
资产负债率(%)	56.72	56.90	61.32	66.09
流动比率(%)	125.18	174.42	224.04	240.04
速动比率(%)	125.14	174.38	224.03	240.00
经营现金流动负债比(%)	6.24	-34.24	-57.39	--
现金短期债务比(倍)	0.75	0.75	0.28	0.83
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：未获取计算公司 EBITDA 相关数据；2020 年一季度财务数据未经审计

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-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/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

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。

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　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