

信用等级公告

联合[2018] 1284 号

联合资信评估有限公司通过对溧阳市城市建设发展有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持溧阳市城市建设发展有限公司主体长期信用等级为 AA，“11 溧城发债”信用等级为 AA⁺，“13 溧城发债/PR 溧城发”、“17 溧阳城建 MTN001”及“17 溧阳城建 MTN002”的信用等级为 AA，“18 溧阳城建 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十五日



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
网址：www.lhratings.com

溧阳市城市建设发展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

债券名称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
11 溧城发债	4.00	2018/11/8	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
13 溧城发债/ PR 溧城发	4.80	2020/3/8	--	AA	AA
17 溧阳城建 MTN001	5.00	2020/2/13	--	AA	AA
17 溧阳城建 MTN002	3.00	2020/5/5	--	AA	AA
18 溧阳城建 CP001	5.00	2019/6/8	--	A-1	A-1

跟踪评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

评级时间: 2018年6月25日

财务数据

项目	2015年	2016年	2017年	18年3月
现金类资产(亿元)	35.62	34.97	39.35	31.50
资产总额(亿元)	312.94	381.73	412.50	439.80
所有者权益(亿元)	107.82	109.33	123.89	123.02
短期债务(亿元)	42.52	40.96	37.15	28.28
长期债务(亿元)	61.71	79.29	117.64	119.06
全部债务(亿元)	104.23	120.25	154.79	147.34
营业收入(亿元)	11.09	13.15	13.46	2.31
利润总额(亿元)	0.93	1.32	2.74	-0.87
EBITDA(亿元)	4.39	5.90	8.43	--
经营性净现金流(亿元)	-17.01	13.12	3.22	1.26
营业利润率(%)	-2.41	4.70	9.51	13.39
净资产收益率(%)	0.86	1.20	1.70	--
资产负债率(%)	65.55	71.36	69.97	72.03
全部债务资本化比率(%)	49.15	52.38	55.54	54.50
流动比率(%)	201.21	156.89	187.63	175.55
经营现金流流动负债比(%)	-12.78	7.23	1.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.74	20.39	18.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.53	0.78	0.94	--

注: 1. 2018年一季度财务数据未经审计;

2. 已将长期应付款调整至有息债务核算。

分析师

孙宏辰 周海涵

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

溧阳市城市建设发展有限公司(以下简称“公司”)作为溧阳市城市基础设施建设的主要实体,跟踪期内资产和营业收入规模不断扩大;溧阳市经济较快发展,公共财政预算收入保持稳定增长,公司外部经营环境良好且持续获得溧阳市政府在资本注入、财政补贴及项目建设资金方面的大力支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司自身盈利能力较弱及对外担保规模大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来,随着公司安置房建设项目逐步移交,公司整体收入水平有望保持稳定增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“11溧城发债”由常高新集团有限公司(以下简称“常高新集团”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定,常高新集团主体长期信用等级为AA⁺,其担保有效提升了“11溧城发债”本息偿付的安全性。此外,“11溧城发债”及“13溧城发债/PR溧城发”均设置本金分期偿付条款,有助于降低公司集中偿付压力。公司经营现金流入量对存续期债券余额保障能力强。

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,“11溧城发债”的信用等级为AA⁺,“13溧城发债/PR溧城发”、“17溧阳城建MTN001”及“17溧阳城建MTN002”的信用等级为AA,“18溧阳城建CP001”的信用等级为A-1,评级展望为稳定。

优势

1. 溧阳市经济稳定发展,公共财政预算收入稳定增长,为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为溧阳市城市基础设施建设的主

体，持续获得溧阳市政府在资本注入、项目建设资金和财政补贴方面的大力支持。

3. “11溧城发债”由常高新集团进行担保，增强了其债券本息偿付的安全性。“11溧城发债”及“PR溧城发/13溧城发债”均设置了本金分期偿付条款，有利于降低集中偿付压力。

关注

1. 公司期间费用对利润侵蚀严重，利润总额对地方政府补助的依赖程度高，整体盈利能力较弱。
2. 公司资产中存货、无形资产及其他应收款占比大，资产流动性弱。跟踪期内，公司债务规模增长迅速。
3. 公司担保比率高，存在一定或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由溧阳市城市建设发展有限公司（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。

溧阳市城市建设发展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关于溧阳市城市建设发展有限公司（以下简称“公司”）主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级

表1 跟踪评级债券情况（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
11 溧城发债	4.00	2018/11/8	8.20
13 溧城发债/ PR 溧城发	4.80	2020/3/8	6.20
17 溧阳城建 MTN001	5.00	2020/2/13	4.95
17 溧阳城建 MTN002	3.00	2020/5/5	5.76
18 溧阳城建 CP001	5.00	2019/6/8	6.20
合计	21.80	--	--

资料来源：联合资信整理

二、企业基本情况

跟踪期内，溧阳市城市建设发展有限公司（以下简称“公司”）股权结构及经营范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 10.25 亿元，溧阳市人民政府持有公司 100% 权益，并授权溧阳市住房和城乡建设委员会对公司履行出资人职责。

截至 2017 年底，公司资产总额 412.50 亿元，所有者权益 123.89 亿元；2017 年公司实现营业收入 13.46 亿元，利润总额 2.74 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 439.80 亿元，所有者权益 123.02 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.31 亿元，利润总额-0.87 亿元。

公司注册地址：溧阳市溧城镇南环路 26 号 4 楼；法定代表人：黄盘芳。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司存续债券余额合计 21.80 亿元（详见表 1）。根据公司付息及分期兑付公告，公司已于 2017 年 11 月 8 日如期支付“11 溧城发债”利息且偿付本金 4.00 亿元；于 2018 年 3 月 8 日支付“13 溧城发债/PR 溧城发”利息并偿还本金 2.40 亿元；于 2018 年 2 月 13 日及 5 月 5 日分别支付“17 溧阳城建 MTN001”及“17 溧阳城建 MTN002”利息。

截至本报告出具日，“11 溧城发债”募集资金已按用途使用完毕，募投项目罗庄村农民拆迁安置小区、长阳安置小区及湾里村拆迁安置小区已完工；“13 溧城发债/PR 溧城发”募集资金已按约定使用完毕，募投项目溧阳市东门旧城棚户户区改造正在施工中；“17 溧阳城建 MTN001”募集资金 5 亿元已使用完毕、“17 溧阳城建 MTN002”所募集 3 亿元已按约定使用完毕，募投项目云龙南地块四期项目部分已完工，各项目工期控制情况良好。“18 溧阳城建 CP001”募集资金已全部用于偿还金融机构借款。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非

制造业 PMI) 均小幅上升; 就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年, 全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元, 支出同比增幅 (7.7%) 和收入同比增幅 (7.4%) 均较 2016 年有所上升, 财政赤字 (3.1 万亿元) 较 2016 年继续扩大, 财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜; 进行税制改革和定向降税, 减轻相关企业负担; 进一步规范地方政府融资行为, 防控地方政府性债务风险; 通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资, 推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年, 央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”, 市场资金面呈紧平衡状态; 利率水平稳中有升; M1、M2 增速均有所放缓; 社会融资规模增幅下降, 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 (71.2%) 也较上年有所提升; 人民币兑美元汇率有所上升, 外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长, 产业结构继续改善。2017 年, 中国农业生产形势较好; 在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下, 中国工业结构得到进一步优化, 工业生产保持较快增速, 工业企业利润快速增长; 服务业保持较快增长, 第三产业对 GDP 增长的贡献率 (58.8%) 较 2016 年小幅上升, 仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年, 全国固定资产投资 (不含农户) 63.2 万亿元, 同比增长 7.2% (实际增长 1.3%), 增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中, 民间投资 (38.2 万亿元) 同比增长 6.0%, 较 2016 年增幅显著, 主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施, 通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力, 推动了民间投资

的增长。具体来看, 由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控, 房地产开发投资增速 (7.0%) 呈趋缓态势; 基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响, 基础设施建设投资增速 (14.9%) 小幅下降; 制造业投资增速 (4.8%) 小幅上升, 且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年, 全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元, 同比增长 10.2%, 较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年, 全国居民人均可支配收入 25974 元, 同比名义增长 9.0%, 扣除价格因素实际增长 7.3%, 居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看, 生活日常类消费, 如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长; 升级类消费品, 如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速; 网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年, 在世界主要经济体持续复苏的带动下, 外部需求较 2016 年明显回暖, 加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年, 中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元, 同比增加 14.2%, 增速较 2016 年大幅增长。具体来看, 出口总值 (15.3 万亿元) 和进口总值 (12.5 万亿元) 同比分别增长 10.8% 和 18.7%, 较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元, 较 2016 年有所减少。从贸易方式来看, 2017 年, 一般贸易进出口占中国进出口总额的比重 (56.3%) 较 2016 年提高 1.3 个百分点, 占比仍然最高。从国别来看, 2017 年, 中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%, 增速较 2016 年大幅提升; 随着“一带一路”战略的深入推进, 中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家

进出口保持快速增长。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，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

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中国基础设施建设的重要载体。

(2) 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 2 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【2017】92 号	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管理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 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

（3） 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. 区域经济环境

溧阳市是隶属于常州市的县级市，经济发展水平较高。根据《2017 年溧阳市国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，溧阳市实现地区生产总值（GDP）858.04 亿元，按可比价计算比上年增长 8%，人均 GDP 达到 11.26 万元（按常住人口），比上年增加 0.73 万元。从三次产业完成情况看，第一产业增加值 50.65 亿元，增长 2.8%；第二产业增加值 417.06 亿元，增长 5.7%；第三产业增加值 390.33 亿元，增长 11.3%。产业结构加快调整。全年三次产业增加值比例调整为 5.9：48.6：45.5，服务业增加值占 GDP 比重比上年提高 0.5 个百分点。年末城镇化率达 60.2%，比上年提高 0.19 个百分点。

固定资产投资方面，2017 年溧阳市完成全社会固定资产投资 530.71 亿元，同比增长 9.1%。

分行业看，一产投资 1 亿元，增长 67.3%；二产投资 382.81 亿元，增长 9%；三产投资 146.91 亿元，增长 9.1%。二产投入中制造业投资仍处主导地位，完成投入 360.21 亿元，同比增长 10.5%。

公用事业及保障性住房方面，2017 年溧阳市投入 2.33 亿元，对 11 个市政重点项目实施改造建设。完成了天目路、南环路、西后街东段、南村路、丁园路等 5 个道路建设项目；实施了政务中心、体育馆等 10 多个停车场建设，增加车位 1200 个；完成了交通街、镇前街等 10 多处背街小巷整治和市政配套建设；落实了城区交通信号灯提档升级项目。全年新增燃气管道共 24 公里，改造老旧管道 0.55 公里。2017 年，溧阳市保障性安居工程改造开工 6009 套，基本建成 4309 套，超额完成全年目标任务。

财政实力方面，2017 年，溧阳市全市地方综合财力 233.51 亿元，同比下降 4.41%；公共财政预算收入 61.38 亿元，比上年增长 4.03%，其中税收收入 50.19 亿元，较上年增长 7.38%。国有土地使用权出让收入 138.90 亿元，比上年下降 15.66%，在地方综合财力中占比较大；其中，国有土地使用权出让金收入 131.21 亿元，同比增长 15.77%。

截至 2017 年底，溧阳市全口径债务余额 117.48 亿元，其中直接债务余额 99.87 亿元，主要体现为国债转贷基金；债务率为 50.31%，地方债务水平适中。

整体看，跟踪期内溧阳市地方经济稳定发展，市政建设扩面提升，公共财政预算收入稳定增长，地方政府债务水平适中，为公司发展提供了良好的外部经济环境。

六、基础素质分析

作为溧阳市唯一的市级平台企业，跟踪期内，公司职能定位未发生变化；同时，公司获得了溧阳市政府的稳定支持。2017 年，公司获得项目建设资金 11.17 亿元（体现在“收到的其他与筹资活动有关的现金”和“专项应付款”科

目中)。同期,公司获得补贴收入(含财政补贴、生产经营亏损补贴、油价补贴、粮食补贴)5.35亿元。根据溧阳市财政局溧财金【2017】20号文件,子公司溧阳市燕山新区建设发展有限公司2017年收到财政拨款22.00亿元作为资本公积。

根据《企业信用报告(银行版)》(机构信用代码:G10320481000341404),截至2018年4月10日,公司无未结清的不良信贷信息记录;已结清信贷信息中有8笔关注类贷款,均已于到期日之前还清。

七、管理分析

跟踪期内,公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内,公司将溧阳市客运有限公司(以下简称“客运公司”)100%股权(账面价值330.3万元)无偿划出,自2017年起公司无客运收入;同时,受各业务结算进度等因素影响,跟踪期内公司收入结构变化较大。2017年,公司实现营业收入13.46亿元,同比增长2.33%,主要得

益于土地一级开发收入的确认及安置房销售收入的增长。收入构成方面,受托代建项目收入为1.81亿元,同比大幅下降83.65%,占营业收入的比重为13.43%,主要是项目未完工结算所致;得益于房地产市场回暖,安置房销售收入同比大幅增长至6.04亿元。2017年,公司开发整理的地块得以出让,确认土地一级开发收入4.21亿元,占比31.31%;粮食销售为政策性业务,2017年实现收入1.29亿元,与上年基本持平。

毛利率方面,2017年公司综合毛利率为11.84%,同比明显提升。对于公司承担的城市基础设施建设项目,公司与政府签订回购协议,在投入成本的基础上加成一定比例确认回购收入,2017年公司受托代建业务毛利率为11.21%。同期,公司安置房销售毛利率有所下降,为9.82%;粮食销售毛利率保持在较低水平,2017年为4.58%。由于所出让地块价格较高,2017年公司土地一级开发业务毛利率为15.28%。

2018年1~3月,公司实现营业收入2.31亿元,为2017年的17.20%,主要系未确认受托代建项目收入所致。构成主要为安置房销售收入2.10亿元(占90.74%)及粮食收入0.21亿元(占9.19%)。

表3 2016~2017年及2018年1~3月公司营业收入构成及毛利率情况(单位:万元、%)

项目	2016年			2017年			2018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
土地一级开发	--	--	--	42131.65	31.31	15.28	--	--	--
受托代建项目	110517.99	84.04	12.40	18073.35	13.43	11.21	--	--	--
安置房销售	2352.47	1.79	30.94	60383.55	44.87	9.82	21000.00	90.74	20.69
客运	4423.42	3.36	-175.90	--	--	--	--	--	--
粮食销售	13558.63	10.31	1.63	12878.24	9.57	4.58	2127.50	9.19	7.94
其他	658.86	0.50	96.65	1106.53	0.82	85.69	14.92	0.06	-143.30
合计	131511.37	100.00	5.71	134573.32	100.00	11.84	23142.42	100.00	19.41

资料来源:公司审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

(1) 受托代建项目

公司受托代建项目包括非收费性道路、桥

梁、排水管网、公园、体育场馆建设等。其中:市区的道路及桥梁建设方面主要由公司本部及子公司溧阳市市镇道路发展有限公司和溧阳市

交通建设发展有限公司负责；溧阳市体育馆由子公司溧阳市万达房地产开发有限公司（以下简称“万达公司”）建设、排水管网由溧阳市排水管网有限公司负责；燕山新区范围内基础设施建设主要由子公司溧阳市燕园建设发展有限公司和溧阳市燕山新区建设发展有限公司负责。该板块主要采用代建回购模式：由公司与政府或城建主管部门签订回购协议，安排资金进行项目建设，待项目竣工验收后报送审计局，审计局审定后的金额作为政府回购以及确认为主营业务收入的依据（一般为项目决算价、资金成本以及一定比例的项目管理费）。

2017年，公司主要建设项目为燕湖公园、南大街、站前路及锦绣路项目等，总计完成基础设施建设项目投资14.73亿元，实现收入1.81亿元，毛利率为11.21%，同比下降1.19个百分点，主要系当年公司确认收入的项目加成比率较上年有所降低。同期，公司收到政府回购款1.80亿元。2018年1~3月，受工程项目未竣工决算影响，公司未实现受托代建项目收入。

（2）保障性住房建设

公司保障性住房主要包括廉租房、公租房、安置房建设及棚户区改造，偏重安置房建设，由万达公司和溧阳市新城房地产开发有限公司（以下简称“新城房地产”）负责。其中：溧阳市区的保障房建设主要由万达公司负责，燕山新区范围内的保障房建设主要由新城房地产负责。

公司保障房建设业务模式主要有两种，除溧阳市东门旧城棚户区改造项目（“13溧城发债/PR溧城发”募投项目）采用代建回购模式外，其余项目均为销售补贴模式。

代建回购模式

新城房地产作为项目代建方与溧阳市人民政府签署了《溧阳市城市基础设施重点项目委托建设和回购协议书》，协议中确认由新城房地产负责建设溧阳市东门旧城棚户区改造项目，项目建设资金主要由公司自筹和银行贷款解决，该项目总投资25.03亿元，建设完工后由溧

阳市人民政府以人民币32.54亿元回购。截至2018年3月底，该项目部分工程已开工建设，但受拆迁进度影响，工期有所滞后。截至2018年3月底，该项目已投资14.69亿元，公司累计收到政府回购款4.80亿元，其中2017年收到该项目回款2.40亿元。

销售补贴模式

销售补贴模式下，公司根据溧阳市政府下达的保障房建设任务和具体规划，通过市场招拍挂方式取得项目建设用地，组织资金实施保障房建设。建设资金主要由公司自筹和银行贷款解决，并依靠销售收入来平衡借款。该模式下，保障房的销售有两种类型：一种是按照全额价格（参考周边地区商品房市场价格）进行销售；一种是拆迁实物补差价的方式进行销售（价格由政府物价部门制定），待项目完工交付后，根据溧阳市审计局审计结果，按照向拆迁居民销售的低价保障房而承担的亏损向溧阳市财政局申请补贴，主要为项目亏损补贴，金额为工程审计成本减去销售收入，财政局审核通过后，按计划拨付补贴款。

2017及2018年1~3月，公司实现安置房销售收入分别为6.04亿元和2.10亿元；安置房销售收入中按全额价格销售的房产有所下降，受此影响2017年公司安置房销售业务毛利率降为9.82%。

截至2018年3月底，公司在建的安置房项目主要为续建2013年开工的夏林村项目以及溧阳市东门旧城棚户区改造等6个项目，计划总投资共计79.29亿元，已投资60.31亿元，未来仍需投资18.98亿元。

表4 截至2018年3月底公司主要保障房建设情况
(单位: 亿元)

项目名称	总投资	已投资	项目进展
夏林村	8.20	6.40	施工中
溧阳市东门旧城棚户区改造项目	25.03	14.69	建设中
木材公司地块三期	3.53	1.66	建设中

建校地块	3.77	4.14	建设中
景胜北地块、永盛北地块	18.41	16.53	建设中
云龙南地块四期	20.35	16.89	建设中
合计	79.29	60.31	--

资料来源：公司提供

(3) 土地开发业务

2013 年公司与溧阳市人民政府、溧阳市国土资源局签订了《合作开发土地协议》，根据协议约定，公司负责对溧阳市燕山新区范围内约 8500 亩土地实施一级开发（只进行土地一级开发，不拥有土地使用权证），土地一级开发所需的各项费用及投资由公司负责筹集，土地一级开发完成并经验收合格后，通过土储部门进行招拍挂，所得土地出让金扣除相关税费后，由溧阳市国土资源局全额返还公司。2017 年，由公司开发整理的 5 宗土地挂牌出让，出让土地面积共计 661.03 亩，均价 573.61 万元/亩。2017 年，公司实现土地一级开发收入 4.21 亿元。截至 2017 年底，公司已累计投入土地开发成本 42.49 亿元。根据公司初步设定的计划，2018~2020 年的投资约为每年 3~5 亿元，未来三年的土地出让计划均初定为 300~500 亩/年。

(4) 粮食销售业务

公司粮食销售业务主要由下属子公司溧阳市粮食购销有限公司（以下简称“粮食公司”）承担。

粮食公司主要从事地方储备粮、托市粮和临时储备等政策性业务，受市政府委托目前承储地方储备 3.2 万吨，承储粮食的品种为粳稻、籼稻和小麦，收购所需资金由粮食公司从溧阳市农发行贷款，还款来源主要依靠销售回笼款。同时，为增加收入，粮食公司也自营部分粮食贸易业务。自营粮食贸易主要是以销定购，向农发行进行商业贷款，然后以销售回款平衡贷款。

在原料采购方面，公司采购渠道主要在溧阳市本地直接向农户购买，定价完全市场化，一般采用现款现货交易。2017 年，公司粮食贸

易规模有所增长，采购总量为 5.39 万吨。同期，粮食采购平均价格为 2679 元/吨。2018 年 1~3 月，公司未采购粮食，销售粮食 0.76 万吨。

在粮食销售方面，除了地方储备粮、托市粮和临时储备等政策性粮食销售之外，公司自营粮食贸易销售对象主要为米厂，粮食按照市场定价，与客户现款采取现货的结算模式。

在粮食存储方面，粮食公司现有 12 个收储库，总仓容 13.2 万吨，同时拥有 1000 吨码头 1 座、300 吨码头 3 座、200 吨码头 2 座、150 吨码头 3 座。粮食公司配备了时产 30 吨的吸粮系统 3 套，日烘 3000 吨的烘干机 1 套，以及地上风道及环流熏蒸、微机测温等先进的保粮设施系统 6 套。

因粮价购销受政策性因素及粮价波动影响大，故公司粮食销售收入及毛利率存在波动。2017 年及 2018 年 1~3 月，粮食公司实现粮食销售收入分别为 1.29 亿元和 0.21 亿元，业务毛利率分别为 4.58% 和 7.94%。同期政府分别给予公司粮食经营补贴 1450.75 万元和 143.00 万元。

整体看，跟踪期内公司经营主旨仍为地区公益性基础设施建设，公司主要通过财务举债、受托代建项目回购收入及政府资金支持解决投入缺口，公司经营性资产收入主要由安置房销售收入及粮食销售收入等构成。近三年公司营业收入不断增长，但经营持续性对地方政府的依赖程度仍然很高。

3. 未来发展

公司未来将紧密结合城市基础设施建设，不断完善公司总体发展战略，通过资本运作和产业整合做好授权范围内国有资产的保值与增值；加大住房保障工作力度，切实改善困难家庭的居住条件；依托城市基础设施建设，逐步构建城市资源特许经营的核心产业，为溧阳市城市基础设施的可持续建设及运营提供强有力的支持，形成城市建设与公司发展的良性互动。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年财务报表，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

截至 2018 年 3 月底，公司合并范围内子公司 21 家。2017 年 1 月 1 日，公司将其持有的客运公司全部股权无偿划出。划出的子公司规模较小，对财务数据可比性影响不大。

截至 2017 年底，公司资产总额 412.50 亿元，所有者权益 123.89 亿元；2017 年，公司实

现营业收入 13.46 亿元，利润总额 2.74 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 439.80 亿元，所有者权益 123.02 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.31 亿元，利润总额-0.87 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 412.50 亿元，同比增长 8.06%，其中流动资产占 74.66%，非流动资产占 25.34%，资产结构以流动资产为主。

表 5 2016~2018 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	284.66	74.57	307.96	74.66	335.08	76.19
货币资金	34.96	9.16	39.35	9.54	31.49	7.16
其他应收款	39.36	10.31	53.22	12.90	64.49	14.66
存货	208.01	54.49	210.55	51.04	234.20	53.24
非流动资产	97.08	25.43	104.54	25.34	104.72	23.81
投资性房地产	16.84	4.41	19.34	4.69	19.34	4.40
无形资产	71.44	18.71	75.98	18.42	75.82	17.24
资产总额	381.73	100.00	412.50	100.00	439.80	100.00

资料来源：公司财务报表

2017 年底，公司流动资产合计 307.96 亿元，同比增长 8.19%，主要源于其他应收款和货币资金的增长。

2017 年底，公司货币资金 39.35 亿元，其中银行存款占比为 84.74%，其他货币资金占比为 15.25%，并有少量库存现金。公司货币资金中受限资金 7.20 亿元，为用于借款质押的定期存单及票据保证金，受限比例为 18.30%，受限比例较高。

公司其他应收款主要是往来款，截至 2017 年底为 53.22 亿元，同比增长 35.22%。公司其他应收款中有 52.64 亿元为应收政府部门和国有企业往来款项，回收风险低，未计提坏帐准备。其他应收款前五单位合计占其他应收款账面余额的 50.67%，公司其他应收款集中度一般。其他应收款对资金的占用程度较高，对公司的资金周转产生一定压力。

2017 年底，公司存货为 210.55 亿元，同比增长 1.22%。从构成上看，公司存货由开发成本（占比 68.12%）、受托代建项目（占比 23.79%）、开发产品（占比 7.58%）和库存商品（占比 0.51%）构成。截至 2017 年底，公司存货中有账面价值 26.47 亿元用于借款抵押。

2017 年底，公司非流动资产 104.54 亿元，较 2016 年底增长 7.69%，主要系投资性房地产及无形资产的增长所致。

由于公允价值变动，2017 年底，公司投资性房地产同比增加 2.50 亿元至 19.34 亿元。未来该部分房产将用于出租，目前正处于规划阶段。

公司无形资产全部为土地使用权。2017 年底，公司无形资产净额为 75.98 亿元，同比增长 6.36%。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 439.80 亿元，较 2017 年底增长 6.62%，主要系存货及其他

应收款的增长所致。公司资产结构仍以流动资产为主,其占比升至76.19%。截至2018年3月底,公司流动资产335.08亿元,较2017年底增长8.81%,主要源自存货的增长;非流动资产104.72亿元,与上年底基本持平。

整体看,跟踪期内公司资产规模有所增长,公司资产结构以流动资产为主;公司资产中存货、其他应收款和无形资产占比较大,公司整体资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2017年底,公司所有者权益为123.89亿元,同比增长13.31%,主要来资本公积的增长。公司所有者权益以资本公积(占比80.95%)、实收资本(占比8.27%)和未分配利润(占比10.01%)为主。

2017年公司资本公积同比净增加12.46亿元至100.29亿元。2017年,根据溧阳市财政局溧财金【2017】20号文件,子公司溧阳市燕山新区建设发展有限公司收到财政拨款22.00亿元作为资本公积。同时,根据溧阳市财政局溧财国【2017】8号、溧财国【2017】14号文件,将公司大溪水库产权及客运公司股权无偿划出,减少资本公积合计4.35亿元;根据溧阳市人民政府文件,溧阳市人民政府将公司账面价值5.20亿元土地无偿收回,核销资本公积。

截至2018年3月底,公司所有者权益合计123.02亿元,较2016年底下降0.70%,主要由于未分配利润的减少。

总体看,公司所有者权益稳定性好。

负债

2017年底,公司负债合计288.61亿元,同比增长5.95%,主要来自长期借款和长期应付款的增长。其中,流动负债占比为56.87%,非流动负债占比为43.13%,公司负债以流动负债为主。

2017年底,公司流动负债164.13亿元,同比下降9.54%,主要系其他应付款下降所致。公

司流动负债中其他应付款占70.37%,短期借款占9.50%,一年内到期的非流动负债占比为11.98%,预收款项占比为5.90%。

2017年底,公司短期借款15.59亿元,同比增长21.85%。其中,信用借款2.86亿元、保证借款2.55亿元、抵押借款2.19亿元、质押借款7.10亿元、抵押保证借款0.90亿元。公司短期借款抵押物主要为土地使用权,质押物主要为定期存单及保证金。

2017年底,公司应付票据1.90亿元,同比下降78.77%,为应付银行承兑汇票及商业承兑汇票。

公司其他应付款主要是与市政相关单位的往来款项。2017年底,公司其他应付款为115.49亿元,同比下降13.97%,主要系往来款减少所致。从账龄看,1年以内占比57.70%,1~2年占比25.93%,2~3年占比为12.52%,3年以上占比为3.85%,公司其他应付款账龄适中;截至2017年底公司其他应付款前五名占比合计为63.34%,较为集中;其中,溧阳市翔舞实业有限公司为燕山新区管委会下属国有企业。

表6 截至2017年底其他应付款前五名明细
(单位:亿元)

单位名称	金额	性质
溧阳市财政局	34.58	往来款
溧阳市翔舞实业有限公司	16.70	往来款
溧阳市公共交通有限公司	9.81	往来款
溧阳市嘉义建设发展有限公司	6.68	往来款
溧阳市燕山新区管理委员会	5.40	往来款
合计	73.18	--

资料来源:公司审计报告

2017年底,公司一年内到期的非流动负债为19.66亿元。其中,一年内到期的长期借款13.28亿元;一年内到期的应付债券6.37亿元。

2017年底,公司非流动负债124.49亿元,同比增长36.85%,增长主要来源于长期借款和长期应付款。公司非流动负债以由长期借款(占比61.53%)、应付债券(占比14.18%)、长期应付款(占比18.79%)和专项应付款(占比

5.00%) 构成。

2017年底, 公司长期借款76.59亿元, 同比增长20.27%; 其中, 信用借款5.62亿元、保证借款11.55亿元、抵押借款16.00亿元、质押借款8.80亿元、保证抵押借款8.35亿元及质押抵押借款12.58亿元。公司长期借款抵押物为土地使用权, 质押物为项目权益。

2017年底, 公司应付债券17.65亿元, 同比增长59.60%; 构成为“13溧城发债/PR溧城发”、“17溧阳城建MTN001”、“17溧阳城建MTN002”及债券融资计划待偿本金。

2017年底, 公司长期应付款23.40亿元, 为地方政府债券资金(包括政府债务置换及专项建设债券)14.72亿元、中国农发重点建设基金有限公司投资1.00亿元及江苏银行棚改服务费7.67亿元。

公司专项应付款主要是公司收到的项目建设资金支持款等, 2017年底为6.22亿元, 同比下降46.71%。

2017年底, 公司全部债务154.79亿元, 同比增长28.72%; 其中长期债务占76.00%, 短期债务占24.00%, 结构以长期债务为主。债务指标方面, 2017年, 公司资产负债率有所下降, 全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升, 2017年底分别为69.97%、55.54%和48.71%, 公司整体债务负担偏重。

表7 公司债务情况
(单位: 亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年3月
短期债务	40.96	37.15	28.28
长期债务	79.29	117.64	119.06
全部债务	120.25	154.79	147.34
资产负债率	71.36	69.97	72.03
全部债务资本化比率	52.38	55.54	54.50
长期债务资本化比率	42.04	48.71	49.18

资料来源: 根据公司审计报告整理

2018年3月底, 公司负债总额316.78亿元, 较2017年底变化不大, 其中流动负债占比60.26%。流动负债中短期借款较上年下降

60.65%; 其他应付款较上年增长32.57%, 主要系往来款增长所致; 一年内到期的非流动负债较上年下降28.54%。2018年3月底, 公司全部债务为147.34亿元, 较2017年底下降4.81%; 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72.03%、54.50%和49.18%, 较2017年底均变动不大。

总体看, 跟踪期内公司债务规模快速增长, 负债构成以长期负债为主, 债务负担适中。

4. 盈利能力

2017年, 在安置房销售收入大幅增长、土地一级开发收入得以确认的带动下, 公司营业收入同比增长2.33%至13.46亿元。同期, 营业成本为11.86亿元, 同比下降4.32%。2017年, 公司营业利润率为9.51%, 提升较快。

2017年, 公司期间费用为6.50亿元, 同比增长36.08%, 占营业收入的比重为48.32%, 其中主要为财务费用4.85亿元。总体看, 公司期间费用占营业收入比重较高, 对利润侵蚀严重。

非经常性损益方面, 公司资产减值损失为坏账损失。2017年, 公司获得公允价值变动收益2.50亿元; 此外, 2017年公司获得其他收益(为基础设施建设补助、房屋租赁补助及粮食经营补助)5.35亿元。2017年, 公司利润总额为2.74亿元。

从盈利指标来看, 2017年, 公司总资本收益率及净资产收益率均有所上升, 分别为2.36%和1.70%。

2018年1~3月, 公司实现营业收入2.31亿元, 为2017年全年的17.20%, 实现利润总额-0.87亿元。同期, 公司营业利润率为13.39%。

整体看, 跟踪期内公司营业收入有所增长, 期间费用对利润侵蚀严重, 利润总额对政府补贴的依赖程度高, 公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

从经营活动来看, 2017年公司经营活动产生的现金流入量61.22亿元, 其中, 销售商品、

提供劳务收到的现金为12.66亿元，现金收入比为94.11%，整体收入实现质量尚可。同期，收到其他与经营活动有关的现金48.56亿元，同比下降35.78%，主要为与溧阳市政府部门间的往来款。2017年，公司购买商品、接受劳务支付的现金25.24亿元；支付的其他与经营活动有关的现金规模大，2017年为31.84亿元，主要为往来款。2017年公司经营活动产生的现金流量净额为3.22亿元。

投资活动现金流方面，2017年，公司投资活动现金流量仍较小。其中，现金流入主要为收回投资收到的现金5.43亿元及收到其他与投资活动有关的现金4.00亿元；流出方面主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金8.67亿元和支付其他与投资活动有关的现金8.16亿元。2017年，公司投资活动现金流量净额为-12.37亿元。

筹资活动现金流方面，2017年，公司筹资活动产生的现金流入主要为取得借款收到的现金；现金流出主要为偿还债务本息支付的现金。2017年公司筹资活动产生的现金流量净额为14.99亿元。

2018年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为1.26亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.35亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-11.85亿元。

整体看，跟踪期内，受往来款减少影响，公司经营活动现金流入规模有所下降；同时公司仍然保持较大规模的项目建设投入；公司获得政府较大规模的项目建设拨款，但仍需要进行一定规模债务融资来满足公司经营和投资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2017年底，公司流动比率及速动比率均有所上升，分别为187.63%和59.35%；2018年3月底，公司流动比率和速动比率分别为175.55%和52.85%。2017年，公司经营现金流动负债比为1.96%，经营活动现金流净

额对流动负债覆盖能力较弱。整体看，公司短期债务规模较大且现金类资产受限比例高，非受限现金类资产无法覆盖短期债务，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA为8.43亿元，同比增长42.96%；同期，公司全部债务/EBITDA倍数为18.36倍，EBITDA利息倍数为0.94倍。考虑到公司债务多为承担公益性基础设施建设所产生，该部分项目多由政府进行回购并逐步划拨资金，公司整体偿债能力尚可。

2018年3月底，公司获得银行等金融机构授信额度合计104.93亿元，已使用99.43亿元，尚未使用额度为5.50亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

2018年3月底，公司对外担保余额68.46亿元，担保比率为55.26%，主要被担保对象见下表。

表8 截至2018年3月底主要被担保方担保余额
(单位: 万元)

被担保方	担保余额
溧阳市翔舞实业有限公司	179800.50
溧阳市天濂建设投资有限公司	90000.00
溧阳市水利投资发展有限公司	82000.00
溧阳市嘉义建设发展有限公司	75000.00
江苏省溧阳经济开发区中兴建设投资有限公司	55800.00
溧阳市土地收购储备中心	46394.80
合计	478995.30

资料来源：公司提供

总体看，公司对外担保规模大，被担保方主要为溧阳市国有企业，但担保比率高，存在一定或有负债风险。

十、存续期债券偿债能力分析

1. 存续期内债券偿债能力分析

截至本评级报告出具日，公司存续期内债券余额21.80亿元。2017年，公司经营活动现金流入量、净流量和EBITDA分别为待偿本金合计的0.15倍、2.81倍和0.39倍。“11溧城发债”债券期限为7年，公司将分别于“11溧城发债”最后三

个计息年度末分别偿还本金4亿元；“13溧城发债/PR溧城发”债券期限为7年，公司将分别于存续期第3~7年末每年偿还本金的20%，即2.4亿元；“17溧阳城建MTN001”及“17溧阳城建MTN002”存续期均为3年，兑付方式均为到期一次性偿还本金；“18溧阳城建CP001”募集资金为5.00亿元。以单年偿还本金的最大额度10.40亿元计算，2017年，公司经营活动现金流入量、净流量及EBITDA分别为单年偿还本金最大额度的5.89倍、0.31倍和0.81倍。公司经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力强。考虑到溧阳市政府对公司支持力度大，以及分期偿付条款的设置，公司存续期债券不能偿还的风险很低。

2. 担保情况分析

“11溧城发债”由常州高新技术产业开发区发展（集团）总公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2013年11月26日，经新北区国有资产管理委员会批复（常新国资委[2013]9号）同意，常州高新技术产业开发区发展（集团）总公司由全民所有制企业整体改制为国有独资有限责任公司，改制后更名为“常高新集团有限公司”（以下简称“常高新集团”），出资人为常州市新北区（即常州高新技术产业开发区，以下简称“高新区”）政府，截至2018年3月底，常高新集团注册资本为10.05亿元。

常高新集团是常州高新技术产业开发区管理委员会指定的基础设施建设的主体。经联合资信评定，常高新集团主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

综合来看，跟踪期内，常高新集团经营状况良好，由常高新集团提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提高了“11溧城发债”本息偿付的安全性。

3. 回购安排

针对“13溧城发债/PR溧城发”，溧阳市人民政府以代建回购款的形式提供偿债主要资金来

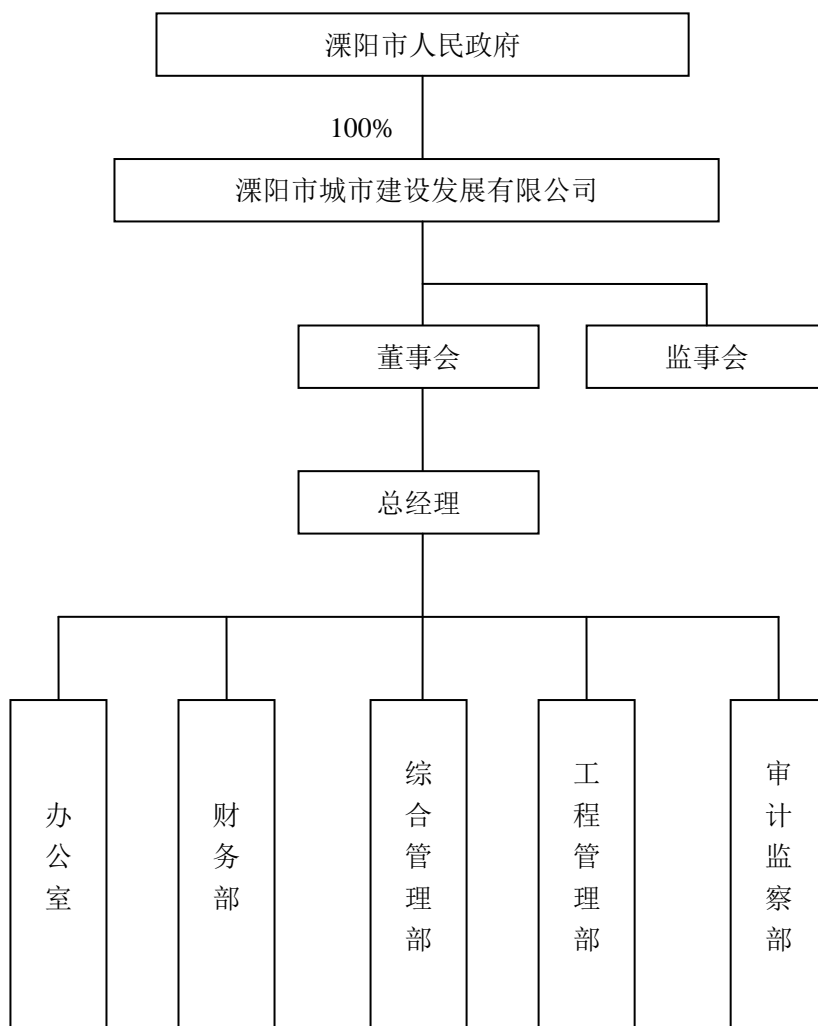
源。

根据子公司燕山房地产与溧阳市人民政府签署的《溧阳市城市基础设施重点建设项目委托建设和回购协议书》，溧阳市政府将以32.54亿元回购东门旧城棚户区改造项目（本期债券募投项目）。回购资金将由相关土地出让收入、回迁安置收入、新建棚户区改造商铺销售收入和城建资金四部分资金构成。回购款共分8年付清，每年支付一次，具体回购资金安排为：2014年~2015年，公司每年均可获得回购资金1.70亿元；2016年~2020年，公司年均可获得回购资金5.40亿元。由于工期有所滞后，公司于2017年收到回购款2.40亿元。

十一、 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，“11溧城发债”的信用等级为AA⁺，“13溧城发债/PR溧城发”、“17溧阳城建MTN001”及“17溧阳城建MTN002”的信用等级为AA，“18溧阳城建CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	35.62	34.97	39.35	31.50
资产总额(亿元)	312.94	381.73	412.50	439.80
所有者权益(亿元)	107.82	109.33	123.89	123.02
短期债务(亿元)	42.52	40.96	37.15	28.28
长期债务(亿元)	61.71	79.29	117.64	119.06
全部债务(亿元)	104.23	120.25	154.79	147.34
营业收入(亿元)	11.09	13.15	13.46	2.31
利润总额(亿元)	0.93	1.32	2.74	-0.87
EBITDA(亿元)	4.39	5.90	8.43	--
经营性净现金流(亿元)	-17.01	13.12	3.22	1.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	1222.42	1060.5	--
存货周转次数(次)	0.07	0.06	0.06	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.03	--
现金收入比(%)	128.52	92.47	94.11	38.25
营业利润率(%)	-2.41	4.70	9.51	13.39
总资本收益率(%)	1.59	1.98	2.36	--
净资产收益率(%)	0.86	1.20	1.70	--
长期债务资本化比率(%)	36.40	42.04	48.71	49.18
全部债务资本化比率(%)	49.15	52.38	55.54	54.50
资产负债率(%)	65.55	71.36	69.97	72.03
流动比率(%)	201.21	156.89	187.63	175.55
速动比率(%)	50.83	42.25	59.35	52.85
经营现金流动负债比(%)	-12.78	7.23	1.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.74	20.39	18.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.53	0.78	0.94	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；

2. 已将长期应付款调整至有息债务核算。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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 4-2 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 4-3 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。

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息