

信用等级公告

联合〔2020〕3606号

联合资信评估股份有限公司通过对常州钟楼经济开发区投资建设有限公司及其拟发行的2021年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定常州钟楼经济开发区投资建设有限公司主体长期信用等级为AA，常州钟楼经济开发区投资建设有限公司2021年度第一期中期票据的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年九月二十八日



常州钟楼经济开发区投资建设有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

本期中期票据信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 3 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

募集资金用途: 偿还有息债务

评级时间: 2020 年 9 月 28 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
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
		资本结构	现金流量	1
			资本结构	3
			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

常州钟楼经济开发区投资建设有限公司(以下简称“公司”)是常州钟楼经济开发区(以下简称“钟楼经开区”)内主要的基础设施投资建设以及土地整理开发主体。近年来,常州市以及钟楼区经济持续发展、财政实力不断增强,公司外部发展环境良好。公司在资金以及资产注入、政府补助等方面获得常州钟楼经济开发区管委会(以下简称“经开区管委会”)及股东的大力支持。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司代建项目存在一定的资本支出压力、资产流动性较弱、债务负担较重且短期偿付压力较大以及对外担保规模大等可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来,随着钟楼经开区开发的持续推进,公司业务具有持续性并将继续得到钟楼经开区政府的有力支持。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

优势

1. 外部发展环境良好。近年来,常州市以及钟楼区经济持续发展、财政实力不断增强。2019 年,常州市钟楼区实现地区生产总值 718.29 亿元,同比增长 5.5%;一般公共预算收入 46.6 亿元,同比增长 6.8%。
2. 持续获得有力的政府支持。公司是钟楼经开区内主要的基础设施投资建设以及土地整理开发主体,在资金以及资产注入、政府补助等方面获得了经开区管委会及股东的大力支持。

关注

1. 存在一定的资本支出压力。公司代建项目投资规模较大,存在一定的资本支出及外部筹资压力。
2. 资产流动性较弱。公司资产以流动资产为主,其中以代建项目开发成本为主的存货占比较大,应收类款项规模大对公司资金占用明显;公司资产流动性较弱,资产质量一般。

分析师：张勇 李文强

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. 公司债务规模有所增长，短期债务占比有所上升且短期偿付压力较大。2020年6月底，公司有息债务96.17亿元，其中短期债务占46.23%，长期债务占53.77%。2020年6月底，公司现金类资产为短期债务的0.35倍，且公司货币资金中受限比例较高。
4. 存在一定或有负债风险。截至2020年6月底，公司合并口径对外担保余额总计45.82亿元，担保比率为61.63%，公司对外担保规模大，且包含对民营企业的担保。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
现金类资产(亿元)	17.78	19.42	24.99	15.36
资产总额(亿元)	150.47	183.25	196.24	203.98
所有者权益(亿元)	59.42	72.84	73.96	74.35
短期债务(亿元)	20.52	28.23	36.22	44.46
长期债务(亿元)	55.76	59.78	61.83	51.71
全部债务(亿元)	76.28	88.02	98.05	96.17
营业收入(亿元)	7.29	8.97	9.78	5.26
利润总额(亿元)	1.19	1.18	1.01	0.40
EBITDA(亿元)	1.52	1.58	1.36	--
经营性净现金流(亿元)	-15.72	4.57	-2.23	0.35
现金收入比(%)	160.93	105.42	133.99	60.75
营业利润率(%)	1.90	5.92	4.88	9.44
净资产收益率(%)	1.60	1.18	0.98	--
资产负债率(%)	60.51	60.25	62.31	63.55
全部债务资本化比率(%)	56.22	54.72	57.00	56.40
现金短期债务比(倍)	0.87	0.69	0.69	0.35
流动比率(%)	405.23	302.28	272.45	215.13
速动比率(%)	254.35	190.19	168.91	120.06
经营现金流流动负债比(%)	-45.01	9.09	-3.71	--
EBITDA利息倍数(倍)	2.23	1.16	1.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	50.27	55.59	72.03	--

公司本部（母公司）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
资产总额(亿元)	117.43	143.13	149.36	158.69
所有者权益(亿元)	58.90	72.29	73.29	73.67
全部债务(亿元)	40.37	45.89	54.94	49.54
营业收入(亿元)	7.07	8.66	8.75	4.61
利润总额(亿元)	1.12	1.09	0.83	0.38
资产负债率(%)	49.84	49.49	50.93	53.57
全部债务资本化比率(%)	40.67	38.83	42.84	40.21
现金短期债务比(倍)	2.75	2.28	0.73	0.14
流动比率(%)	579.93	383.48	317.58	244.61
经营现金流流动负债比(%)	-64.87	19.33	-11.38	--

注：其他流动负债与其他应付款中有息债务部分已计入短期债务核算；长期应付款中有息债务部分已计入长期债务核算；2020年上半年财务数据未经审计

主体评级历史：

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
AA	稳定	2020/06/22	张 勇 李文强	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
AA	稳定	2016/05/31	王宇勃 闫 蓉	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015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无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由常州钟楼经济开发区投资建设有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

常州钟楼经济开发区投资建设有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

常州钟楼经济开发区投资建设有限公司（以下简称“公司”）是经常州市钟楼区人民政府（以下简称“钟楼区政府”）于 2002 年 9 月 9 日批准成立的国有独资公司，初始注册资本 5000 万元，后经多次增资扩股和股权转让，钟楼区政府持股比例达 100%。2015 年 8 月 5 日，根据常州市钟楼区国有资产监督管理办公室（以下简称“钟楼区国资办”）出具的关于同意股权转让的批复，钟楼区政府将公司股权划拨给常州钟楼新城投资建设有限公司（以下简称“钟楼新城”），并于 2016 年 2 月签订股权转让协议，公司股东由钟楼区政府变更为钟楼新城；2016 年 12 月，根据钟楼区国资办出具的关于同意增资的批复，钟楼新城对公司增资 5.00 亿元。截至 2020 年 6 月底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，由钟楼新城全额出资，常州市人民政府为钟楼新城的唯一股东，公司实际控制人为常州市人民政府。

公司经营范围：钟楼经济开发区的建设、投资、土地整理；五金、交电、化工（除危险品）、日用百货、办公设备、纺织品、服装、建筑材料、金属材料（除专项规定）、普通机械及配件、电子产品、橡胶制品（除专项规定）销售；自有房屋租赁、场地租赁，不动产构筑物租赁。（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）

截至 2020 年 6 月底，公司本部设有财务部、综合管理部、投资发展部和建设工程部 4 个职能部门；合并范围内子公司 16 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 196.24 亿元，所有者权益 73.96 亿元（含少数股东权益 0.53 亿元）；2019 年公司实现营业收入 9.78 亿元，利润总额 1.01 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司资产总额 203.98 亿元，所有者权益 74.35 亿元（含少数股东权益 0.53 亿元）；2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 5.26 亿元，利润总额 0.40 亿元。

公司注册地址：常州钟楼经济开发区玉龙路 6 号钟楼高新技术创业服务中心大楼 6638 号；法定代表人：朱强。

二、本期中期票据概况

公司已于 2020 年注册 10.00 亿元中期票据，本期计划在注册额度内发行 2021 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模为 3.00 亿元，期限为 3 年。本期中期票据采用固定利率，按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起兑付，募集资金将用于偿还公司有息债务。

本期中期票据设置了交叉保护条款、事先承诺条款和事先约束条款。

交叉保护条款的触发情形包括：公司及其合并财务报表范围内子公司未能清偿到期应付的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息；或公司未能清偿本期债务融资工具利息；或公司及其合并财务报表范围内子公司未能清偿到期应付的任何银行贷款（包括但不限于贷款，票据贴现、委托贷款、承兑汇票、信用证、保理等《贷款通则》规定的银行发放的其他类贷款）本金或利息，单独或累计的总金额达到或超过：（1）人民币 3 亿元，或（2）发行人最近一年经审计的合并财务报表净资产的 5%，以较低者为准。

事先承诺条款约定的事先承诺事项为：在本期债务融资工具存续期间，公司应确保，在公司的合并财务报表项下，每年度末的财务指标符合以下要求：资产负债率不超过 70%。公

公司及主承销商应按年度进行监测。如果公司未在《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》规定的应当披露财务报表截止日后的两个自然月内，披露财务报表，视为违反上述财务指标承诺，则触发约定的保护机制。未满足上述约定的任一财务指标要求，则触发约定的保护机制。

事先约束条款约定的事先约束事项为：公司拟出售或转移重大资产（同时存在账面价值和评估价值的，以高者为准（下同））或重要子公司或通过其他形式不再将重大资产、重要子公司纳入合并报表（该类资产价值单独或累计金额超过发行人最近一年或一期合并财务报表的净资产 10%及以上；该类子公司单独或合计总资产、净资产、营业收入或净利润占发行人最近一年或一期合并财务报表的总资产、净资产、营业收入或净利润 35%及以上），应按照《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》事先召开持有人会议，并经持有人会议表决同意。

本期中期票据设置交叉保护条款、事先承诺条款和事先约束条款，对提升本期中期票据

的兑付安全性有一定积极影响。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，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；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达5.15万亿元，同比增长7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低13个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低2.7个百分点。2020年1—6月，货物进出口总额14.24万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额7.71万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额6.52万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差1.19万亿元，较一季度（993.0亿元）大幅增加，较上年同期（1.21万亿元）略有减少。2020年上半年，中国对欧盟累计进出口额为1.99万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为2.09万亿元（同比增长5.6%），对美国累计进出口额为1.64万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为1.03万亿元（同比增长0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020年二季度，资本形成总额拉动GDP增长5个百分点，最终消费支出向下拉动GDP 2.3个百分点，货物和服务净出口拉动GDP增长0.5个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一

季度下降36.7%、二季度增长4.8%；尤其是5、6月份，利润总额分别增长6.0%和11.5%，增速逐月加快。1—5月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较1—3月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020年上半年，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0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨3.8%，涨幅比上年同期扩大1.6个百分点。其中食品价格上涨16.2%，涨幅比上年同期提升11.5个百分点；非食品价格上涨0.7%，涨幅比上年回落0.9个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.2%，涨幅比上年回落0.6个百分点。2020年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020年6月末，社会融资规模存量271.8万亿元，同比增长12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模20.83万亿元，比上年同期多增6.22万亿元。其中人民币贷款新增12.33万亿元，较上年同期多增2.31万亿元；新增企业债券融资规模3.33万亿，较上年同期多增1.76万亿；新增地方政府债3.79万亿元，较上年同期多增1.33万亿元；新增非金融企业境内股票融资2461亿元，较上年多增1256亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率5.06%，较上年同期下降86个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020年6月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.1609%、5.1087%

和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572% 和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度(-14.3%)有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度(-12.0%)降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度(-5.7%)略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期(6.7%)相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出(除债务利息支出之外)，其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出(下降 30.0%)、节能环保支出(下降 15.4%)、交通运输支出(下降 13.3%)、科学技术支出(下降 12.2%)、教育支出(下降 7.6%)。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口(0.93 万亿元)大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月(5.9%)略有回落，但较上年同期(5.1%)仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2% 持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以**投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长**。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和PPI回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有

较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对GDP的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、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2 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/会议名称	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

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、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。2021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. 区域经济环境

近年来，常州市及钟楼区经济稳定发展，地方财力逐步提升，公司发展的外部环境良好。

公司是常州钟楼经济开发区主要的基础设施投资建设以及土地整理开发主体，常州市及钟楼区的经济发展水平和财政实力对公司的经营发展有较大影响。

(1) 常州市

常州市地处江苏省南部、长三角腹地，东与无锡相邻，西与南京、镇江接壤，南与无锡、安徽宣城交界，与上海、南京两大都市等距相望，区位优势优越。常州市辖5个市辖区，代管1个县级市，即金坛区、武进区、新北区、天宁区、钟楼区、溧阳市。

根据《常州市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019年，常州市分别实现地区生

产总值（GDP）6622.30亿元、7050.30亿元和7400.9亿元，按可比价计算，同比分别增长8.10%、7.00%和6.8%。2019年，分三次产业看，第一产业实现增加值157亿元，下降2%；第二产业实现增加值3529.2亿元，增长8.4%；第三产业实现增加值3714.7亿元，增长5.8%。全市按常住人口计算的人均地区生产总值达156390元。

2019年，常州市固定资产投资比上年增长5.6%，其中工业投资增长2.2%，服务业投资增长8.7%。投资结构不断改善，高技术制造业投资占工业投资比重达到30.9%，比上年提高10.8个百分点。

根据《常州市预算执行情况和预算草案的报告》，2017—2019年，常州市完成一般公共预算收入分别为518.8亿元、560.3亿元和590.03亿元。其中税收收入占一般公共预算收入的比重分别为83.1%、87.3%和85%。2017—2019年，一般公共预算支出分别为551.7亿元、589.1亿元和653.7亿元。

2017—2019年，常州市市级政府性基金预算收入分别完成150.27亿元、238.66亿元和254.08亿元；政府性基金支出分别完成151.94亿元、240.00亿元和311.09亿元。

截至2019年底，常州市全市地方政府债务限额1027.33亿元，市级地方政府债务限额457.04亿元；全市地方政府债务余额1006.84亿元，市级地方政府债务余额448.11亿元。

2020年1—7月，常州市工业经济继续正增长，规模以上工业增加值同比增长2.4%，增速较上半年提升0.4个百分点，位列全省第三、苏南第一；全市完成一般公共预算收入382.8亿元，同比增长2.3%。其中，税收收入325.5亿元，占一般公共预算收入的比重为85.0%。

(2) 钟楼区

常州市钟楼区下辖邹区镇、常州钟楼经济开发区（以下简称“钟楼经开区”）和新闻、五星、永红、西林、南大街、荷花池等6个街道办事处。

根据《常州市钟楼区国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019年，常州市钟楼区分别实现地区生产总值735亿元、779亿元和718.29亿元，分别同比增长7%、6%和5.5%。2019年，按三次产业划分，第一产业完成增加值2.53亿元，同比增长1.8%；第二产业完成增加值226.34亿元，同比增长8.7%；第三产业完成增加值489.42亿元，同比增长4.0%。三次产业结构调整为0.35:31.5:68.1。按常住人口计算的人均地区生产总值达到11.61万元。

根据《关于常州市钟楼区财政决算草案的报告》，2017—2019年，钟楼区一般公共预算收入分别完成40.4亿元、43.63亿元和46.6亿元，其中2019年同比增长6.8%，税收收入42.07亿元；一般公共预算支出分别完成29.18亿元、29.88亿元和29.98亿元。

2017—2019年，钟楼区政府性基金收入分别为0.57亿元、16.79亿元和19.33亿元；政府性基金支出分别为2.51亿元、29.56亿元和25.77亿元。

截至2019年底，钟楼区地方政府债务余额35.1亿元（其中，一般性债务余额13.3亿元，专项债务余额21.8亿元）。

2020年1—7月，钟楼区规模以上工业增加值同比增长2.0%，规模以上工业总产值同比增长2.5%；固定资产投资完成额同比增长2.2%。2020年1—7月，钟楼区一般公共预算收入31.82亿元，同比增长2.4%。其中，税收收入28.41亿元，同比增长3.4%。

（3）钟楼经开区

钟楼经开区位于常州市城区西部，东依上海，西临南京，区位优势明显，交通便捷。钟楼经开区于2002年9月经江苏省政府批准成立，2003年1月17日开工建设，规划面积11.65平方公里。2006年9月，经省政府批准，新闻工业园划归钟楼经开区，规划面积17.3平方公里。钟楼经开区下辖8个村委、6个社区，常住人口3.5万人。2016年，钟楼经开区将邹区纳入开发区一体化管理，管理面积扩到北港、

新闻、邹区三个片区。

钟楼经开区总体布局为“一园一城”（生态工业园、现代新城区），以童子河为界，西为工业区（40%），东为商住区（60%），建成“十纵十三横”23条主次干道，总里程达31.8公里。目前，钟楼经开区已形成了新材料、电子信息、先进装备制造三大主导产业，并逐步建立以低能耗、低污染、低排放为基础的“三低”经济发展模式。

五、基础素质分析

近年来，公司持续在资金及资产注入、政府补助等方面获得常州市钟楼区经济开发管理委员会（以下简称“经开区管委会”）的有力支持。

1. 股权状况

截至2020年6月底，公司注册资本和实收资本均为10.00亿元，由钟楼新城全额出资，公司实际控制人为常州市人民政府。

2. 企业规模及竞争力

公司是钟楼经开区主要的基础设施投资建设及土地开发整理主体，主要负责钟楼经开区内土地整理、城市基础设施建设运营、保障房开发建设等工作，公司业务在区域内具有明显的经营优势，其中工程项目销售以及货物销售业务主要由公司本部负责，管理服务业务主要由子公司常州钟楼经济开发区北新投资建设有限公司（以下简称“北新建设”）和常州联创金陵科技置业有限公司（以下简称“联创金陵”）负责。

3. 人员素质

截至2020年6月底，公司高管人员包括董事长兼总经理1人和财务总监1人。

朱强，男，1971年1月出生，本科学历；2016年8月至2018年12月任华夏幸福基业股份有限公司产业发展集团招商总监；2018年

12月加入公司，2019年4月起任公司法定代表人、董事长兼总经理。

朱刚，男，1978年11月出生，大专学历；历任钟楼经济开发区财政局会计科副科长，钟楼经济开发区财政局综合科科长，现任公司财务总监。

截至2020年6月底，公司本部共有职工35人；从年龄构成看，30岁以下13人、30~50岁22人；从学历构成看，本科及以上学历25人、专科10人。

总体来看，公司高管人员管理经验较为丰富，员工素质能够满足目前经营需要。

4. 外部支持

(1) 资金注入

2013—2015年，经开区管委会分别给予公司投资补助资金0.85亿元、0.01亿元和0.04亿元，已计入“资本公积”科目。

2014年，经公司股东会决议，同意将公司的注册资本由20000万元增加到50000万元，均由常州市钟楼区人民政府出资，出资比例占公司资本的100%。

2016年12月，根据钟楼区国资办出具的关于同意增资的批复，公司股东钟楼新城对公司货币增资5.00亿元。

(2) 资产注入

2018年，根据《钟经开管委〔2018〕98号》公司收到经开区管委会划拨资产（主要为经营性房产）12.57亿元，计入“资本公积”科目。

2019年，公司收到经开区管委会无偿划拨童子河西路16-4号厂房资产0.37亿元，增加公司“资本公积”。

(3) 政府补助

2017—2019年以及2020年1—6月，公司分别收到钟楼经开区政府补助0.97亿元、0.70亿元、0.92亿元和0.10亿元，计入“其他收益”科目。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：3205010001057901），截至2020年9月21日，公司本部无未结清不良以及关注类信贷记录，已结清关注类贷款49笔。根据江苏银行股份有限公司常州北大街支行、江苏江南农村商业银行股份有限公司常州钟楼支行和中国建设银行股份有限公司常州怀德路支行出具的说明，上述关注类贷款系银行将市政基础设施类贷款设为关注类所致，以上款项均已付清。

六、管理分析

公司法人治理结构基本完善，内部管理制度较健全，管理运作情况较好。

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》和《常州钟楼经济开发区投资建设有限公司章程》等规定构建和完善现代企业法人治理结构，设立董事会、监事和经营管理层。公司不设股东会，股东做出决定采用书面形式，并由股东签名。

公司设立董事会，成员3名，设董事长1名。董事长由股东任命，董事任期每届三年，可以连任。董事会向股东报告工作，决定公司的经营计划和投资方案，制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案，决定公司的基本管理制度。

公司不设监事会，设监事1人，由股东任命。监事的任期每届为3年。监事检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者董事会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议。

公司设总经理1名，负责公司日常管理工作，由董事会聘任或解聘。总经理主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案。

2. 管理水平

截至 2019 年 9 月底，公司本部设有财务部、综合管理部、投资发展部和建设工程部 4 个职能部门。公司在决策审批、财务管理、投融资、工程项目管理、对外投资、招投标、对外担保和会计核算等方面建立了严密的内部控制体系，并且持续、有效地监管和评价公司经营活 动的内部控制体系，不断改进管理，确保公司目标的实现。

为规范公司财务行为，加强财务管理，公司制定了《常州钟楼经济开发区投资建设有限公司财务管理制度》，通过规范、完整的财务管理控制制度以及相关的操作规程，做好各项财务收支的计划、控制、核算、分析和考核等财务基础工作，依法合理筹集资金，如实反映公司财务状况和经营成果，依法计算缴纳国家税收，有效利用公司各项资产，努力提高经济效益，保证投资者权益不受侵害。

为加强公司对外投资活动的管理，保证对外投资活动的规范性、合法性和效益性，公司制定了《常州钟楼经济开发区投资建设有限公司对外投资管理制度》，制度规定公司的对外投资活动，应在授权、执行、会计记录以及资产保管等职责方面有明确的分工，对外投资必须经总经理办公会讨论通过；在进行重大对外投资项目决策之前，必须进行可行性研究；实施对外投资城建工程项目，必须获得相关的授权批准文件（或立项批复），并附有经审批的对外投资预算方案和其他文件。已批准实施的对外投资活动，应由公司相关部门具体负责实施，并定期向总经理提供投资分析报告。

公司投融资管理流程包括常规融资管理流程、政府项目融资流程、全资及控股公司融资担保管理流程。公司相关部门依据年度经营计划制定年度融资计划，结合年度全面预算，拟订融资方案，并对融资成本和潜在风险作出论证评估。公司总经理、董事会分

别在其权限范围对融资事项做出决策。公司监事行使对融资活动的内部控制监督检查权，力求做到全面、科学、细致。各有权审批机构按各自审批权限履行严格的决策程序。公司应按照融资方案确定的用途使用资金，严禁擅自改变资金用途。

对外担保方面，公司制定了《常州钟楼经济开发区投资建设有限公司担保管理制度》，原则上公司不对外提供担保，因业务确实需要对外提供担保时，必须要了解并审查债务人的经营能力、资信、财务与风险，履行内部报批手续，详细审阅担保文件，并经董事会批准，同时公司会对被担保单位的经营、管理等方面的情况进行持续跟踪，以控制或有风险。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务包括工程项目销售、货物销售以及管理服务业务等。近年来，公司主营业务收入和综合毛利率均逐年增长。

2017—2019 年，公司主营业务收入逐年增长，2019 年为 9.57 亿元，同比增长 10.10%，主要系货物销售业务收入增长所致。公司主营业务收入主要来自工程项目销售和货物销售。受工程项目建设进度放缓的影响，2017—2019 年，公司工程项目销售收入逐年下降，2019 年为 3.52 亿元，同比下降 8.45%。2018 年，公司新增货物销售收入 4.62 亿元，2019 年该业务收入 5.57 亿元，同比增长 20.51%，主要系铝锭和电子设备销售增长所致。2017—2019 年，公司管理服务业务收入分别 0.20 亿元、0.22 亿元和 0.48 亿元，2019 年增长主要系子公司联创金陵新增向被服务方常州汀玖置业有限公司收取 0.17 亿元管理费所致。2018 年 11 月，公司转让了下属房地产业务运营主体，公司未来房地产销售收入持续性差。

毛利率方面，2017—2019 年，公司主营业

务综合毛利率逐年上升,分别为 4.12%、5.61% 和 6.83%。2017 年,公司工程项目销售毛利率较低主要系钟楼区政府下调常州钟楼科技创业园项目工程回报率所致,2018—2019 年,该业务毛利率分别为 12.54%和 12.63%。2019 年,公司管理服务业务毛利率上升 39.72 个百分点至 40.26%,主要系子公司联创金陵向被服务方常州汀玖置业有限公司收取 0.17 亿元管

理服务费,且该部分所产生的人力成本未单独核算计入管理服务成本所致。2018—2019 年,公司销售货物业务毛利率分别为 0.09%和 0.29%,处于低水平。

2020年1—6月,公司实现主营业务收入 4.99亿元,主要来自销售货物与工程项目销售业务;主营业务综合毛利率为8.06%,较2019 年略有上升。

表 3 公司主营业务收入及毛利率构成情况(单位:万元、%)

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1—6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	13.03	0.02	-3.09	12.38	0.01	10.13	--	--	--	--	--	--
工程项目销售	67092.66	97.09	4.55	38469.47	44.26	12.54	35219.82	36.80	12.63	29474.11	59.12	12.50
管理服务	2000.64	2.90	-10.26	2224.01	2.56	0.54	4782.68	5.00	40.26	1678.07	3.37	16.41
销售货物	--	--	--	46215.23	53.17	0.09	55693.45	58.20	0.29	18700.59	37.51	0.33
合计	69106.33	100.00	4.12	86921.10	100.00	5.61	95695.96	100.00	6.83	49852.77	100.00	8.06

注:合计数出现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) 基础设施建设

公司受经开区管委会委托负责钟楼经开区范围内基础设施建设业务,近年来,受基础设施项目建设进度放缓的影响,公司工程项目销售收入持续下降。公司在建基础设施建设项目投资规模较大,存在一定的资本支出压力。

公司作为常州钟楼经开区内主要的投资建设主体,主要负责组织实施钟楼经济开发区基础设施建设及配套功能开发建设,主要包括钟楼经开区范围内基础设施建设、公共配套设施建设、大型标志性工程建设等项目。

根据 2002 年公司与经开区管委会签订《常州钟楼经济开发区政府投资项目委托代建框架协议》,经开区管委会按区域开发建设计划将钟楼经济开发区内政府投资项目委托公司代建,并在建成后移交,经开区管委会按代建项目的建造成本加成 20% (2017 年,钟楼区政府下调常州钟楼科技创业园项目工程回报率),以政府回购的方式支付给公司,该部分代建项目资金由钟楼经开区财政局与公司结

算,并通过财政拨款分期支付。其中安置房项目完工后由政府统一回购,并按代建协议规定,回购资金在完工后五年内支付完毕。

代建业务实际操作方式为:公司根据确认的建设任务书,按照有关规定办理立项报批、组织工程招标(包括按有关规定应实施的政府采购)和施工,拨付工程款。项目竣工验收或项目完成后及时送审、审计,审核结束及时与经开区财政局办理结算确认手续,由经开区管委会或经开区财政局与公司共同确认结算价格,并办理资产移交手续。委托代建开发资金结算价由经开区财政局与公司按竣工审计造价或完工审核结果+建设期利息+委托代建管理费构成。项目结算时,由公司提供竣工验收报告、竣工决算报告、贷款及利息计算依据等资料。项目结算后至实际支付款期间的利息,另行给付。

公司自成立起,负责过的基础设施建设项目主要包括紫薇路、童子河北段工程及路灯绿化工程等;配套设施建设项目主要包括中石油地块(中油码头)、运河社区及物管中心及园

区线路工程等项目。公司近几年已完工代建安置房（公租房）项目主要有松涛苑小区一期、丁香苑小区一期及瑞富小区一期项目。

2017—2019年以及2020年1—6月，公司该业务分别确认收入6.71亿元、3.85亿元、3.52亿元和2.95亿元，当期实际收到回款分别为6.71亿元、0.38亿元、2.80亿元和0.00亿元。截至2020年6月底，公司已完工的基础设施建设项项目累计投入37.10亿元，尚未回购金额为10.60亿元。

截至2020年6月底，公司在建的代建项目主要为松涛苑小区项目、丁香苑小区项目、常州联创百度大数据产业园和联创地块等，已累计完成投资总额43.37亿元，未来三年预计投资15.63亿元。

表4 截至2020年6月底公司主要在建基础设施项目情况（单位：万元）

项目	总投资额	已投资额	未来三年计划投资额
松涛苑二期	67119.00	71974.14	0.00
松涛苑二期周边	30000.00	18474.42	0.00
丁香苑二期（一标段）	39000.00	31643.52	7356.48
丁香苑二期（二标段）	39000.00	31643.52	7356.48
丁香苑二期（三标段）	40000.00	32454.88	7545.12
丁香苑二期周边	47000.00	38134.49	8865.51
常州联创百度大数据产业园	160800.00	90201.55	49374.00
联创地块	69680.07	37574.02	5300.00
钟楼汽车城（周边）	32981.07	19730.03	6000.00
邹区实验学校	32597.29	13065.92	19531.37
区政府东侧地块	25373.49	13675.10	8000.00
松涛路北侧地块	20691.29	16475.91	4215.38
卫生服务中心	11880.00	5886.25	5993.75
振中路	10320.00	111.91	7500.00
殷村小镇	32000.00	12701.81	19298.19
合计	658442.21	433747.47	156336.28

注：以上在建项目总投资额包括各项目配套设施及周边绿化、道路、电力、管网等辅助设施；部分项目已投资额超过总投资额主要系建设过程中新增零星工程所致；上表中丁香苑四个项目的总投资额根据最新规划的投资内容进行了调整；上表中卫生服务中心以及邹区实验学校项目的已投资额根据最新投资成本进行了调整

资料来源：公司提供

截至2020年6月底，公司主要拟建基础设施项目为新西路、钟楼开发区融合发展基础设施提升改造项目和钟楼开发区安港片区产业提升项目等，预计总投资合计15.96亿元。

表5 截至2020年6月底公司主要拟建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	拟开工日期
新西路	1000.00	2020.10
钟楼开发区融合发展基础设施提升改造项目	67465.00	2020.10
钟楼开发区安港片区产业提升项目	91102.01	2021.01
合计	159567.01	--

资料来源：公司提供

（2）土地整理业务

近年来公司未开展土地整理业务，该业务未产生收入。公司未来土地整理业务存在一定的不确定性。

受经开区管委会委托，公司对经开区管委会制定的需出让的地块进行拆迁、规划、设计和土地平整等前期工作以达到土地出让条件。公司在年度终了时根据经开区管委会或经开区财政局发出的相关通知进行收入确认，并将相关的前期开发费用列入相应项目的成本。公司接受委托从事土地整理工作，只承担项目工程，不参与收储、招拍挂事宜。

公司土地整理运营的流程为：公司以“预付账款”核算预付的各项工程款，待施工方将分包的工程项目施工完毕后，公司以审批时所附工程合同、工程款支付审批单、发票等原始凭证为依据作为工程建设成本核算，计入“存货”项目，当工程项目确认收入时，形成经开区财政局的应收款项，计入“应收账款”，贷记“主营业务收入”；公司收到返还款后，冲减“应收账款”，即借记“银行存款”，贷记“应收账款”，在现金流量表上计入“销售商品、提供劳务收到的现金”。近年来公司土地整理业务未产生收入，公司土地整理业务存在一定的不确定性。

（3）房地产业务

近年来公司房地产销售收入规模较小，房地产业务持续性差。

公司房地产销售业务由公司全资子公司常州北港置业有限公司（以下简称“北港置业”）管理经营，北港置业具有房地产开发三级资质。2018年，公司收购子公司常州新阳光西林国际食品城有限公司（以下简称“新阳光西林食品城”），该公司持有门面房与商铺等完工房产。

北港置业自成立以来，已完成金玉苑小区¹商品房项目的建设。金玉苑小区商品房项目总投资2.20亿元，建设期为2003—2011年，可售面积达12.04万平方米，共计1196套，该项目自2011年开始销售。受金玉苑小区2015年已基本销售完毕且公司目前无在建商品房项目的影 响，2017—2018年，公司房产销售收入逐年下降，分别为13.03万元和12.38万元，其中2018年主要为车位销售收入；2019年以及2020年1—6月，公司未产生房产销售收入。2018年12月15日，公司将原持有的北港置业股权进行转让，北港置业不再纳入公司的合并报表范围。未来公司拟待新阳光西林食品城的门面房与商铺价值增值后进行出售。

（4）货物销售业务

公司货物销售业务收入持续增长，但业务毛利率很低。

2018年，公司新增货物销售业务。该业务由公司本部负责，主要销售产品为螺纹钢、电解铜、铝锭和电子设备等。

公司采购货物全部转销给各区域贸易商和实体企业，以赚取中间差价，采用“先货后款”的形式。公司与贸易商、实体企业以合同约定形式合作，在买卖货物之前，先订立购销合同，按照合同条款进行货物交易。公司销售时采用款到发货的形式，收到货款后方可出货，销售客户验收货物后向公司出具收货通知单，货物所有权转移至销售客户。

2018—2019年以及2020年1—6月公司分别实现销售货物收入4.62亿元、5.57亿元和

1.87亿元；由于公司是作为中间商而赚取差价，该业务毛利率很低，分别为0.09%、0.29%和0.33%。

表6 公司货物销售明细（单位：万元）

项目	2018年	2019年	2020年1—6月
采购额	38770.27	55530.12	18639.71
销售额	48876.20	55693.45	18700.59

资料来源：公司提供

（5）管理服务业务

2017年，公司新增管理服务业务，该业务主要由子公司北新建设和联创金陵负责，其中北新建设为经开区管委会提供日常管理服务，联创金陵为被服务方提供工程顾问、咨询等管理服务。2017—2019年，公司确认管理服务费收入0.20亿元、0.22亿元和0.48亿元，其中2019年增长主要系子公司联创金陵新增向被服务方常州汀玫置业有限公司收取0.17亿元管理服务费所致。2019年，该业务毛利率上升39.72个百分点至40.26%，主要系联创金陵管理服务业务所产生的人力成本未单独核算计入管理服务成本所致，但是公司管理服务费收入规模占比较小，对公司利润贡献不大。

3. 未来发展

公司以加快常州钟楼经开区基础设施建设及配套功能开发建设为主要职责，未来根据经开区管委会工作计划，公司将持续加大产业项目和基础设施等重点领域的有效投入。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年财务报表，大华会计师事务所（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结论。公司提供的2020年上半年财务数据未经审计。

¹ 金玉苑小区分为安置房项目及商品房项目，分别由公司本部及子公司北港置业负责建设

截至 2020 年 6 月底，公司有合并范围内子公司 16 家。2018 年，公司新增子公司 4 家，其中非同一控制下企业合并子公司 3 家，新设立子公司 1 家；2019 年，公司新增子公司 3 家。2020 年 1—6 月，公司合并范围较 2019 年底无变化。整体看，公司新增子公司规模较小，对财务数据可比性影响较小。

截至 2019 年底，公司资产总额 196.24 亿元，所有者权益 73.96 亿元（含少数股东权益 0.53 亿元）；2019 年公司实现营业收入 9.78 亿元，利润总额 1.01 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司资产总额 203.98 亿元，所有者权益 74.35 亿元（含少数股东权益 0.53 亿元）；2020 年 1—6 月，公司实现营

业收入 5.26 亿元，利润总额 0.40 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，但是流动资产中以代建项目开发成本为主的存货占比较大，应收类款项规模大对公司资金占用明显；公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 14.20%。2019 年底，公司资产总额为 196.24 亿元，较 2018 年底增长 7.09%，主要系货币资金、存货和投资性房地产增长所致，其中流动资产占 83.37%。公司资产以流动资产为主。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.77	11.81	19.01	10.37	24.99	12.73	14.00	6.86
应收账款	1.82	1.21	3.75	2.05	4.58	2.33	7.67	3.76
预付款项	8.04	5.34	9.28	5.06	9.88	5.04	8.80	4.32
其他应收款	60.82	40.42	62.70	34.22	60.91	31.04	60.07	29.45
存货	52.68	35.01	56.31	30.73	62.17	31.68	73.70	36.13
流动资产	141.47	94.02	151.85	82.86	163.61	83.37	166.78	81.76
投资性房地产	4.56	3.03	4.56	2.49	18.35	9.35	18.35	8.99
在建工程	0.00	0.00	3.36	1.83	7.43	3.79	11.15	5.46
其他非流动资产	0.00	0.00	17.69	9.65	1.10	0.56	2.03	0.99
非流动资产	9.00	5.98	31.39	17.13	32.64	16.63	37.20	18.24
资产总额	150.47	100.00	183.25	100.00	196.24	100.00	203.98	100.00

注：合计数出现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及财务报表整理

流动资产

2017—2019 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 7.54%。2019 年底，公司流动资产 163.61 亿元，较 2018 年底增长 7.74%，主要系货币资金和存货增长所致。

2017—2019 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 18.58%。2019 年底，公司货币资金为 24.99 亿元，较 2018 年底增长 31.49%，主要为银行存款 13.63 亿元和其他货币资金（均为受限的货币资金，为银行承兑汇票保证金、信用

保证金、履约保证金、保函保证金和用于担保的存款）11.36 亿元，公司货币资金受限比例较高。

2017—2019 年，公司应收账款持续增长，年均复合增长 58.73%。2019 年底，公司应收账款 4.58 亿元，较 2018 年底增长 22.20%，主要为应收经开区管委会的工程款，占 99.34%，集中度很高。

2017—2019 年，公司预付账款持续增长，年均复合增长 10.87%，为支付的工程款项。2019

年底，公司预付款项9.88亿元，较2018年底增长6.52%，主要为支付的工程款项。

2017—2019年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长0.08%。2019年底，公司其他应收款为60.91亿元，较2018年底下降2.85%，主要为与当地国有企业的往来款；欠款前5名金额占其他应收款总额的70.19%，集中度高。2019年，公司子公司分别与常州青枫投资建设有限公司（以下简称“青枫投资”）、常州瑞洲建设发展有限公司（以下简称“瑞洲建设”）、常州新港城市建设发展有限公司（以下简称“新港城建”）、常州星港商业发展有限公司（以下简称“星港商业”）以及常州云路互联科技有限公司（以下简称“云路互联”）签订《借款协议》，借款43.32亿元给以上五家企业（均为国有企业），其中青枫投资14.10亿元、瑞洲建设5.70亿元、新港城建12.27亿元、星港商业5.52亿元、云路互联5.73亿元，协议约定上述借款无需支付利息，还款截止日为2020年12月31日，如借款人到期未按时还清，自逾期之日起至本息全部清偿之日止按银行逾期利率计收利息或日万分之二点一计收利息。上述借款涉及金额较大，账龄较长，回款存在不确定性。公司其他应收款金额较大，对公司资金占用明显。

表8 2019年底公司其他应收款前五名单位

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	账龄	占其他应收款比率	款项内容
常州青枫投资建设有限公司	14.10	1年以内、1-2年	22.85	往来款
常州新港城市建设发展有限公司	12.27	3年以内	19.88	往来款
常州云路互联科技有限公司	5.73	1年以内	9.28	往来款
常州瑞洲建设发展有限公司	5.70	1年以内	9.24	往来款
常州星港商业发展有限公司	5.52	3年以内	8.94	往来款

合计	43.32	--	70.19	--
----	-------	----	-------	----

资料来源：根据公司审计报告整理

2017—2019年，公司存货持续增长，年均复合增长8.64%。2019年底，公司存货为62.17亿元，较2018年底增长10.42%，其中开发成本58.72亿元，主要为代建项目的投入以及土地整理成本；开发产品3.46亿元，主要为子公司常州新阳光西林国际食品城有限公司的店面房与商铺。

非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长90.46%。2019年底，公司非流动资产32.64亿元，较2018年底增长3.97%，主要系投资性房地产增长所致。

2017年底，公司新增投资性房地产4.56亿元，系公司将存货、固定资产以及在建工程中部分项目转入投资性房地产所致。2018年底，公司投资性房地产4.56亿元，较上年底基本保持一致。2019年底，公司投资性房地产18.35亿元，较2018年底增加13.78亿元，主要系公司将2018年收到的经开区管委会划入资产12.57亿元从其他非流动资产调整计入投资性房地产所致。

2018年底，公司新增在建工程3.36亿元，主要为联创百度大数据一期工程1-5#楼项目。2019年底，公司在建工程7.43亿元，较2018年底增长121.05%，主要系联创百度大数据一期工程1-5#楼项目投入增加所致。

2018年底，公司新增其他非流动资产17.69亿元，包括：收到经开区管委会划入资产12.57亿元（其中未办理权证房地产金额9.06亿元）；预付土地款3.98亿元；预付固定资产款1.14亿元。2019年底，公司其他非流动资产1.10亿元，主要由预付固定资产款构成。

2020年6月底，公司资产总额203.98亿元，较上年底增长3.94%，主要系存货和在建工程增长所致。

截至 2020 年 6 月底，公司受限资产合计 20.71 亿元，受限比例为 10.15%，其中货币资金受限 10.93 亿元、存货因借款抵押受限 4.70 亿元、投资性房地产因借款抵押受限 4.26 亿元、固定资产因借款抵押受限 0.06 亿元、无形资产因借款抵押受限 0.77 亿元。

3. 负债及所有者权益

近年来，公司所有者权益持续增长，资本公积和实收资本占比较大，权益稳定性较好；公司债务规模持续增长，以长期债务为主，但短期债务占比有所上升，未来随着项目建设投入持续增加，公司债务负担或将继续加重。

所有者权益

2017—2019年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长11.57%。2019年底，公司所有者权益73.96亿元，较2018年底增长1.54%，其中实收资本占13.52%、资本公积占63.92%、未分配利润占18.27%，盈余公积占3.29%，其他综合收益占比较小。

2017—2019年，公司实收资本无变化，均为10.00亿元。

2017—2019年，公司资本公积持续增长，年均复合增长17.35%。2019年底，公司资本公积47.27亿元，较2018年底增长0.80%，主要系公司收到经开区管委会无偿划拨童子河西路16-4号厂房资产0.37亿元所致；公司资本公积由拨款转入以及划拨资产构成。

2017—2019年，公司未分配利润持续增长，分别为12.15亿元、12.90亿元和13.51亿元，主要来自留存收益的累积。

2020年6月底，公司所有者权益74.35亿元，较2019年底变化不大。

负债

2017—2019年，公司负债规模持续增长，年均复合增长15.88%。2019年底，公司负债合计122.28亿元，较2018年底增长10.76%，其中流动负债占49.11%，非流动负债占50.89%。

2017—2019年，公司流动负债持续增长，

年均复合增长31.15%。2019年底，公司流动负债60.05亿元，较2018年底增长19.53%，主要系短期借款、预收款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债增加所致。

2017—2019年，公司短期借款持续增长，年均复合增长22.38%。2019年底，公司短期借款14.65亿元，较2018年底增长45.40%，包括质押借款7.53亿元、保证借款6.17亿元和抵押借款0.95亿元。

2017—2019年，公司应付票据波动中有所下降，年均复合下降15.36%。2019年底，公司应付票据同比下降57.14%至4.80亿元。

2017—2019年，公司应付账款持续下降，年均复合下降14.04%。2019年底，公司应付账款6.65亿元，较2018年底下降25.78%，为应付工程款。

2017—2019年，公司预收款项持续增长，分别为0.04亿元、2.29亿元和6.61亿元，主要系预收代建项目款和预收货款增加所致。

2017—2019年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长77.01%。2019年底，公司其他应付款7.79亿元，较2018年底下降3.82%，主要系往来款下降所致。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长71.30%。2019年底，公司一年内到期的非流动负债为11.77亿元，较2018年底增长69.17%，其中一年内到期的长期借款3.75亿元、一年内到期的应付债券5.50亿元、一年内到期的长期应付款2.53亿元。

2019年底，公司新增其他流动负债4.99亿元，为当年发行的“19钟楼经开CP001”，已调整计入短期债务核算。

2017—2019年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长5.28%。2019年底，公司非流动负债62.23亿元，较2018年底增长3.43%，主要系长期借款和应付债券增加所致。

2017—2019年，公司长期借款持续增长，年均复合增长12.38%。2019年底，公司长期借款25.74亿元，较2018年底增长8.06%，主要为

抵押借款和保证借款。

2017—2019年，公司应付债券持续增长，年均复合增长2.50%。2019年底，公司应付债券33.69亿元，较2018年底增长4.83%，为“16钟楼债/PR钟楼债”“17钟经开PPN001”“17钟经开PPN002”“17苏钟楼经开ZR001”“18钟楼经开MTN001”和“19钟楼经开MTN001”。

2017—2019年，公司长期应付款波动下降，年均复合下降13.38%。2019年底，公司长期应付款2.73亿元，较2018年底下降34.26%，主要系部分长期非金融机构借款计入一年内到期的非流动负债所致。公司长期非金融机构借款已调整计入长期债务核算。

2020年6月底，公司负债总额129.64亿元，较2019年底增长6.02%，主要系其他应付款增加所致；其中流动负债占59.80%，非流动负债占40.20%，非流动负债占比有所下降。

有息债务方面，2017—2019年，公司全部债务持续增长，年均复合增长13.37%。2019年底，公司有息债务98.05亿元，较2018年底增长11.40%，其中短期债务36.22亿元，长期债务61.83亿元，公司债务以长期债务为主。2020年6月底，公司有息债务96.17亿元，较2019年底下降1.92%，其中短期债务占46.23%，长期债务占53.77%，短期债务占比有所上升。

表9 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
短期债务	20.52	28.23	36.22	44.46
长期债务	55.76	59.78	61.83	51.71
全部债务	76.28	88.02	98.05	96.17
长期债务资本化比率	48.42	45.08	45.53	41.02
全部债务资本化比率	56.22	54.72	57.00	56.40
资产负债率	60.51	60.25	62.31	63.55

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

债务指标方面，2017—2019年，公司长期债务资本化比率呈下降趋势，2019年底为45.53%。2017—2019年，公司全部债务资本化比率和资产负债率均呈上升趋势，2019年底分

别为57.00%和62.31%。2020年6月底，上述三项指标分别为41.02%、56.40%和63.55%，较上年底变化不大。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入持续增长，利润总额对政府补助的依赖性较强。

2017—2019年，公司营业收入持续增长，年均复合增长15.84%。2019年，受货物销售业务收入增长的影响，公司营业收入为9.78亿元，同比增长8.98%。2017—2019年，公司营业成本持续增长，2019年为9.13亿元，同比增长10.32%。2017—2019年，公司营业利润率波动上升，2019年为4.88%。

表10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
营业收入	7.29	8.97	9.78
其他收益	0.97	0.70	0.93
利润总额	1.19	1.18	1.01
营业利润率	1.90	5.92	4.88
总资本收益率	0.70	0.57	0.47
净资产收益率	1.60	1.18	0.98

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2017—2019年，公司期间费用分别为0.36亿元、0.41亿元和0.37亿元，年均复合增长0.56%，主要由管理费用构成；2019年，公司期间费用同比下降9.52%，主要系2019年产生利息收入0.16亿元导致当年财务费用为负值所致。2017—2019年，公司期间费用占营业收入的比重有所上升，分别为4.99%、4.53%和3.76%。

2017—2019年，公司分别收到政府补助0.97亿元、0.70亿元和0.93亿元，计入其他收益。2017—2019年，公司利润总额分别为1.19亿元、1.18亿元和1.01亿元，利润总额对政府补助的依赖性较强。

从盈利指标看，2017—2019年，公司总资本收益率与净资产收益率持续下降，2019年分别为0.47%和0.98%。

2020年1—6月，公司实现营业收入5.26亿元，营业成本为4.69亿元，利润总额为0.40亿元，营业利润率为9.44%。

5. 现金流

近年来，公司经营性净现金流波动较大，投资活动净现金流持续为负；随着公司基础设施工程建设持续推进及债务偿还，公司存在较大对外融资需求。

经营活动方面，2017—2019年，公司经营活动现金流入量持续增长，年均复合增长57.41%，2019年为63.48亿元，同比增长67.15%，主要包括销售商品、提供劳务收到的现金13.10亿元（主要由以前年度确认收入的基础设施建设项目回购款以及货款构成）和收到的其他与经营活动有关的现金50.37亿元（主要为资金往来48.80亿元）。2017—2019年，公司经营活动现金流出波动中有所增长，年均复合增长26.08%，2019年为65.71亿元，同比增长96.66%，主要包括购买商品、接受劳务支付的现金15.45亿元和支付的其他与经营活动有关的现金49.65亿元（其中资金往来49.52亿元）。2017—2019年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-15.72亿元、4.57亿元和-2.23亿元。从收入实现质量指标看，2017—2019年，公司现金收入比分别为160.93%、105.42%和133.99%，公司收现质量好。

表11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
经营活动现金流入量	25.62	37.98	63.48
经营活动现金流出量	41.33	33.41	65.71
经营活动现金流量净额	-15.72	4.57	-2.23
现金收入比	160.93	105.42	133.99
投资活动现金流量净额	-2.15	-5.75	-1.09
筹资活动现金流量净额	24.32	-1.91	7.32

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2017—2019年，公司投资活动现金流入大幅下降，分别为18.26亿元、0.01亿元和0.50亿元。2017年，公司投资活动

现金流入规模较大主要为理财产品到期所致；2019年，公司投资活动现金流入为收回投资收到的现金0.50亿元（子公司投资款）。2017—2019年，投资活动现金流出量持续下降，分别为20.40亿元、5.76亿元和1.59亿元。2017年，公司投资活动现金流出主要为投资支付的现金14.90亿元（系购买理财产品所致）；2018年，公司投资活动现金流出主要为建设经营性项目支付的现金5.55亿元；2019年，公司投资活动现金流出主要由购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金0.39亿元、投资支付的现金0.49亿元和取得子公司及其他营业单位支付的现金净额0.71亿元构成。2017—2019年，公司投资活动产生的现金净流出分别为2.15亿元、5.75亿元和1.09亿元。

筹资活动方面，2017—2019年，公司筹资活动现金流入量波动中有所下降，分别为62.27亿元、27.51亿元和55.99亿元。2019年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金37.92亿元和收到其他与筹资活动有关的现金18.08亿元（为公司向其他非金融企业借款2.00亿元和货币资金解除受限导致现金流入16.08亿元）。2017—2019年，公司筹资活动现金流出量波动中有所增长，分别为37.95亿元、29.42亿元和48.67亿元。2019年，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息28.72亿元和支付其他与筹资活动有关的现金19.95亿元（为公司偿还其他非金融企业借款2.00亿元和货币资金受限导致现金流出17.95亿元）。2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为24.32亿元、-1.91亿元和7.32亿元。

2020年1—6月，公司经营活动现金流净流入0.35亿元；投资活动现金净流出2.04亿元；筹资活动现金流净流出8.88亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿付压力较大，长期偿债能力指标表现较弱；考虑到公司是常州市钟楼经济开

发区主要的基础设施投资建设主体经开区管委会对公司持续的支持,公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看,2017—2019年,公司流动比率与速动比率持续下降,2019年底分别为272.45%和168.91%,2020年6月底分别为215.13%和120.06%。2017年以及2019年,公司经营产生的现金流量净额为负数,对流动负债无保障能力;2018年底经营现金流动负债比为9.09%,经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保障能力较弱。2020年6月底,公司现金类资产为短期债务的0.35倍,考虑到公司货币资金中受限比例较高,公司短期偿付压力较大。

从长期偿债能力指标看,2017—2019年,公司EBITDA分别为1.52亿元、1.58亿元和1.36亿元,全部债务/EBITDA分别为50.27倍、55.59倍和72.03倍,EBITDA利息倍数分别为2.23倍、1.16倍和1.64倍。公司长期偿债能力指标表现较弱。

截至2020年6月底,公司累计共获得授信总额46.33亿元,剩余授信额度6.30亿元,公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2020年6月底,公司合并口径对外担保余额总计45.82亿元(见附件3),担保比率为61.63%,被担保公司经营情况良好,其中对国有企业担保余额为42.60亿元。公司对民营企业金土地建设集团有限公司及其关联企业的担保以公司应付其的工程款作为反担保。整体看,公司对外担保规模大,且包含对民营企业担保,存在一定或有负债风险。

7. 母公司财务分析

公司资产、权益、收入和利润主要来自母公司,母公司整体债务负担较重。

2019年底,母公司资产总额149.36亿元,较2018年底增长4.35%。其中,流动资产占80.44%。母公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成,非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成。

2019年底,母公司所有者权益为73.29亿元,较2018年底略有增长。其中,实收资本占13.64%、资本公积占64.46%,母公司所有者权益较为稳定。

2019年底,母公司负债总额76.07亿元,较2018年底增长7.38%,其中流动负债占49.73%,非流动负债占50.27%。母公司2019年底资产负债率为50.93%,较2018年底略有增长,整体债务负担有所加重。

2019年,母公司实现营业收入8.75亿元;营业成本为8.22亿元;利润总额为0.83亿元,同比下降23.96%。

2020年6月底,母公司资产总额158.69亿元,所有者权益73.67亿元;2020年1—6月,母公司实现营业收入4.61亿元,利润总额0.38亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模3.00亿元,分别相当于2020年6月底公司长期债务和全部债务的5.80%和3.12%,其发行对公司现有债务规模及结构影响不大。

2020年6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63.55%、56.40%和41.02%。考虑公司2020年7月发行的超短期融资债券(4.00亿元),预计本期中期票据发行后,公司上述三项指标将分别上升至64.76%、58.12%和42.39%,公司债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据募集资金用于偿还有息债务,公司实际债务负担将小于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019年,公司经营产生的现金流量分别为25.62亿元、37.98亿元和63.48亿元,分别为本期中期票据拟发行规模的8.54倍、12.66倍和21.16倍。2017年以及2019年,公司经营性净现金流均为负,对本期中期票据

偿还无保障能力；2018年，公司经营性净现金流 4.57 亿元，为本期中期票据拟发行规模的 1.52 倍。2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 1.52 亿元、1.58 亿元和 1.36 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的 0.51 倍、0.53 倍和 0.45 倍。

总体看，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力强。

十、结论

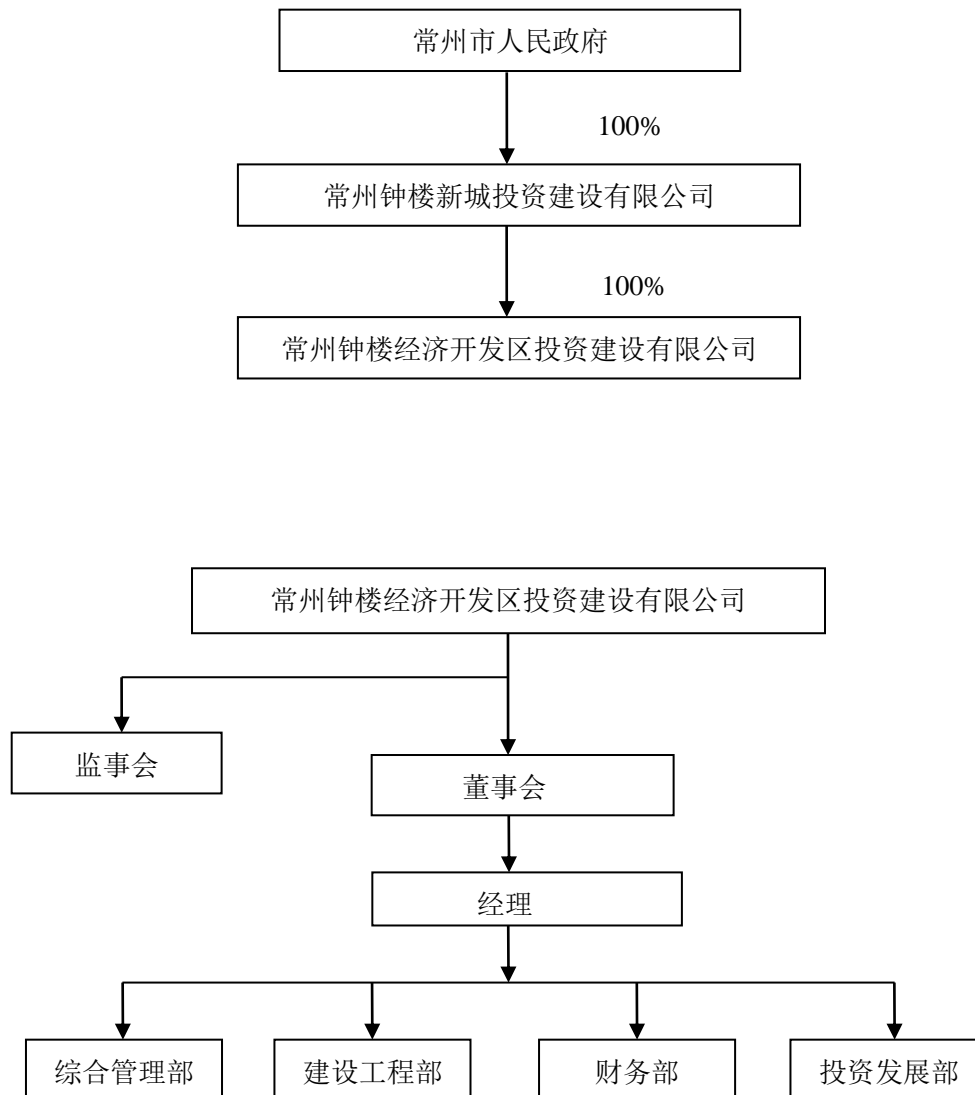
近年来，常州市以及钟楼区经济持续发展、财政实力不断增强，公司发展的外部环境良好。公司是常州钟楼经济开发区内主要的基础设施投资建设及土地整理运作主体，近年来，在资金以及资产注入、政府补助等方面获得经开区管委会及股东的大力支持。

近年来，公司在建基础设施建设项目投资规模较大，存在一定的资本支出压力；公司资产规模持续增长，以流动资产为主，但是流动资产中以代建项目开发成本为主的存货占比较大，应收类款项规模大对公司资金占用明显；公司资产流动性较弱，资产质量一般；公司债务规模持续增长，以长期债务为主，但短期债务占比有所上升，未来随着项目建设投入持续增加，公司债务负担或将加重公司营业收入持续增长，利润总额对政府补助的依赖性较强。

未来，随着常州钟楼经济开发区基础设施建设进程的持续推动，公司业务具有持续性并将继续得到钟楼经开区政府的有力支持。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强；同时考虑到经开区管委会及股东给予公司的各项支持，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还风险很低。

附件 1 截至 2020 年 6 月底公司股权结构图以及组织架构图



附件 2 截至 2020 年 6 月底公司纳入合并范围的子公司情况

序号	子公司全称	经营范围	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	取得方式
1	常州梧桐苑综合市场有限公司	管理服务	100.00	100.00	投资设立
2	常州钟楼经济开发区北新投资建设 建设有限公司	项目建设、投资，物业管理	100.00	100.00	投资设立
3	常州金瑞达科技有限公司	机车车辆配件及工艺装备	100.00	100.00	收购
4	常州新阳光置业有限公司	房地产开发、物业管理	100.00	100.00	收购
5	常州新阳光西林国际食品城有限 公司	市场管理服务、市场设施 租赁	100.00	100.00	收购
6	常州钟楼园林绿化投资建设有限 公司	园林绿化投资建设及管理	100.00	100.00	投资设立
7	常州钟楼管网水利投资建设有限 公司	水利管网投资建设及管理	100.00	100.00	投资设立
8	常州联创金陵科技置业有限公司	房地产开发与经营	38.10	80.00	收购
9	常州港云投资管理有限公司	投资管理、项目投资、资 产管理	100.00	100.00	投资设立
10	常州北港文化创意发展有限公司	文化艺术策划、咨询	100.00	100.00	投资设立
11	常州殷村职教小镇投资发展有限 公司	基础设施建设项目及旅游 项目的投资	90.00	90.00	投资设立
12	常州市机动车检测站有限公司	机动车安全技术检测	100.00	100.00	收购
13	常州和枫环保科技有限公司	环保科技领域内的技术开 发、技术转让、技术咨询 和技术服务	100.00	100.00	收购
14	常州新港物业服务有限公司	物业管理服务	100.00	100.00	收购
15	常州文科融合发展有限公司	文化艺术交流与策划	100.00	100.00	收购
16	常州星港置业有限公司	房地产开发、经营	100.00	100.00	收购

资料来源：公司提供

附件3 截至2020年6月底公司对外担保情况

被担保单位名称	担保类型	担保余额（万元）	到期日
常州港瑞商贸有限公司	保证	9893.00	2021/5/24
常州港瑞商贸有限公司	保证	6000.00	2020/12/27
常州港瑞商贸有限公司	保证	5000.00	2020/8/14
常州港瑞商贸有限公司	保证	5000.00	2020/12/12
常州港瑞商贸有限公司	保证	1000.00	2020/9/27
常州港瑞商贸有限公司	保证	5000.00	2020/8/7
常州青枫对外贸易有限公司	保证	3600.00	2020/10/14
常州瑞洲建设发展有限公司	保证	17000.00	2024/11/10
常州瑞洲建设发展有限公司	保证	6900.00	2021/6/8
常州瑞洲建设发展有限公司	保证	5000.00	2021/3/23
常州瑞洲建设发展有限公司	保证	3000.00	2024/11/10
常州瑞洲建设发展有限公司	保证	4900.00	2023/6/3
常州瑞洲建设发展有限公司	保证	9000.00	2025/6/17
常州瑞洲建设发展有限公司	保证	11000.00	2025/6/17
常州瑞洲建设发展有限公司	保证	6000.00	2021/6/28
常州市帝舵商贸有限公司	保证	3950.00	2020/8/30
常州市五星发展有限公司	保证	20000.00	2021/9/29
常州市众华建材科技有限公司	保证	4000.00	2020/12/18
常州市众华建材科技有限公司	保证	2800.00	2020/10/15
常州新港城市建设发展有限公司	保证	41100.00	2024/6/15
常州新港城市建设发展有限公司	保证	20000.00	2020/8/20
常州新港城市建设发展有限公司	保证	10000.00	2024/8/10
常州新港城市建设发展有限公司	保证	10000.00	2024/8/10
常州新港城市建设发展有限公司	保证	3000.00	2021/5/19
常州新港城市建设发展有限公司	保证	1000.00	2021/3/11
常州新港城市建设发展有限公司	保证	11000.00	2020/12/30
常州新港城市建设发展有限公司	保证	4900.00	2020/9/21
常州星港农贸市场	保证	5000.00	2020/10/30
常州星港农贸市场	保证	4900.00	2021/1/7
常州星港农贸市场	保证	3000.00	2020/8/1
常州星港农贸市场	保证	3000.00	2021/2/11
常州星港农贸市场	保证	2000.00	2020/8/6
常州星港商业发展有限公司	保证	5000.00	2020/12/18
常州星港商业发展有限公司	保证	4000.00	2023.06.28
常州星港商业发展有限公司	保证	3000.00	2020/8/13

被担保单位名称	担保类型	担保余额（万元）	到期日
常州泽洲城镇建设发展有限公司	保证	20000.00	2024/6/27
常州泽洲城镇建设发展有限公司	保证	9500.00	2021/9/10
常州泽洲城镇建设发展有限公司	保证	9500.00	2023/11/22
常州泽洲城镇建设发展有限公司	保证	7500.00	2029/3/23
常州泽洲城镇建设发展有限公司	保证	5000.00	2021/3/23
常州泽洲城镇建设发展有限公司	保证	5000.00	2020/8/27
常州钟楼高新技术创业服务中心	保证	8000.00	2020/7/4
常州钟楼高新技术创业服务中心	保证	5000.00	2020/12/10
常州钟楼高新技术创业服务中心	保证	3000.00	2020/10/14
常州钟楼高新技术创业服务中心	保证	4400.00	2021/2/18
常州钟楼高新技术创业服务中心	保证	4800.00	2021/10/10
常州钟楼高新技术创业服务中心	保证	5000.00	2021/3/12
常州钟楼高新技术创业服务中心	保证	5000.00	2020/8/9
常州钟楼高新技术创业服务中心	保证	1300.00	2021/4/26
常州邹区水务工程有限公司	保证	23254.10	2023/8/29
常州邹区水务工程有限公司	保证	10000.00	2023/6/20
常州邹区水务工程有限公司	保证	1000.00	2020/12/24
常州邹区水务工程有限公司	保证	1000.00	2021/5/22
江苏正本净化节水科技实业有限公司	保证	7000.00	2020/12/17
金土地建设集团有限公司	保证	8000.00	2021/3/29
金土地建设集团有限公司	保证	5000.00	2021/5/15
金土地建设集团有限公司	保证	3600.00	2020/12/6
金土地建设集团有限公司	保证	1800.00	2021/1/16
云和（常州）智慧城市研究院有限公司	保证	5000.00	2021/6/22
幸汇云峰大数据发展有限公司	保证	20000.00	2024/6/10
常州华睿新能源汽车发展有限公司	保证	4000.00	2021/6/22
常州邹区灯具电商产业有限公司	保证	10000.00	2027/12/13
常州邹区灯具电商产业有限公司	保证	5600.00	2030/12/13
合计	--	458197.10	--

资料来源：公司提供

附件 4 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	17.78	19.42	24.99	15.36
资产总额（亿元）	150.47	183.25	196.24	203.98
所有者权益（亿元）	59.42	72.84	73.96	74.35
短期债务（亿元）	20.52	28.23	36.22	44.46
长期债务（亿元）	55.76	59.78	61.83	51.71
全部债务（亿元）	76.28	88.02	98.05	96.17
营业收入（亿元）	7.29	8.97	9.78	5.26
利润总额（亿元）	1.19	1.18	1.01	0.40
EBITDA（亿元）	1.52	1.58	1.36	--
经营性净现金流（亿元）	-15.72	4.57	-2.23	0.35
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.74	3.00	2.24	--
存货周转次数（次）	0.13	0.15	0.15	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.05	--
现金收入比（%）	160.93	105.42	133.99	60.75
营业利润率（%）	1.90	5.92	4.88	9.44
总资本收益率（%）	0.70	0.57	0.47	--
净资产收益率（%）	1.60	1.18	0.98	--
长期债务资本化比率（%）	48.42	45.08	45.53	41.02
全部债务资本化比率（%）	56.22	54.72	57.00	56.40
资产负债率（%）	60.51	60.25	62.31	63.55
现金短期债务比（倍）	0.87	0.69	0.69	0.35
流动比率（%）	405.23	302.28	272.45	215.13
速动比率（%）	254.35	190.19	168.91	120.06
经营现金流动负债比（%）	-45.01	9.09	-3.71	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.23	1.16	1.64	--
全部债务/EBITDA（倍）	50.27	55.59	72.03	--

注：2020 年上半年财务数据未经审计；其他应付款、其他流动负债中有息债务部分已计入短期债务核算；长期应付款中有息债务部分已计入长期债务核算

附件 5 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	9.15	12.10	12.51	2.42
资产总额（亿元）	117.43	143.13	149.36	158.69
所有者权益（亿元）	58.90	72.29	73.29	73.67
短期债务（亿元）	3.33	5.30	17.04	17.30
长期债务（亿元）	37.04	40.59	37.90	32.24
全部债务（亿元）	40.37	45.89	54.94	49.54
营业收入（亿元）	7.07	8.66	8.75	4.61
利润总额（亿元）	1.12	1.09	0.83	0.38
EBITDA（亿元）	1.17	1.13	0.86	--
经营性净现金流（亿元）	-11.58	5.78	-4.30	-1.94
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.69	2.94	2.03	--
存货周转次数（次）	0.13	0.16	0.16	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.07	0.06	--
现金收入比（%）	162.55	102.64	132.69	39.73
营业利润率（%）	2.72	5.83	4.94	9.38
总资本收益率（%）	0.96	0.69	0.49	--
净资产收益率（%）	1.63	1.13	0.85	--
长期债务资本化比率（%）	38.60	35.96	34.09	30.44
全部债务资本化比率（%）	40.67	38.83	42.84	40.21
资产负债率（%）	49.84	49.49	50.93	53.57
现金短期债务比（倍）	2.75	2.28	0.73	0.14
流动比率（%）	579.93	383.48	317.58	244.61
速动比率（%）	304.71	213.57	177.30	132.19
经营现金流负债比（%）	-64.87	19.33	-11.38	--
全部债务/EBITDA（倍）	34.58	40.54	64.22	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.42	0.84	0.66	--

注：2020 年上半年财务数据未经审计；其他流动负债中有息债务部分已计入短期债务核算；长期应付款中有息债务部分已计入长期债务核算

附件 6 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期非流动负债+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 7-1 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 7-2 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 7-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 常州钟楼经济开发区投资建设有限公司 2021 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

常州钟楼经济开发区投资建设有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

常州钟楼经济开发区投资建设有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对常州钟楼经济开发区投资建设有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，常州钟楼经济开发区投资建设有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注常州钟楼经济开发区投资建设有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现常州钟楼经济开发区投资建设有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对常州钟楼经济开发区投资建设有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如常州钟楼经济开发区投资建设有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对常州钟楼经济开发区投资建设有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与常州钟楼经济开发区投资建设有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。