

信用等级公告

联合[2018]2205 号

江苏先行建设有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2018 年江苏先行建设有限公司绿色债券进行了主动评级，确定：

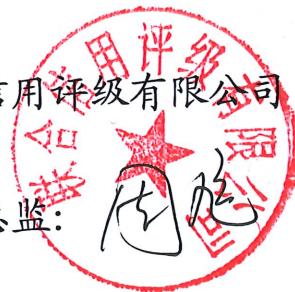
江苏先行建设有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

江苏先行建设有限公司拟发行的 2018 年江苏先行建设有限公司绿色债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二零一八年七月九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2018 年江苏先行建设有限公司 绿色债券主动评级报告

本次债券信用等级: AAA_{pi}

公司主体长期信用等级: AA_{pi}

担保方级别: AAA_{pi}

评级展望: 稳定

发行规模: 不超过 3.00 亿元

债券期限: 7 年

担保方: 江苏省信用再担保有限公司

担保方式: 无条件不可撤销的连带责任保证担保

还本付息方式: 按年付息, 在债券存续期的第 3~7 个计息年末分别按照本次债券发行总额的 20% 偿还债券本金

评级时间: 2018 年 7 月 9 日

主要财务数据:

发行人

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	114.32	132.42	322.94
所有者权益 (亿元)	39.88	51.21	129.40
长期债务 (亿元)	32.21	28.19	109.61
全部债务 (亿元)	61.25	67.48	154.67
营业收入 (亿元)	8.40	15.82	16.49
净利润 (亿元)	1.37	1.49	1.59
EBITDA (亿元)	4.51	4.38	4.57
经营性净现金流 (亿元)	-20.13	13.52	3.50
营业利润率 (%)	29.43	20.98	16.95
净资产收益率 (%)	3.42	2.90	1.23
资产负债率 (%)	65.11	61.33	59.93
全部债务资本化比率 (%)	60.56	56.86	54.45
流动比率 (倍)	1.66	1.21	2.57
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.04	0.05	0.02

担保方

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	86.54	108.48	122.24
所有者权益 (亿元)	56.90	69.86	71.73
母公司净资产 (亿元)	49.87	61.44	62.34
母公司净资本 (亿元)	21.45	26.27	23.64
担保余额 (亿元)	772.06	921.24	1,046.23
担保责任余额 (亿元)	285.31	491.65	633.53
净资产担保倍数 (倍)	5.72	8.00	10.16
净资本担保倍数 (倍)	13.30	18.71	26.80
营业收入 (亿元)	9.14	10.03	11.26
净利润 (亿元)	2.61	2.84	3.19
平均资产收益率 (%)	3.26	2.92	2.77
平均净资产收益率 (%)	5.04	4.49	4.51

数据来源: 公司审计报告和提供资料, 联合评级整理。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对江苏先行建设有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为常州市武进区主要的交通基础设施投资建设主体, 得到了武进区政府在资金与资产注入和股权划转等方面的大力支持; 公司在公路、桥梁建设等方面资质齐全、施工经验丰富。同时, 联合评级也关注到, 公司应收类款项、存货、用于抵押的投资性房地产规模较大, 对资金形成一定占用, 债务规模快速增长等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

2017 年公司收购江苏广湖建设有限公司 (以下简称“广湖建设”) 后, 公司资产规模大幅增加, 经营业务更加多元化。未来, 随着公司业务范围的扩展, 公司收入规模有望不断扩大。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

江苏省信用再担保有限公司 (以下简称“江苏再担保”) 为本次债券提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 江苏再担保实力极强, 有效提升了本次债券的偿付能力。

本次债券募投项目均属国家发展改革委办公厅关于印发《绿色债券发行指引》认定范围; 本次债券设置分期偿付条款有助于减轻公司集中偿付压力, 同时经营活动现金流入量对本次债券需偿付本金的保障程度较强。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 公司本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势:

1. 常州市武进区经济发展持续向好, 为公司业务发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为武进区主要的交通基础设施投资建设主体, 在资金与资产注入和股权划转等方面得到了政府的大力支持。

3. 公司合并广湖建设后，资产规模大幅增加，经营业务更加多元化。

4. 公司经营活动现金流入量对本次债券需偿付本金的保障程度较强。

5. 江苏再担保为本次债券提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保有效提升了本次债券的偿付安全性。

关注：

1. 合并广湖建设后，公司应收类款项、存货及用于抵押的投资性房地产规模大幅增加，土地抵押比率高，公司资产流动性差。

2. 合并广湖建设后，公司债务规模快速增长，存在一定的偿债压力。

3. 土地使用权的公允价值变动对公司利润总额的增加影响较大。

4. 公司项目储备不足，联合评级将密切关注公司未来拟建项目储备情况。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以 pi 后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由江苏先行建设有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因江苏先行建设有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与江苏先行建设有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对江苏先行建设有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



一、主体概况

江苏先行建设有限公司（以下简称“江苏先行”或“公司”）于 2012 年 3 月经常州市武进区财政局办公室出具的武财国（2011）23 号文批准，由常州市武进区国有（集体）资产管理办公室（以下简称“武进区国资办”）出资成立的有限责任公司，初始注册资本 6.00 亿元。2014 年 3 月，股东武进区国资办以货币方式增资 6.00 亿元，增资后注册资本 12.00 亿元。2016 年 3 月常州市武进区国有资产监督管理委员会下发《关于股权划转的通知》，将武进区国资办持有公司 100% 股权无偿转让给江苏先行控股集团有限公司（以下简称“先行控股”，先行控股为武进区国资办 100% 控股的公司）。截至 2017 年底，公司实收资本和注册资本均为 12.00 亿元，其中实物出资 4.20 亿元，货币资金为 7.80 亿元。先行控股为公司的全资股东，公司实际控制人为武进区国资办。

公司经营范围：区政府授权范围内的国有资产的经营管理及咨询服务；交通基础设施建设项目投资及资产经营管理服务；房屋建筑工程、市政基础工程、道路及绿化工程、桥梁工程、航道工程施工；园林建筑工程、仿古建筑工程、土木建筑工程、园林及公路绿化工程设计、施工、养护；路灯照明工程、公路工程设计、施工。

截至 2017 年底，公司本部设综合部、财务部和经营部 3 个部门（详见附件 1）；公司纳入合并报表范围的一级子公司共 5 家。

截至 2017 年底，公司资产总额 322.94 亿元，负债 193.55 亿元，所有者权益 129.40 亿元（含少数股东权益 40.26 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 16.49 亿元，净利润 1.59 亿元（含少数股东损益 0.92 亿元）；公司经营活动现金流量净额 3.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 33.40 亿元。

公司注册地址：武进区延政中大道 18-1 号（水务大厦）；法定代表人：张志鸿。

二、本次债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

本次发行的绿色债券名称为“2018 年江苏先行建设有限公司绿色债券”（以下简称“本次债券”），本次债券拟发行规模不超过 3.00 亿元，期限 7 年，采用固定利率按年付息。本次债券设立提前偿还条款，在债券存续期的第 3~7 个计息年末分别按照本次债券发行总额的 20% 偿还债券本金。

本次债券由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募投项目概况

本次债券募集资金 3.00 亿元，其中 1.50 亿元用于滨湖污水处理厂一期工程项目（以下简称“募投项目”），1.50 亿元用于补充营运资金。募投项目计划总投资金额及拟使用募集资金情况见下表。

表 1 本次债券募投项目及募集资金拟使用情况（单位：万元、%）

项目名称	项目计划总投资	拟使用募集资金	募集资金占总投资比例
滨湖污水处理厂一期工程项目	45,069.00	15,000.00	33.28

资料来源：公司提供

（1）募投项目概况

根据《滨湖污水处理厂一期工程项目申请报告》，募投项目位于武进经发区东北部，具体在河新路以南、锦虹北路西侧、长塘路以北、凤苑路以东围合的范围内。募投项目总面积 116,424.10 平方米，设计日处理规模 5.00 万 m³/d。

根据《绿色债券发行指引》，募投项目属于“一、适用范围和支持重点/（七）污染防治项目。包括污水垃圾等环境基础设施建设，大气、水、土壤等突出环境问题治理，危废、医废、工业尾矿等处理处置”中的污水垃圾等环境基础设施建设项目。项目建成后，预计每年可有效降低 CODcr 排放量 7,878 吨、BOD5 排放量 3,103 吨、SS 排放量 3,835 吨、NH₃-N 排放量 548 吨、TN 排放量 639 吨、TP 排放量 82 吨，利于本地区水体质量的优化及太湖流域污染的防止。同时，根据常州市发展和改革委员会文件《市发改委关于转下达重点流域水污染防治 2017 年中央预算内投资计划的通知》（常发改【2017】58 号）以及江苏省发展和改革委员会文件《省发改委关于分解下达重点流域水污染防治 2017 年中央预算内投资计划的通知》（苏发改投资发【2017】339 号），募投项目已被列入“重点流域水污染防治 2017 年中央预算内投资计划”，并获得中央专项建设资金 2,840.00 万元，项目符合《重点流域水污染防治管理办法》。

募投项目总投资 4.51 亿元，拟使用募集资金 1.50 亿元。

（2）项目审批情况

募投项目已经通过了常州市武进区发展和改革委员会、常州市武进区环境保护局等相关主管部门的审批，具体批复文件如表 2 所示：

表 2 募投项目审批表

序号	批准文件	批准文号	印发日期
1	滨湖污水处理厂一期工程社会稳定风险评估报告评审会评审意见	--	2015 年 1 月 21 日
2	《区发展和改革局关于江苏大禹水务股份有限公司滨湖污水处理厂一期工程节能评估报告书的审查意见》	武发改能审[2015]6 号	2015 年 2 月 13 日
3	《武进区环保局关于江苏大禹水务股份有限公司“滨湖污水处理厂一期工程”项目环境影响报告书的批复》	武环开复[2015]24 号	2015 年 4 月 27 日
4	《关于核准滨湖污水处理厂一期项目的通知》	武发改[2015]70 号	2015 年 5 月 5 日
5	《不动产权证书》	苏（2016）常州市不动产权第 2030306 号	2016 年 11 月 8 日
6	《中华人民共和国建筑工程施工许可证》	320412201703020101	2017 年 3 月 2 日

资料来源：公司提供

（3）项目进度

根据《滨湖污水处理厂一期工程项目申请报告》，募投项目建设期为 2016 年 1 月至 2018 年 12 月。目前项目正在进行厂区主体工程施工、污水处理设备安装、配套污水收集系统施工等工作。截至 2018 年 6 月底，工程已投资 3.10 亿元，占项目总投资的 68.73%。其中项目前期工程 0.50 亿元、厂区的主体工程施工及设备安装 2.18 亿元、配套污水收集系统施工 0.42 亿元。

募投项目预计于 2019 年初验收并开始逐步投产。

（4）社会及经济效益

根据《滨湖污水处理厂一期工程项目申请报告》，在运营期内（2019~2038 年），募投项目可实现收入 11.28 亿元，项目财务内部收益率为 4.88%，投资回收期 15.35 年，经济效益良好。

募投项目的建设对环境改善及招商引资起到积极的作用，从而一定程度上促进常州市武进区

的经济发展以及旅游事业的发展。

三、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，为我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 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（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，我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，我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 25,974 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，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，较上年增加 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，一般贸易进出口占我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，我国对美国、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，我国对哈萨克斯坦、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，这将对我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我国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，我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 年进出口基数较高等因素或导致 2018 年我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。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

（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、加强区域交流与合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3 2017年以来与城投企业相关的主要政策

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：联合评级综合整理

（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。

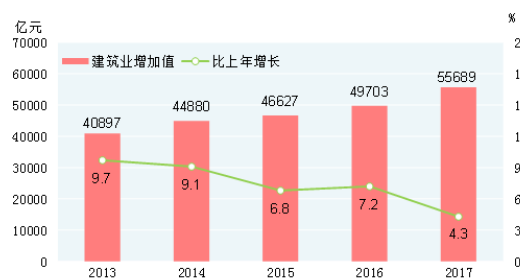
总体看，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 建筑行业分析

（1）建筑行业发展概况

建筑行业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2010 年以来，在国家宏观调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持增长态势。2017 年，全社会建筑业增加值 55,689 亿元，比上年增长 4.3%；增速同比有所下降。

图 1 2013~2017 年中国建筑业增加值及其增长速度（单位：亿元、%）

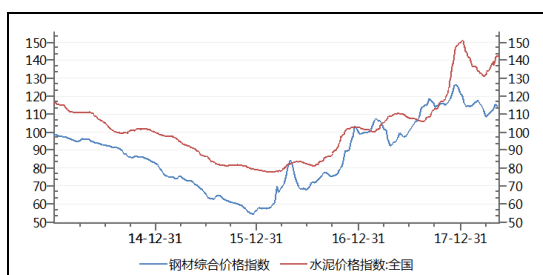


资料来源：国家统计局

（2）上游原材料供给及下游需求

2016年以来，钢材和水泥价格呈现波动上升态势。尤其是2017年8月下旬开始，水泥价格出现了与产能过剩相背离的罕见现象。其主要原因一方面是随着华东消费量增加产生了较大市场需求；另一方面则是受大气污染指标考核等因素影响，水泥供给被大幅压减。短期来看，受供需等因素影响，水泥价格将保持高位小幅波动。同样受环境治理、钢企错峰生产、供需等因素综合影响，钢材价格从2016年下半年开始持续攀升，并于2017年12月初达到峰值，之后价格小幅回落。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态，有望支撑钢材价格维持高位。

图2 近年全国水泥、钢材价格指数



资料来源：中国水泥网、中国钢铁工业协会网

2017年全社会固定资产投资641,238亿元，扣除价格因素，实际增长7.2%，较上年回落1.4个百分点；全国基础设施投资17.3万亿元，同比增长14.9%，增速较2016年（15.7%）小幅下降；全国房地产开发投资10.98万亿元，比上年增长7.0%，增速较上年增长0.1个百分点，各类投资增速均呈现回落态势。

但同时，基础设施建设细分行业管道运输业、生态保护与环境治理业、道路运输业以及公共设施管理业2017年投资增速均在20%以上，为建筑业行业需求增长提供动力。商务部数据显示，2017年，我国企业在“一带一路”沿线的61个国家新签对外承包工程项目合同额1443.2亿美元，同比增长14.5%；完成营业额855.3亿美元，同比增长12.6%。据国务院发展研究中心估算，“十三五”期间，“一带一路”基础设施投资需求至少达10.6万亿美元。

总体看，钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但同时，精准扶贫、棚改、环保及公共基础设施建设等惠民工程以及“一带一路”战略实施有望为建筑施工企业盈利增长提供动力。

（3）建筑行业竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 4 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合评级根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 和 PPP 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

（4）建筑行业风险关注

行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全形成，在此种竞争环境下，整个建筑市场毛利率空间受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

在调控政策持续收紧的基本面下，房地产开发投资增速下行压力持续加大。建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格呈上涨趋势，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 项目规模迅速扩张导致现金流压力进一步增大

建筑行业具有高负债运营的特点，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

在城镇化建设和基建投资资金需求较大的背景下，随着政府债务风险控制力度的加大，PPP 模式被大力推广。近年来，建筑施工企业 PPP 协议总额呈现爆发式增长。PPP 项目具有投资规模

大，投资周期长的特点。建筑施工企业在收入增长预期提升的同时，承受较大的现金支出压力；尤其对于融资能力相对较弱的民营企业，较长的回款周期以及持续大规模的资金支出使其筹资前现金流表现为大规模净流出，进而对债务扩张需求更加明显。在目前强监管金融环境下，部分过速扩张的企业短期资金压力将进一步加大。

（5）建筑行业发展趋势

在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓；同时，房地产市场受政策调控影响，市场规模控制力度有望加大；加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，仍然具有较大的资金周转压力；短期内，联合评级对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

3. 区域经济发展

（1）常州市经济概况

常州市地处江苏省南部，位于沪宁铁路干线和沪宁高速公路的中段，与国际大都市上海和江苏省省会南京等距相望，有着十分优越的区位条件和便捷的水陆空交通条件。近年来常州市经济发展迅速，投资规模大。

2015~2017年，常州市地区生产总值持续增长，分别为5,273.2亿元、5,773.9亿元和6,622.31亿元。根据《2017年常州市国民经济和社会发展统计公报》，2017年，常州市实现地区生产总值按可比价计算增长8.1%。其中，第一产业增加值157.1亿元，增长1%；第二产业增加值3,081.2亿元，增长6.7%；第三产业增加值3,384亿元，增长9.8%。全市按常住人口计算的人均生产总值达140,517元。全市三次产业增加值比例调整为2.4：46.5：51.1，全年服务业增加值占GDP比重提高0.5个百分点。

2017年，常州市全年完成固定资产投资3,896.3亿元，增长8.1%。其中工业投资2,079.7亿元，增长8.4%；服务业投资1,812.2亿元，增长7.8%。房地产开发完成投资479.1亿元，增长7.3%。其中住宅投资339亿元，增长7.1%。商品房销售面积1,030.3万平方米，增长10.4%。其中住宅销售面积829.3万平方米，增长2.3%。年末商品房待售面积423.7万平方米，下降20.8%。其中住宅待售面积115.8万平方米，下降40.8%。

（2）常州市武进区经济概况

公司主要从事常州市武进区内交通基础设施建设，其经营发展受常州市武进区经济实力的影响较大。

武进地处长三角地理中心，南枕太湖，西衔滆湖（西太湖），与上海、南京、杭州各距百余公里，4条铁路、5条高速、京杭大运河穿境而过，常州机场可直达北京、深圳、广州等国内20多个主要城市。区域总面积1,066平方公里，下辖11个镇、5个街道、1个国家级高新区、1个综合保税区、1个省级高新区、2个省级经济开发区、1个省级旅游度假区和1个省级现代农业产业园区，户籍人口92.4万，常住人口143.5万。

2015~2017年，常州市武进区生产总值持续增长，分别为1,830.00亿元、1,968.99亿元和2,260.27亿元。根据《2017年武进区国民经济和社会发展统计公报》，2017年武进区实现地区生产总值按

可比价格计算,较上年增长 8.1%。其中第一产业增加值 41.68 亿元,较上年增长 1.6%;第二产业增加值 1,234.85 亿元,较上年增长 7.0%;第三产业增加值 983.74 亿元,较上年增长 10.0%。第三产业增加值占地区生产总值的比重为 43.5%,较上年提高 0.4 个百分点。按常住人口计算的人均地区生产总值 15.68 万元。

2017 年武进区固定资产投资完成额 1,112.82 亿元,较上年增长 8.1%。其中房地产开发完成投资 99.81 亿元,较上年下降 17.0%。全年商品房施工面积 1,092.62 万平方米,较上年下降 7.9%。其中本年新开工面积 306.66 万平方米,较上年增长 130.1%。全年商品房销售面积 86.77 万平方米,较上年下降 22.2%。年末商品房待售面积 236.94 万平方米,较上年下降 20.5%。

2017 年,武进区共实施 18 个政府性交通投资项目,完成投资 16.4 亿元。常宜高速公路全面开工建设,苏锡常南部通道高速公路施工、监理单位进场,苏南沿江铁路完成工可阶段的各项前期配合工作。2017 年底全区公路总里程 2,829 公里,其中高速公路 64 公里。

总体看,武进区经济发展持续向好,为公司提供了较好的发展环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2017 年底,公司注册资本和实收资本均为 12.00 亿元,公司唯一股东为先行控股,实际控制人为武进区国资办。

2. 企业规模与竞争优势

公司是常州市武进区主要的交通基础设施投资建设主体,主要负责交通基础设施投资建设(中心城区以外的道路)、资产租赁及污水处理等业务。同类的公司还有江苏武进经济发展集团有限公司,主要负责中心城区的市政道路、医院等公益性项目,在经营范围、区域及内容方面有所区分,与公司不存在竞争关系。

2017 年 6 月,公司以 11.50 亿元收购广湖建设 57.50% 股权(货币实缴 11.50 亿元),成为广湖建设实际控制人。截至 2017 年底,广湖建设总资产 166.17 亿元,所有者权益 89.84 亿元;2017 年实现营业收入 5.51 亿元,利润总额 2.40 亿元。广湖建设主要以投标方式获取项目,负责湖塘镇基础设施建设、标准厂房租赁以及工业园区内供热、污水处理等业务。收购广湖建设后,公司已经形成了以建筑劳务为主,辅以污水处理、电气销售等多元化经营的业务模式,在武进区湖塘镇的竞争力将得到一定程度提升。

公司下属子公司江苏恒基路桥有限公司(以下简称“恒基路桥”)是 1999 年成立的交通工程施工企业,具有公路工程施工及总承包一级资质,市政公用工程施工总承包一级资质、港口与航道工程二级资质、混凝土构件二级资质、公路工程试验乙级资质以及独立承包国际工程资格,可承接高等级公路、特大型桥梁、市政工程、港口和航务工程。恒基路桥在公路、桥梁等方面资质齐全,在建设施工方面经验丰富。

3. 人员素质

截至 2017 年底,公司高管人员包括总经理 1 名、财务经理 1 名。

张志鸿先生,1966 年出生,高级经济师,大学学历;1991 年 8 月参加工作,历任武进航道管理处材料科科长、406 船队队长、办公室主任、党支部副书记,江苏恒基路桥有限公司党委副书记、

工会主席、副总经理、纪委书记；2013年7月至今任江苏恒基路桥有限公司党委书记、总经理。2014年12月至今任常州市武进交通产业发展有限公司法定代表人、董事、总经理；现任公司执行董事兼总经理。

查小霞女士，1977年3月出生，大学学历；1997年9月参加工作，历任常州武进路劲常漕公路开发有限公司辅助主办会计，常州市武进交通产业发展有限公司总经理助理；现任公司财务经理。

截至2017年底，公司合并范围员工882人。其中，30岁以下的员工107人，占员工总数的12.13%；30~50岁员工608人，占比68.93%；其余为50岁以上；学历方面，本科及以上学历322人，占比36.51%。从岗位构成看，管理人员104人，占比11.79%。

总体看，公司高级管理人员均具有丰富的管理经验，员工素质基本能够满足公司经营需求。

4. 外部支持

公司作为常州市武进区主要的交通基础设施投资建设主体，主要负责武进区内交通基础设施投资建设、资产租赁及污水处理等业务，公司的实际控制人为武进区国资办。

财政实力方面，2015~2017年，武进区一般预算收入分别为140.38亿元、147.52亿元和163.75亿元，年均复合增长8.00%。2017年一般预算收入中税收收入的占比为87.00%，收入质量良好；2014~2016年上级补助收入稳定增长，年均复合增长8.10%。截至目前，2017年武进区上级补助收入和基金收入数据尚未公开。

2015~2017年，武进区一般预算支出141.72亿元、145.52亿元和156.56亿元，自给率分别为99.05%、101.37%和104.59%，财政自给率好。

(1) 资金与资产注入

公司是以武进区部分国有资产为主体组建的国有公司，政府在公司发展上给予了一定的资金支持。在股东增资方面，武进区国资办在出资金额6.00亿元基础上，于2014年3月，以货币方式增资6.00亿元，增资后注册资本12.00亿元；2015~2016年，公司分别接受武进区财政局以货币方式的财政投入13.23亿元和6.93亿元，均在“资本公积”中反映。

2014年3月和2014年9月，根据武进区国资办下发资产划拨通知，武进区国资办将部分亮化资产（包括路灯照明设施）5.80亿元和绿化资产（包括道路苗木绿化）5.50亿元注入公司。2017年，先行控股以货币资金的形式向公司置换绿化资产10.06亿元和亮化资产2.54亿元，合计12.60亿元。其中，2017年到位11.50亿元。

(2) 股权划转

2016年，根据武政办【2016】20号文件，武进区国资办将常州市武进水利资产经营有限公司（以下简称“武进水利”）以股权转让方式无偿划入公司，并增加“资本公积”0.24亿元。武进水利主要经营范围为市政府授权的国有、集体资产的经营和管理。

(3) 财政补贴

2015~2017年，公司分别获得财政补助资金1.58亿元、0.04亿元和0.10亿元。

总体看，近年来公司在资金与资产注入和股权划转等方面得到了政府较大支持，为公司经营发展提供了有力保障。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版，机构信用代码：G1032041201351780C），截至2018年5月9日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 6 月 8 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》等有关法律法规，不断完善公司法人治理结构，公司不设董事会和监事会，设执行董事兼总经理一人，由武进区国资办委派，每届任期三年。总经理全面负责公司的经营管理工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案，并履行制定公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等职责。公司设监事一人，由武进区国资办委派，每届任期三年，监事负责检查公司财务，对高级管理人员行为进行监督。截至目前上述人员已全部到位。

总体看，公司法人治理结构较为简单，运行情况基本正常。

2. 管理体制

公司内设综合部、财务部和经营部 3 个职能部门，主要从事管理职能，部门设置能满足公司经营需要。

综合部是公司行政管理、后勤保障、人事管理、行政监察工作的主管职能部门。具体职责包括负责制定有关会议制度、议事规则和管理规章制度，并督促公司各项规章制度、纪律准则的贯彻、执行；负责总经理办公会和其他重要会议的组织安排和记录备档工作，督办总经理办公会决定执行情况；负责公司月度、年度工作计划、总结等的编制工作等。

财务部是公司资金计划、资金管理、会计核算和财务管理工作的主管职能部门。具体职责包括严格遵守国家财务工作规定和公司规章制度，认真履行其工作职责；研究制定公司年度资金计划，对公司范围内的资金计划、资金调度、资金使用实施有效管理等。

经营部是公司资金融通、项目管理建设以及对外投资等工作的主管职能部门。具体职责包括根据上级主管部门确定的投资项目及项目资金需求，制定相应融资计划、方案和策略，通过多种融资渠道和方式，为公司的健康、持续发展筹集资金；负责与金融机构的联络与拓展工作等。

总体来看，公司管理制度较为简单，有待进一步完善。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为常州市武进区主要的交通基础设施投资建设主体，经营业务主要为武进区内交通基础设施投资建设、资产租赁及污水处理。随着武进区区域整合的不断深化，公司业务范围拓展至湖塘镇范围内的基础设施建设、电汽车销售等业务。

2015~2017年，公司营业收入年均复合增长40.09%。其中，2016年营业收入较上年大幅增加7.42亿元，主要系建筑劳务收入的增长所致。2017年收购广湖建设后，公司经营板块增加电汽车销售及土地开发等业务，并导致当年收入较上年有所增加。此外，污水处理业务和电汽车销售业务也对公司收入形成重要补充，分别占营业收入的8.17%和8.82%。公司的其他业务收入主要来自于苗木销售、养老代养收入和教育学杂费收入等，收入规模较小。

从毛利率情况来看，受建筑劳务业务毛利率波动下降和资产租赁、污水处理业务毛利率下滑影响，近三年公司毛利率不断下降，2017年为18.26%。

表5 2015~2017年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑劳务	6.16	73.34	24.27	12.84	81.17	17.20	11.67	70.76	17.77
污水处理	--	--	--	0.82	5.16	20.89	1.35	8.17	12.29
电汽销售	--	--	--	--	--	--	1.45	8.82	37.43
资产租赁	1.92	22.87	62.71	1.89	11.94	60.75	0.22	1.31	-7.97
土地开发	--	--	--	--	--	--	0.38	2.30	10.95
其他业务	0.32	3.79	12.38	0.27	1.73	6.11	1.42	8.64	14.27
合计	8.40	100.00	32.61	15.82	100.00	22.39	16.49	100.00	18.26

注：各项求和数与合计数不等系四舍五入所致，其他收入中养老代养收入、水电销售收入、教育学杂费收入和青苗收入等为2017年新增的业务收入。

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

（1）建筑劳务业务

公司建筑劳务业务板块，主要包括由公司本部负责的常州市武进区主要的交通基础设施投融资建设、公司子公司恒基路桥从事的建筑施工业务和公司子公司广湖建设负责的武进区湖塘镇范围内的基础设施工程的开发建设，其业务建设模式分别为投资建设—移交模式、一般总承包模式以及委托代建模式。

对于武进区内的投资建设—移交项目，主要通过公司本部与子公司恒基路桥组成联合体通过招投标方式取得项目。项目取得后，武进区政府向公司发出缴款通知书，公司在收到缴款通知书后将前期费用汇入政府指定账户，由政府相关部门负责组织协调拆迁、管线搬迁等工作。联合体负责项目的投融资、建设、移交。总承包单位为恒基路桥，负责工程的实施。

项目竣工后，公司及时向武进区政府提出交工验收申请，由政府组织相关单位对工程进行交工验收，在完成工程竣工验收后，以工程竣工结算审计额的 95%作为建安工程费计算投资回报的基数，其余 5%作为质保金，待质保期结束后纳入投资总额并计算投资回报，质保期为 5 年。投资回报以项目的前期费用和建安工程费的总和为基础。对于前期费用而言，建设期内投资回报率为一年期贷款基准利率上浮 10%~30%，建安工程费建设期内不计算投资回报，回购期内两者的年投资回报率以三至五年贷款基准利率上浮 10%~30%计算；投资总额为前期费用与建安工程费总和，投资总额在回购期（基本为 5 年）内每半年等额支付，回购款由投资总额和投资回报组成。

账务处理上，年底恒基路桥按完工百分比法结转收入后，“存货—工程施工”科目体现为恒基路桥与公司未结算款项，“长期应收款”科目体现为公司应收武进区政府的款项。2015~2017 年，公司投资建设—移交工程建设分别实现收入 2.47 亿元、2.64 亿元和 6.00 亿元。

除了联合投标取得项目之外，公司下属子公司恒基路桥还作为总承包方单独参与投标从武进区域外取得以公路施工为主的项目。

表6 2015~2017年恒基路桥施工板块（单位：个、亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
新签合同	6	6	9
其中投资建设-移交合同	1	--	--
新签合同额	7.65	4.96	6.37
其中投资建设-移交合同额	4.96	--	--
在手合同	9	11	11

其中投资建设-移交合同	4	4	--
在手合同额	37.50	35.47	12.27
其中投资建设-移交合同额	25.16	25.16	--

资料来源：公司提供

2015~2017 年，受市场竞争影响恒基路桥新签合同波动下降，分别为 7.65 亿元、4.96 亿元和 6.37 亿元。2017 年恒基路桥在手合同额 12.27 亿元，较上年大幅减少 64.84%，主要系公司前期签订的投资建设-移交项目合同额较大且已完工。2015~2017 年，恒基路桥单独参与投标在手合同金额（在手合同额减去投资建设-移交合同额）分别为 12.34 亿元、10.31 亿元和 12.27 亿元，分别实现收入 3.15 亿元、6.07 亿元和 4.22 亿元。

2017 年新纳入合并范围的广湖建设子公司常州市武进湖塘集体资产经营公司（以下简称“湖塘资产”）还通过委托代建的模式对武进区湖塘镇范围内的基础设施进行建设（主要包括市政设施和安置房建设），目前该板块没有在建项目。

从经营模式来看，湖塘资产自筹资金并通过公开招标的方式委托给具有专业资质的施工企业来进行建设。项目完工后，由湖塘镇人民政府委托的常州市尚达投资管理有限公司与湖塘资产针对每个项目商定结算办法（主要包括结算金额、支付方式以及支付期限），并按双方最终签订的结算协议支付项目回购款。随着湖塘镇的基础设施建设已经趋于完善，湖塘资产近年来代建项目较少，2017 年公司在工程代建板块实现收入 0.47 亿元，尚未确认收入的工程代建成本 29.59 亿元。根据 2017 年 12 月 31 日《常州市尚达投资管理有限公司关于常州市武进湖塘集体资产经营有限公司投资建设资产回购的证明》，常州市尚达投资管理有限公司约定将于以后年度以不低于成本价的金额进行回购。未来湖塘资产代建项目收入及工程代建结算时间存在一定不确定性。

此外，公司于 2016 年 4 月收购天龙设备安装公司，天龙设备安装公司主要经营武进区范围内的自来水管网施工建设。2017 年，天龙设备安装公司纳入合并范围的营业收入为 0.98 亿元，较上年减少 2.72 亿元，主要系管网建设业务减少所致。

表7 截至2017年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期	建设模式	总投资	已完成投资	尚需投资	累计确认收入	累计收到回款
355 省道泰兴段改扩建工程	2017.8~2018.12	总承包	1.15	0.32	0.83	--	--
金坛长荡湖堤防达标工程（长荡湖北路）	2017.10.1~2019.5.31	总承包	0.67	--	0.67	--	--
无锡至南通过江通道公路	2016.12.21~2018	总承包	2.08	0.75	1.33	0.75	0.71
大明路（中吴大道-312 国道）	2017.4.30~2018.12.31	总承包	2.15	0.92	1.23	0.19	--
交通工程备土服务采购项目	2017.10~2020.09	总承包	0.89	0.05	0.84	--	0.09
合计		--	6.94	2.04	4.90	0.94	0.80

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司在建项目主要为 355 省道泰兴段改扩建工程及金坛长荡湖堤防达标工程（长荡湖北路）等项目，项目总投资 6.94 亿元，尚需投资 4.90 亿元，全部为恒基路桥工程总承包项目；拟建项目方面，公司目前拟建项目主要为机场路快速化改造工程一标段和贵州大龙开发区 2018 拟储备 B 块场平工程及致远路（中段）、三寨路工程等工程总承包项目，项目总投资 15.10 亿元。

表 8 截至 2017 年底公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设模式	总投资	建设期	未来投资计划		
				2018 年	2019 年	2020 年
机场路快速化改造工程一标段	总承包	4.91	2018.5~2020.2	2.00	2.70	0.21
贵州大龙开发区 2018 拟储备 B 块场平工程及致远路（中段）、三寨路工程	总承包	7.30	2018.7~2019.6	3.60	3.70	--
新沟河延伸拓浚工程常州市境内工程桥	总承包	0.62	2018.2~2019.4	0.42	0.20	--
云南勐腊县农村公路改造工程	总承包	2.27	2018.6~2020.5	0.66	1.14	0.47
合计	--	15.10	--	6.68	7.74	0.68

资料来源：公司提供

总体看，公司目前工程建设板块主要将集中在工程总承包上，委托代建及投资建设—移交项目无大规模投入；公司仍有一定规模的在建和拟建项目，将面临一定资金支出压力。但联合评级同时关注到，公司项目储备不足，该板块业务储备未来将更多通过武进区域外市场竞争取得。联合评级将密切关注公司未来拟建项目储备情况。

（2）资产租赁业务

2015~2016 年，公司将相关资产出租给常州武进交通产业发展有限公司（以下简称“武进交发”），公司负责资产维护管养工作，武进交发需每年按资产账面价值的 10%~12%缴纳租金。

根据先行控股的股东决议，自 2017 年起，公司不再进行绿化资产和亮化资产租赁业务。2017 年先行控股以货币资金的形式向公司分别置换绿化资产和亮化资产 10.06 亿元和 2.54 亿元。截至 2017 年底，先行控股已支付 11.50 亿元，其余计入“其他应收款”并于 2018 年支付完毕。

目前拥有的租赁业务主要为广湖建设所属的部分标准厂房和商铺出租业务，此外还有部分未划出公司的公交站台广告租赁。截至 2017 年底，公司总共拥有可供租赁的标准厂房面积为 28.97 万平方米，已租赁面积为 26.49 万平方米，出租情况良好。2017 年实现租赁收入 0.22 亿元。

2017 年受绿化及亮化资产的划出的影响，资产租赁板块收入大幅下降。近三年，公司租赁板块毛利率分别为 62.71%、60.75%和-7.97%。其中，2017 年毛利率为负主要系公司公交站台广告租赁收益低于建造成本所致。

总体看，2017 年由于绿化资产和亮化资产的划出，公司资产租赁业务收入大幅下降。

（3）污水处理业务

公司污水处理业务主要由 2016 年新增公司武进水利的重要子公司江苏大禹水务股份有限公司（以下简称“大禹水务”）以及 2017 年新增的广湖建设子公司常州市武进区纺织工业园污水处理有限公司（以下简称“纺织工业园污水处理公司”）负责。

公司污水处理业务范围涉及武进地区的生活污水处理和工业污水处理业务、湖塘镇内湖塘纺织工业园区及其周边纺织企业的工业污水处理业务。其中，纺织工业园污水处理公司在常州市武进区湖塘镇的污水处理行业中有区域专营优势。

截至 2017 年底，大禹水务拥有 7 座污水处理厂，实际日处理能力为 22.95 万吨；纺织工业园污水处理公司拥有 1 座污水处理厂，实际日处理能力为 3.00 万吨。目前，在建的滨湖污水处理厂一期工程为大禹水务的第八座污水处理厂，总投资为 4.51 亿元。该水厂设计日处理量为 5 万吨，建成后公司合计日处理规模将达到 30.95 万吨。

污水处理收费方式方面，生活污水收费单价为政府指导价格 1.70 元/立方米；工业污水处理费根据公司与各排污接管企业分别签订委托污水处理合同收取，合同中规定了废水类别、主要有害物的浓度指标及单位流量处理单价，接管企业根据委托污水处理合同按月结算污水处理费。2017

年，公司收购广湖建设后，公司污水处理板块收入增加至 1.35 亿元，同比增长 64.63%。由于新纳入合并范围的广湖建设的纺织工业园污水处理公司处理工业废水的成本相对较高，公司污水处理板块毛利率下降至 12.29%，较上年下降 8.60 个百分点。

总体看，大禹水务作为武进区重要的污水处理企业，收入来源较有保障。公司合并入广湖建设后，其子公司形成的污水处理收入对公司的污水处理收入形成有效补充，但由于其污水处理成本高，拉低了公司污水处理板块的利润率。

（4）电汽销售业务

2017 年，公司业务板块新增电汽销售业务，该板块由收购的广湖建设的子公司常州市湖塘热电有限公司（以下简称“湖塘热电”）负责，主要为火力发电生产蒸汽热供应。

湖塘热电主要原料为煤炭，消耗成本约占湖塘热电营业成本的 80%~85%，所用燃煤主要来源于煤炭公司。发电方面，湖塘热电生产的电力产品全部销售给江苏省电力公司，由江苏省电力公司再销售给终端用户，并按实际上网电量予以并网结算。蒸汽供热方面，用热企业向当地政府申请并获得批准后与湖塘热电签订供热协议。根据供热协议，湖塘热电根据各用热企业每月下旬申报的下月用热计划组织生产供应。2015~2017 年湖塘热电供气量分别为 126 万吨、140 万吨和 138 万吨，湖塘热电的电汽销售收入分别为 2.70 亿元、2.29 亿元和 2.67 亿元。

收购广湖建设后，公司当年增加热电销售收入 1.45 亿元，毛利率为 37.43%。

总体看，电汽销售规模较为稳定，该板块收入对公司营业收入形成一定补充。

（5）土地开发业务

公司土地开发业务主要由收购的广湖建设的子公司湖塘资产负责，业务内容主要为对武进区湖塘镇范围内土地进行前期拆迁、土地平整等。

土地开发的资金来源主要是自筹，湖塘资产委托施工单位负责实施土地整理项目，根据拆迁协议支付拆迁款项。土地整理完成后由湖塘镇人民政府按照成本加成一定比例（具体比例根据不同的项目具体约定）与湖塘资产进行结算。针对不同项目，项目完工后湖塘资产均与湖塘镇人民政府签订《结算协议》，具体约定工程款结算期限和结算方式。根据 2017 年 12 月 31 日《常州市武进区湖塘镇人民政府关于常州市武进湖塘集体资产经营有限公司投资建设资产回购的说明》，常州市武进区湖塘镇人民政府将于以后年度以不低于成本价的金额对公司尚未回购的土地整理成本进行回购。

2017 年，公司实现土地开发项目收入 0.38 亿元，主要来自勤丰变地块的土地开发收入，毛利率为 10.95%。

总体看，该板块收入很少，且没有约定具体的成本加成方式，土地开发成本的结算时间受土地指标的情况约束，未来公司土地出让及开发业务受政府规划影响具有一定不确定性。

（6）其他业务

公司其他业务板块收入包括贸易收入、苗木销售、资产管理和教育学杂费收入等。2015~2017 年，公司实现其他业务收入波动增长，2017 年增长至 1.42 亿元，主要系新纳入报表合并范围的广湖建设将教育学杂费收入 0.86 亿元纳入此板块核算所致。由于教育学杂费毛利率较高，2017 年公司其他业务毛利率上升至 14.27%。

3. 未来发展

未来，公司将不断加大市场开发力度，全方位抓好在建项目的建设，增强企业综合实力。

在建筑劳务方面，公司在抓好公路项目承接的同时，大力拓展市政、水利工程建设领域，增

加公司在武进区的工程业务量，从业务及资本合作方面实现新的突破。污水处理业务方面，公司将加大对外投资力度，积极向污泥处置领域拓展，加强农村分散式污水处理 PPP 项目推进，将建设武南第二污水处理厂、湟里污水处理厂扩建改造工程以及漕桥污水处理厂扩建改造工程等，继续加强辖区内污水处理厂及主管网建设，进一步推进污水处理的全面覆盖。此外，收购广湖建设后，公司将大力发展教育板块，通过提升湖塘实验初中、阳光幼儿园的影响力，组建教育集团，拓展学前教育业务，实现产业多元化，促进产业升级。

总体看，公司战略规划明确，符合公司所在行业及自身发展情况，具有一定的可实施性。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2015~2017年三年连审合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。

从合并范围看，2015年公司新纳入2家子公司；2016年公司出售2家子公司，新纳入3家子公司；2017年公司新纳入2家子公司，广湖建设和常州市常武环境科技有限公司（合并主体）。截至2017年底，纳入公司合并范围的一级子公司为5家。因新纳入合并范围的子公司广湖建设的资产、所有者权益、营业收入等规模较大，财务数据可比性较弱。

截至2017年底，公司资产总额322.94亿元，负债193.55亿元，所有者权益129.40亿元（含少数股东权益40.26亿元）；2017年，公司实现营业收入16.49亿元，净利润1.59亿元（含少数股东损益0.92亿元）；公司经营活动现金流量净额3.50亿元，现金及现金等价物净增加额33.40亿元。

2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额快速增长，年均复合增长68.06%。截至2017年底，公司资产总额322.94亿元，同比增长143.87%。其中流动资产占62.49%、非流动资产占37.51%。

2015~2017年，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长74.91%。截至2017年底，公司流动资产201.81亿元，同比增长221.55%。

表9 公司主要流动资产构成（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.10	28.95	14.27	22.73	58.48	28.98
应收账款	7.88	11.95	10.02	15.97	8.48	4.20
其他应收款	35.90	54.42	11.83	18.84	58.53	29.00
存货	1.64	2.49	3.80	6.05	70.77	35.07
流动资产合计	65.96	100.00	62.76	100.00	201.81	100.00

资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司货币资金波动增长，年均复合增长75.01%。截至2017年底，公司货币资金58.48亿元，较上年增加44.22亿元，主要系获得先行控股的货币置换以及受合并广湖建设影响货币资金有所增加。公司货币资金主要以银行存款为主（占比94.98%），2017年底受限资金12.93亿元，较上年增加10.82亿元，系因存单质押而受限所致。

2015~2017年，公司应收账款波动中有所增长，年均复合增长3.70%。截至2017年底，公司

应收账款 8.48 亿元，较年初下降 15.42%，主要系应收常州市武进供水总公司的款项收回。从账龄看，一年以内占 94.83%，账龄较短。应收账款前 5 名占比 72.28%，集中度较高。截至 2017 年底，公司共计提坏账准备 0.10 亿元，计提比例 1.14%。

表10 2017年底公司应收账款前五名（单位：亿元、%）

单位名称	余额	占应收账款的比例
常州市武进交通资产经营有限公司	3.02	35.23
235 国道盱眙北段及盱眙绕城段改扩建工程指挥部	1.91	22.31
常州市武进供水总公司	0.55	6.45
江西省高速公路投资集团有限责任公司	0.45	5.28
常州新光印染有限公司	0.26	3.00
合计	6.19	72.28

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 27.69%，主要由往来款构成。截至 2017 年底，公司其他应收款为 58.53 亿元，较上年增加 46.70 亿元，主要系公司收购广湖公司后其他应收款增加，同时对武进区国资办控股的江苏恒磊建设有限公司、江苏前黄通用机场有限公司等的往来款与借款增加所致。其他应收款前 5 名占其他应收款期末余额的 69.51%，集中度较高；公司共计提坏账准备 3.04 亿元，计提比例 4.93%。

表11 截至2017年底公司其他应收款前五名（单位：亿元）

单位名称	余额	账龄	款项性质
江苏恒磊建设有限公司	19.79	1年以内	借款
江苏前黄通用机场有限公司	8.25	1年以内	往来款
常州市武进区交通运输局	5.75	3年以内	往来款
常州市尚达投资管理有限公司	5.39	1年以内	往来款
常州市虹北消费品市场有限公司	3.61	1年以内	往来款
合计	42.79	--	--

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货快速增长，年均复合增长 556.61%，主要由工程施工成本（未结算的工程建设款）构成。截至 2017 年底，公司存货为 70.77 亿元，较上年增加 66.97 亿元，主要系合并广湖建设使得工程施工成本较上年增加所致。截至 2017 年底，公司存货中工程施工成本 70.43 亿元。其中土地整理拆迁成本 38.10 亿元、工程代建成本 29.59 亿元、恒基路桥与公司未结算款项 2.08 亿元、投资建设-移交板块 0.66 亿元。

2016 年底，公司新增一年内到期的非流动资产 21.05 亿元，主要为公司对常州市武进新农村建设发展有限公司（以下简称“武进新农村建发”）、江苏恒诺园林建设有限公司以及武进交发的借款，借款单位均为当地国有企业，款项回收风险较小。2017 年底，公司对武进新农村建发借款 0.50 亿元，预计于 2018 年收回，其他两家公司的借款已全部按时收回。

2015~2017 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 57.60%。截至 2017 年底，公司其他流动资产 2.69 亿元，同比增长 77.79%。其他流动资产主要构成为理财产品。

2015~2017 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 58.24%。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 121.13 亿元，同比增长 73.89%，主要系可供出售金融资产、长期应收款、投资性房地

产和固定资产大幅增长所致；从其构成来看，主要由长期应收款、投资性房地产和固定资产构成。

表 12 公司主要非流动资产构成（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
长期应收款	11.31	23.39	17.14	24.61	22.41	18.50
投资性房地产	15.47	31.99	22.98	32.99	67.15	55.43
固定资产	6.59	13.63	10.19	14.63	16.09	13.28
生产性生物资产	10.36	21.42	10.15	14.56	0.00	0.00
非流动资产合计	48.37	100.00	69.66	100.00	121.13	100.00

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 6,632.14%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 6.73 亿元，较上年增加 5.72 亿元，主要为信托基金。

2015~2017 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 247.41%。截至 2016 年底，公司长期股权投资 2.08 亿元，同比增长 21.12%，主要系对联营企业武进新农村建发的追加投资。截至 2017 年底，公司长期股权投资 2.52 亿元，增长部分主要是公司对常州禹安水务有限公司等的追加投资 0.45 亿元。

2015~2017 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 108.31%。截至 2017 年底，公司投资性房地产 67.15 亿元，较上年增加 44.17 亿元，主要为公司合并广湖建设后增加土地使用权 43.79 亿元所致；从其构成来看，投资性房地产主要以土地使用权为主（占比 92.02%），面积合计 81.88 亩，土地性质全部为出让地，2017 年底用于抵押的投资性房地产 65.44 亿元，抵押规模很大，土地抵押比率高。

2015~2017 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 56.23%。截至 2017 年底，公司固定资产 16.09 亿元，同比增长 57.85%，主要为公司新增子公司纳入合并范围使得房屋及建筑物、电子办公专用设备和机械设备增加所致。截至 2017 年底，公司固定资产累计计提折旧 9.40 亿元，未计提减值准备；公司将亮化工程资产转让给建信金融租赁有限公司并回租（融资租赁），转让价款为 2.00 亿元，固定资产中房屋建筑物已抵押 0.72 亿元。

截至 2016 年底，公司新增在建工程 1.25 亿元，包括武南二期 0.84 亿元、滨湖一期 0.06 亿元和其他工程 0.35 亿元。截至 2017 年底，公司在建工程 0.61 亿元，较上年减少 0.84 亿元，主要系武南二期工程建成后转入固定资产所致。

截至 2016 年底，公司生产性生物资产 10.15 亿元，主要由绿化资产构成。2017 年由于母公司先行控股参照资产账面价值以货币资金的形式对全部生产性生物资产进行资产置换。截至 2017 年底，公司无生产性生物资产。

总体看，广湖建设的合并促进了公司资产规模的快速增长；公司应收类款项、存货及用于抵押的投资性房地产规模较大，对公司资金形成一定占用；土地抵押比率高，公司资产流动性差。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 80.12%，主要系资本公积和少数股东权益增长所致。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 129.40 亿元，同比增长 152.70%。公司所有者权益主要由实收资本（占 9.27%）、资本公积（占 56.74%）、未分配利润（占 2.67%）和少数

股东权益（占 31.11%）构成。

2015~2017 年，公司实收资本未发生变化，截至 2017 年底，公司实收资本 12.00 亿元。其中实物资产 4.20 亿元、货币资金 7.80 亿元。

2015~2017 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 67.53%。截至 2016 年底，公司资本公积 34.95 亿元，同比增长 33.62%，系武进区财政以货币方式投入的 6.93 亿元和武进区国资划拨企业股权导致资本公积增加 1.87 亿元。截至 2017 年底，公司资本公积 73.41 亿元，同比增长 110.06%，主要系公司接受武进区国资划拨的常州市常武环境科技有限公司股权导致资本公积增加 685.64 万元，并购广湖公司股权导致资本公积增加 38.40 亿元所致。

截至 2017 年底，公司少数股东权益 40.26 亿元，较年初增加 39.05 亿元，主要系收购广湖建设并控股 57.50%所致。

总体看，由于公司 2017 年对广湖建设的收购，公司所有者权益大幅增长，少数股东权益占比高。

负债

2015~2017 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 61.23%。截至 2017 年底，公司负债合计 193.55 亿元，较上年增加 112.33 亿元。2017 年底，公司流动负债占比 40.56%，较 2016 年下降 23.08 个百分点；非流动负债占比 59.44%，公司负债以非流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 40.74%。2017 年底，公司流动负债合计 78.51 亿元，同比增长 51.87%，主要系短期借款、应付票据和其他应付款增长所致。

表 13 公司主要流动负债构成（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	16.01	40.40	12.67	24.51	23.19	29.54
应付票据	4.23	10.67	1.00	1.93	11.54	14.70
应付账款	3.12	7.88	6.34	12.27	8.15	10.38
其他应付款	7.24	18.27	3.47	6.72	21.46	27.33
一年内到期的非流动负债	8.80	22.20	25.63	49.58	10.33	13.16
流动负债合计	39.63	100.00	51.69	100.00	78.51	100.00

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 20.34%。截至 2017 年底，公司短期借款 23.19 亿元，同比增长 83.03%，主要由保证借款（占比 41.38%）、抵押借款（占比 29.82%）和保证加抵押借款（占比 11.13%）构成。截至 2017 年底，公司应付票据为 11.54 亿元，较上年增加 10.54 亿元，主要系收购广湖建设银行承兑汇票有所增加所致。

2015~2017 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 61.59%。截至 2017 年底，公司应付账款为 8.15 亿元，同比增长 28.52%，主要为收购广湖建设，尚未支付各个村委会的征用土地金增加所致。

2015~2017 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 72.13%。截至 2017 年底，公司其他应付款为 21.46 亿元，较上年增加 17.98 亿元，主要系广湖建设应付常州市武进区财政局湖塘分局、公司应付常州恒博建设有限公司等往来款增加 17.77 亿元所致。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所增长，年均复合增长 8.34%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 10.33 亿元，同比下降 59.70%，主要由一年内到期的抵押借

款和保证借款构成。

2015~2017 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 81.76%。截至 2017 年底，公司非流动负债 115.04 亿元，较上年增加 85.52 亿元，主要由于长期借款增加所致。

2015~2017 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 83.65%。截至 2017 年底，公司长期借款 108.62 亿元，较上年增加 80.43 亿元，主要由保证借款（占比 41.00%）、保证和质押（占比 19.52%）和抵押借款（占比 17.15%）构成。

2015~2017 年，公司全部债务年均复合增长 58.91%。截至 2017 年底，公司全部债务 154.67 亿元，同比增长 129.19%，主要系长期债务增加所致。从债务结构来看，2015~2017 年，公司长期债务的占比分别为 54.51%、41.77%和 70.87%，2017 年公司债务结构转为以长期债务为主，主要系 2017 年公司收购广湖建设后新增长期借款所致。截至 2017 年底，公司长期债务资本化比率较年初有所上升、全部债务资本化比率和资产负债率较上年略有下降。截至 2017 年底，公司上述指标分别为 45.86%、54.45%和 59.93%。

总体看，2017 年受合并广湖建设影响，公司债务规模大幅增长，债务结构转为以长期债务为主。

4. 盈利能力

公司营业收入以建筑劳务收入为主。2015~2017年，公司营业收入不断增长，分别为8.40亿元、15.82亿元和16.49亿元。其中2016年公司营业收入大幅增长，主要系公司合并范围新增天龙设备安装公司导致建筑劳务业务收入和污水处理费收入增加所致。2017年随着合并范围继续扩大，公司营业板块进一步多元化发展。

从期间费用来看，公司期间费用以管理费用和财务费用为主，其中管理费用近三年分别为 0.68 亿元、0.75 亿元和 1.73 亿元，2017 年公司管理费用增长较快，主要系收购广湖建设后人员工资增加所致。2015~2017 年，公司营业利润不断增长，2017 年受合并广湖建设增加电汽销售收入影响，公司实现营业利润 1.70 亿元。

2015~2017 年，公司营业外收入不断下降，主要以政府补助为主。2015~2017 年，公司获得政府补助资金分别为 1.58 亿元、0.04 亿元和 0.10 亿元。其中，2017 年政府补助中 0.08 亿元体现在其他收益中。2015~2017 年，公司实现利润总额分别为 1.46 亿元、1.93 亿元和 1.71 亿元。投资性房地产中土地使用权的公允价值变动使公司 2017 年度的利润总额增加了 1.31 元。总体看，土地使用权的公允价值变动对公司利润总额的增加影响较大。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率持续下降，分别为 29.43%、20.98%和 16.95%。2017 年下降幅度较大主要是系收购广湖建设后营业成本的增长速度大于营业收入的增长速度所致。2015~2017 年，公司总资产收益率和净资产收益率不断下降，2017 年分别为 1.21%和 1.23%。公司整体盈利能力弱。

总体看，近三年，公司收入规模不断增长，受此影响，2016 年公司营业利润由负转正并稳定增长，但由于营业成本增速较快，营业利润率持续下降，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流分析

2015~2017 年，受项目不断进入回款期影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金不断增长，分别为 8.89 亿元、11.02 亿元和 13.48 亿元。近三年，受公司建筑施工业务回款和收入确认存在时滞影响，公司现金收入比波动较大分别为 105.77%、69.64%和 81.78%。受往来款不断减少影响，

近三年收到其他与经营活动有关的现金不断下降，2017 年下降至 11.65 亿元。2015~2017 年，公司经营活动现金流入分别为 46.25 亿元、31.87 亿元和 25.21 亿元。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要由投资建设-移交项目建设、建筑施工业务及广湖建设的委托代建项目支出构成，2015~2017 年分别为 18.11 亿元、10.63 亿元和 17.06 亿元；公司近三年支付其他与经营活动有关的现金分别为 47.31 亿元、6.50 亿元和 2.72，自 2016 年开始支出大幅下降，主要系往来款的减少。2016 年受支付往来款相关现金减少以及主营业务资金支出减少影响，公司经营活动现金净流量由负转正为 13.52 亿元。

投资活动方面，公司收回投资收到现金主要系母公司出售子公司收回的现金；2017 年公司处置固定资产和其他长期资产收回的现金 13.61 亿元，主要系置换绿化资产和部分亮化资产的货币资金流入。2015~2017 年，公司收到其他与投资活动有关的现金分别为 2.38 亿元、2.79 亿元和 25.72 亿元，主要为公司对外借款的收回、理财产品收益及 2017 年合并广湖建设合并对价现金增加所带来的现金流入；2015~2017 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金分别为 14.38 亿元、10.66 亿元和 1.64 亿元，主要系 2015~2016 年公司购置土地支付的现金；同期，公司投资支付的现金分别为 2.93 亿元、1.50 亿元和 5.23 亿元，2017 年主要系购买银行信托产品的现金支出；2016~2017 年公司支付其他与投资活动有关现金分别为 14.81 亿元和 22.65 亿元，主要由公司向其他企业的借款构成。近三年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-12.82 亿元、-23.79 亿元和 10.04 亿元。

从筹资活动看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，分别为 54.23 亿元、43.42 亿元和 72.07 亿元，主要由取得借款收到的现金构成。2015~2017 年筹资活动支出主要用于偿还债务支付的现金，分别为 17.05 亿元、30.92 亿元和 46.69 亿元。近三年，公司筹资活动净现金流量分别为 35.39 亿元、5.05 亿元和 19.86 亿元。

总体看，2016 年受支付往来款相关现金下降以及主营业务资金支出减少影响，公司经营活动现金净流量由负转正；2017 年投资活动公司受资产置换与收到其他企业拆借款影响，投资活动现金净流量由负转正；受长期借款大幅增加的影响，2017 年公司筹资活动现金净流量实现增长。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年公司流动比率和速动比率波动增长，截至 2017 年底，上述指标分别为 2.57 倍和 1.67 倍。2015~2017 年，公司经营现金流动负债比率由负转正，近三年分别为 -50.78%、26.16% 和 4.46%。2015~2017 年，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力有所提升，分别为 0.66 倍、0.36 倍和 1.31 倍。若考虑受限的货币资金，截至 2017 年底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 1.03 倍。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2015~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比波动下降，分别为 0.04 倍、0.05 倍和 0.02 倍，2017 年受合并广湖建设影响，长期债务规模快速增长；公司 EBITDA 利息倍数分别为 19.87 倍、30.36 倍和 63.44 倍，呈逐年上升趋势。总体看，公司长期偿债能力很弱。

截至 2017 年底，公司（合并）共获得各金融机构授信额度合计 170.77 亿元，已使用金额 108.11 亿元，公司外部融资渠道较通畅。

截至 2017 年底，公司对外担保总额 13.36 亿元，担保比率为 10.32%。公司对外担保企业中江苏恒磊建设有限公司（担保余额 6.00 亿元）系武进区国资办的下属企业；常州市武进交通产业发展有限公司（担保余额 5.00 亿元）系常州市武进城市建设投资有限责任公司的子公司；江苏武进太湖湾旅游发展有限公司（担保余额 2,000.00 万元）系江苏武进经济发展集团有限公司的子公司。被担保方大部分为国有企业且目前经营正常。总体看，公司担保比率一般，公司或有负债风险一

般。

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次债券拟发行金额为 3.00 亿元，相当于 2017 年底公司长期债务和全部债务的 2.74%和 1.94%，本次债券对公司现有债务影响较小。

截至 2017 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 59.93%、45.86%和 54.45%，以公司 2017 年报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本次债券发行后，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率将分别上升至 60.30%、46.53%和 54.92%，公司债务负担有所加重，整体债务负担相对可控。

2. 本次债券偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 46.25 亿元、31.87 亿元和 25.21 亿元，分别为本次债券发行金额的 15.42 倍、10.62 倍和 8.40 倍；经营性净现金流分别为-20.13 亿元、13.52 亿元和 3.50 亿元，分别为本次债券发行金额的-6.71 倍、4.51 倍和 1.17 倍；公司 EBITDA 分别为 4.51 亿元、4.38 亿元和 4.57 亿元，分别为本次债券的 0.87 倍、1.07 倍和 0.91 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本次债券本金保障能力强，EBITDA 对本次债券本金保障能力一般。

考虑到本次债券发行的第 3~7 年分期偿还本金的 20%，即 0.60 亿元。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为偿还分期本金的 77.09 倍、53.11 倍和 42.01 倍。2015~2017 年，公司经营性净现金流净额分别为偿还分期本金的-33.55 倍、22.53 倍和 5.83 倍。2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为偿还分期本金的 7.52 倍、7.30 倍和 7.62 倍。总体看，分期偿付条款有效缓解了公司集中偿付压力。

3. 募投项目偿债能力分析

本次债券募集资金中 1.50 亿元用于滨湖污水处理厂一期工程项目。根据《滨湖污水处理厂一期工程项目申请报告》，项目建成后的主要营业收入主要分为生活污水处理和工业污水处理两部分。其中，生活污水处理费包含于自来水费用中，由本地区自来水公司代收后上缴区财政局，再由区财政局返回给公司。工业污水处理费将根据公司与各排污接管企业分别签订委托污水处理合同收取，合同中规定了废水类别、主要有害物的浓度指标及单位流量处理单价，接管企业根据委托污水处理合同按月结算污水处理费。

根据《滨湖污水处理厂一期工程项目申请报告》，募投项目设计日处理能力为 5 万吨/天。在厂区运行第一年（2019 年），因配套收集系统尚未完全竣工，该年度全年达产率约为 80.00%。厂区运行第二年（2020 年）起，将以 100.00%负荷运营。项目实际投产后，预计分别处理生活污水与工业污水的比例为 7:3。按生活污水收费 1.70 元/吨、工业污水 3.50 元/吨进行加权平均计算，预测的综合水价为 2.24 元/吨。

假设本次债券于 2018 年发行，债券存续期内，募投项目当年营业收入对用于募投项目债券分期偿还本金的覆盖倍数为 1.36 倍，基本覆盖其分期偿还本金；同时，债券存续期内募投项目总收益对本次债券用于募投项目本金的覆盖倍数为 1.85 倍，募投项目在本次债券存续期内所形成的营业收入总额基本覆盖本次债券用于募投项目的本金。

表 14 本次债券募投项目存续期内现金流预测（单位：年、%、万吨、万元）

项目	建设期		达到设计能力生产期							合计
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
生产负荷	--	--	80.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	--
营业收入	--	--	3,270.40	4,088.00	4,088.00	4,088.00	4,088.00	4,088.00	4,088.00	27,798.40
当年支付债券	--	--	--	--	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00	15,000.00
覆盖倍数	--	--	--	--	1.36	1.36	1.36	1.36	1.36	1.85

资料来源：滨湖污水处理厂一期工程项目申请报告

十、债权保护条款分析

1. 担保能力分析

江苏再担保为本次债券提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

根据江苏再担保出具的《担保函》，其保证范围包括本次债券本金及相应的利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；保证的期间为债券存续期及债券到期之日起2年。在《担保函》项下的债券到期之前，担保人发生分立、合并、停产停业等足以影响债券持有人利益的重大事项时，公司应在一定期限内提供新的保证，公司不提供新的保证时，债券持有人有权要求公司、担保人提前兑付债券本息。

江苏省再担保成立于 2009 年 12 月，是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业，初始注册资本 31.00 亿元，随着资本金的逐步到位及增资扩股的实施，2017 年底注册资本增至 57.34 亿元。江苏省再担保股东主要为江苏省内各级地方政府及国资管理公司，第一大股东为江苏省人民政府，持股比例 33.73%。截至 2017 年底，江苏省再担保资产总额 122.24 亿元，所有者权益 71.73 亿元。2017 年，江苏省再担保实现营业收入 11.26 亿元。其中再担保业务收入 0.44 亿元、直保业务收入 5.08 亿元、贷款利息收入 3.17 亿元、融资租赁业务收入 2.04 亿元；实现净利润 3.19 亿元。

截至 2017 年底，江苏省再担保的再担保业务在保余额 584.60 亿元，在保责任余额 171.90 亿元；直保责任余额 461.63 亿元，其中融资担保责任余额 456.82 亿元，非融资担保责任余额 4.81 亿元。

总体看，经联合评级评定江苏省再担保主体长期信用级别为 AAA_{pi}，评级展望为“稳定”。江苏省再担保整体抗风险能力很强，为本次债券提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本次债券的偿付安全性。

2. 偿债资金监管

为保证本次债券募集资金合理使用，公司与华夏银行股份有限公司常州分行（以下简称“监管银行”）和东海证券股份有限公司（以下简称“主承销商”）签订了《2017 年江苏先行建设有限公司绿色债券募集资金账户及资金三方监管协议》（以下简称“《募集资金账户监管协议》”）和《2017 年江苏先行建设有限公司绿色债券专项偿债资金账户及资金三方监管协议》（以下简称“《偿债账户监管协议》”）。

根据《偿债账户监管协议》，本次债券发行结束后二十个工作日内，公司在监管银行开立专项偿债资金账户，用于本次债券各期利息和本金的统一支付。本次债券存续期间每年均在付息日前 10 个工作日，由公司划拨当期利息款，并在付息日支付；在第 3~7 年付息日前 10 个工作日，公司应同时划拨发行总额的 20% 本金到公司绿色债券专项偿债资金账户。主承销商应于每年付息日及

本金提取日前 20 个工作日书面通知公司当年每期应计提、划拨的专项偿债资金金额，同时将该通知抄送监管银行。监管银行负责根据主承销商书面通知，核对公司是否按时将应计提的专项偿债资金足额按时划拨，并以书面形式通知主承销商。如监管银行发现公司未按时足额将专项偿债资金划拨至专项偿债资金账户，监管银行应在当日内书面通知要求公司补足，同时将此情形书面通知主承销商。如公司在接到监管银行通知后 5 个工作日内未补足专项偿债资金，监管银行应立即将此情形书面通知主承销商，由监管银行、主承销商共同负责督促甲方按本协议规定履行应尽义务，如公司仍未在 2 日内补足专项偿债资金，监管银行应于次日书面通知主承销商，主承销商有义务于收到监管银行书面通知后 2 日内向投资人公开披露相关信息，由此产生的一切费用由公司承担。

根据《募集资金账户监管协议》，公司在监管银行开设募集资金专项账户，用于 2018 年江苏先行建设有限公司绿色债券募集资金的存储和使用。监管银行在本次债券存续期间对公司的“募集资金账户”进行监管，并指派专人担任监管人员。监管银行对“募集资金账户”的管理必须符合《人民币银行结算账户管理办法》、《中华人民共和国合同法》及其他有关规定。监管银行应对“募集资金账户”资金实施严密监管，确保资金安全。主承销商应对募集专户履行账户资金余额等信息的通知职责、资金使用是否符合本次债券《募集说明书》要求的监管职责、资金异常变动的通知职责及本协议约定的其他职责。

总体看，偿债账户监管协议和募集资金账户监管协议有助于本次债券资金的合规使用与归集，减少并降低了操作风险。

十一、综合评价

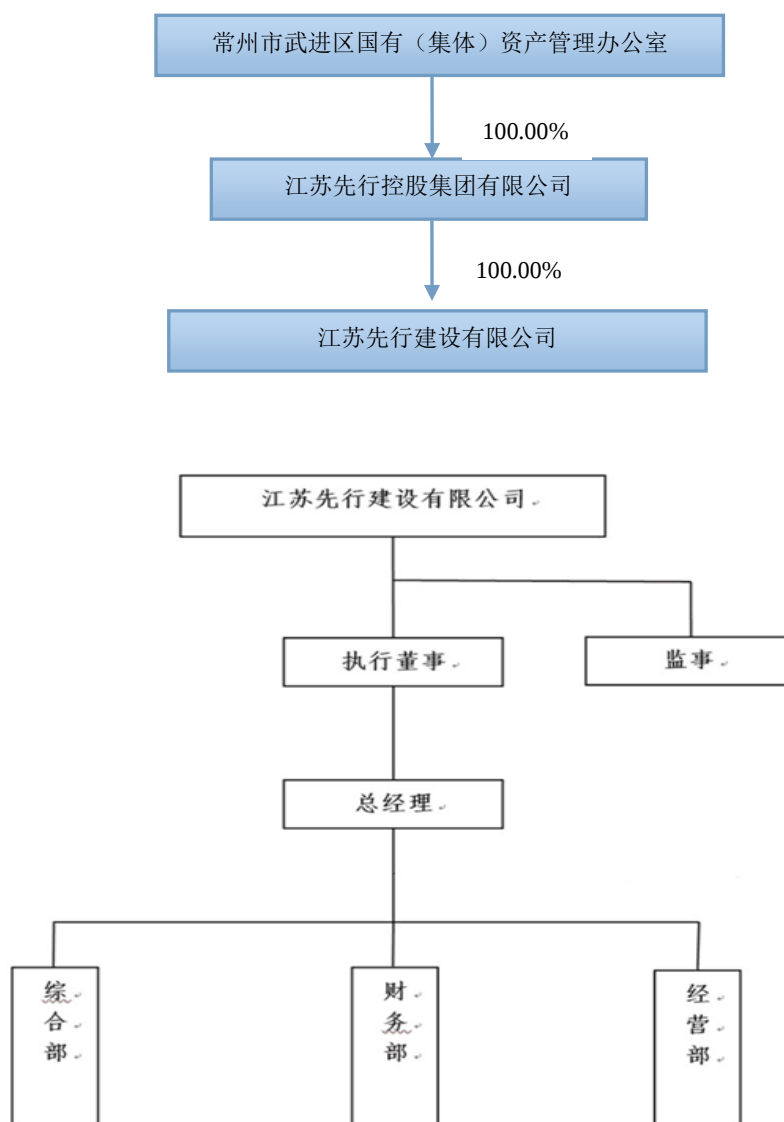
公司主要从事常州市武进区内的交通基础设施投资建设、资产租赁、污水处理以及部分武进区域外的建筑施工业务、湖塘纺织工业园区的电汽销售业务等，受到武进区政府在资金与资产注入和股权划转等方面的大力支持，公司在公路、桥梁等方面资质齐全，在建设施工方面经验丰富。同时，联合评级关注到，公司应收类款项、存货及用于抵押的投资性房地产规模较大，土地抵押比率高，公司资产流动性差，公司收购广湖建设后债务规模快速增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。此外，公司项目储备不足且均为总承包项目，该板块业务储备未来将更多通过武进区域外市场竞争取得，联合评级将密切关注公司未来拟建项目储备情况。

目前，武进区经济发展持续向好，地方财政实力不断增强，为公司提供了较好的发展环境；未来，随着公司收购广湖建设后业务范围的持续扩展，公司收入规模有望不断扩大。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

总体看，公司经营活动现金流入量对本次债券本金保障能力较强。同时，本次债券设置分期偿付条款有助于减轻公司集中偿付压力。江苏再担保为本次债券提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，江苏再担保的担保实力极强，其担保有效提升了本次债券的偿付安全性。

综合看，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 江苏先行建设有限公司

主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	114.32	132.42	322.94
所有者权益（亿元）	39.88	51.21	129.40
短期债务（亿元）	29.04	39.30	45.06
长期债务（亿元）	32.21	28.19	109.61
全部债务（亿元）	61.25	67.48	154.67
营业收入（亿元）	8.40	15.82	16.49
净利润（亿元）	1.37	1.49	1.59
EBITDA（亿元）	4.51	4.38	4.57
经营性净现金流（亿元）	-20.13	13.52	3.50
应收账款周转次数（次）	1.07	1.77	1.78
存货周转次数（次）	3.97	4.51	0.36
总资产周转次数（次）	0.08	0.13	0.07
现金收入比率（%）	105.77	69.64	81.78
总资本收益率（%）	3.28	2.33	1.21
总资产报酬率（%）	1.39	1.65	0.77
净资产收益率（%）	3.42	2.90	1.23
营业利润率（%）	29.43	20.98	16.95
费用收入比（%）	31.37	12.44	21.37
资产负债率（%）	65.11	61.33	59.93
全部债务资本化比率（%）	60.56	56.86	54.45
长期债务资本化比率（%）	44.67	35.50	45.86
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.05	0.02
流动比率（倍）	1.66	1.21	2.57
速动比率（倍）	1.62	1.14	1.67
现金短期债务比（倍）	0.66	0.36	1.31
经营现金流动负债比率（%）	-50.78	26.16	4.46
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.87	1.07	0.91

注：1、本报告中数据不加特别注明均为备考报表合并口径。

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券
+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。