

跟踪评级公告

联合[2014] 1643 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持漯河市城市建设发展有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“11漯城发债”AA⁺、“13漯城发/13漯城发债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年八月十九日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

溧阳市城市建设发展有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 溧城发债	12 亿元	2011/11/8-2018/11/8	AA ⁺	AA ⁺
13 溧城发/13 溧城发债	12 亿元	2013/3/8-2020/3/8	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 8 月 19 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	20.99	17.43	23.05
资产总额(亿元)	127.41	155.41	212.67
所有者权益(亿元)	72.55	75.17	105.37
短期债务(亿元)	10.12	10.41	18.61
全部债务(亿元)	40.86	49.90	66.66
主营业务收入(亿元)	11.47	9.34	8.44
利润总额(亿元)	3.77	1.27	1.18
EBITDA(亿元)	5.00	4.03	3.93
经营性净现金流(亿元)	0.09	-4.76	-10.12
主营业务利润率(%)	1.34	0.04	-5.61
净资产收益率(%)	5.17	1.64	1.17
资产负债率(%)	42.84	51.46	50.35
全部债务资本化比率(%)	35.94	39.81	38.70
流动比率(%)	457.22	298.43	316.50
全部债务/EBITDA(倍)	8.18	12.38	16.98
经营现金流流动负债比(%)	0.59	-14.38	-19.80

分析师

高景楠 田梦楚
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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 溧阳市经济实力继续增强, 财政收入快速增长, 溧阳市城市建设发展有限公司(以下简称“公司”)外部经营环境良好; 作为溧阳市城市基础设施建设的主要实体, 跟踪期内公司获得溧阳市政府支持力度进一步加大。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司主营业务公益性质显著, 主营业务亏损, 自身盈利能力很弱, 对地方政府依赖程度高, 以及未来投资支出规模较大等因素对其经营及发展带来的不利影响。

未来, 随着公司代建项目的逐步移交以及已竣工安置房销售收入的陆续实现, 公司整体收入水平有望回升。

“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, 2013年常高新集团主体长期信用等级为AA⁺。常高新集团担保实力较强, 有助于提升“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/13溧城发债”均采取了提前等额偿还本金的安排, 有利于降低集中偿付压力。

综合考虑, 联合资信维持公司AA的主体长期信用, 评级展望为稳定, 维持“11溧城发债”AA⁺、“13溧城发/13溧城发债”AA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 溧阳市地方经济实力继续增强, 财政收入快速增长, 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要实体, 市政府对其支持力度进一步加大。
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“13溧城发/13溧城发债”均采取了分期偿还

本金的安排，有利于降低集中偿付压力。

关注

1. 公司主营业务公益性质显著，跟踪期内，公司主营业务毛利率为负，经营稳定性对地方政府的依赖程度高。
2. 公司资产中存货、无形资产及其他应收款占比较大，流动性较弱。
3. 公司未来投资支出规模较大，存在一定资金压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与溧阳市城市建设发展有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与溧阳市城市建设发展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。

二、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。

三、本信用评级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，未因溧阳市城市建设发展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。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由溧阳市城市建设发展有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效，根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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。

二、主体概况

溧阳市城市建设发展有限公司（以下简称“公司”）系由溧阳市房屋拆迁公司（出资 0.38 亿元）和溧阳市市政工程养护队（出资 0.22 亿元）于 2003 年 8 月共同出资组建的有限责任公司。后经数次增资及股权变更，至 2013 年底，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，公司性质为国有独资公司。

截至 2013 年底，公司本部设办公室、财务部、综合管理部、工程管理部、审计监察部等五个职能部门。2013 年，公司合并范围新增三级全资子公司一家，系溧阳市金泰房地产开发有限公司，公司纳入合并范围的子公司共 18 家。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 212.67 亿元，所有者权益 105.37 亿元；2013 年公司合并口径实现主营业务收入 8.44 亿元，利润总额 1.18 亿元。

公司注册地址：溧阳市溧城镇燕园路 20 号；法定代表人：周卫中。

三、宏观经济与政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据

初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万元以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；

灵活开展公开市场操作,开展常备借贷便利操作,促进银行体系流动性总体平衡;发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用,引导货币信贷平稳适度增长,增强金融机构抗风险能力;进一步推进利率市场化改革。10月25日,贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行,实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底,M2存量达110.7万亿,同比增长13.6%。从社会融资规模来看,2013年全社会融资规模为17.3万亿,比上年同期多1.5万亿;其中人民币贷款12.97万亿,增加2.54万亿;全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元,比上年增加1044亿元。其中,A股再筹资(包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证)2803亿元,增加710亿元;上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元,增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元,比上年减少667亿元。

人民币汇率方面,截至2013年底,人民币兑美元汇率中间价为6.0969元,比上年末升值3.1%;人民币汇率双向浮动特征明显,汇率弹性明显增强,人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面,2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态,近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企,资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面,继续加快结构调整和转型升级,继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张,加快推进产业转型升级,推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面,房地产调控政策进一步趋紧,2月26日,国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”;从房地产市场运行看,行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现,其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现,房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面,6月26日,国务院常务会议研究部署加快棚户区改

造,会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户;8月22日,发改委下发了发改办财金[2013]2050号文,明确支持棚改企业申请发行企业债券,并按照“加快和简化审核类”债券审核程序,优先办理核准手续,加快审批速度。10月15日,国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》,明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩,将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式,争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖15个领域、60项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构

调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市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物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、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。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了許多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013 年全年，全国固定资产投资总额完成 44.71 万亿元，比上年名义增长 19.3%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资 1.97 万亿元，全年基础设施（不包括电力、

燃气及水的生产与供应）投资 7.17 万亿，比上年增长 21.2%。2013 年全年新开工项目计划总投资 35.78 万亿元，比上年增长 14.2%；新开工项目 38.93 个，比上年增加 6.62 万个。

截至 2013 年，中国城镇化率为 53.73%，较上年提高 1.16 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济和财政实力

2013 年，溧阳市实现地区生产总值 637.2 亿元，按可比价计算比上年增长 12.2%；从三次产业完成情况来看，第一产业增加值 42.61 亿元；第二产业增加值 338.43 亿元，其中工业增加值 304.51 亿元；第三产业增加值 256.16 亿元。三次产业比重由 2012 年的 7: 54.8: 38.2 调整为 2013

年的6.7: 53.1: 40.2。

2013年溧阳市工业总产值、产品销售收入分别达1731.582亿元、1719.94亿元，比上年增长14.2%、13.5%，实现工业利税总额151.87亿元、利润总额87.54亿元，比上年增长22.2%、15.4%；规模以上工业总产值、产品销售收入分别达1558.92亿元、1550.16亿元，比上年增长15.8%、14.3%。2013年，溧阳市完成全社会固定资产投资418.2亿元，比上年增长19.5%。

财政实力方面，2013年溧阳市全市财政总收入达到133.8亿元，比上年增长18.5%，其中公共财政预算收入45.6亿元，比上年增长12.6%。财政总收入占GDP的比重达到21.0%，比上年提高了0.8个百分点。

2013年底，溧阳市全市户籍人口达79.01万人，比上年增加0.02万人。常住人口76.00万人，与上年基本持平，其中城镇人口41.83万人，城市化率55%，比上年提高2.2个百分点。2013年城镇居民人均可支配收入32804元，增长9.9%；农民人均纯收入16985元，增长11.3%。

整体看，溧阳市地方经济实力持续增强，财政收入继续快速增长，为公司的发展提供了良好的外部经济环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权结构未发生变化。公司为国有独资公司，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。

2. 高管人员

跟踪期内，公司高层管理人员无重大变化。

3. 政府支持

基于公司特殊的经营职能，公司在资产注入、资金投入、项目建设资金支持及财政补贴等方面继续得到溧阳市政府大力支持。

(1) 资产注入

2013年12月，根据溧阳市人民政府出具的溧政复（2013）73号文件，公司获得溧阳市政府划入账面价值为18.10亿元的土地资产，计入“存货”及“资本公积”科目。

(2) 资金注入

2013年，根据溧阳市财政局出具的“溧财金（2013）6号”文件，公司获得溧阳市财政拨款3.09亿元；根据溧阳市财政局出具的“溧财金（2013）4号”文件，公司子公司溧阳市燕山新城房地产开发有限公司获得溧阳市财政拨款7.19亿元。上述款项为公司2012年取得，计入“其他应付款”，2013年由“其他应付款”转入“资本公积”。

(3) 项目建设资金支持

公司作为地区城市基础设施建设的主要主体，溧阳市财政每年拨付给公司一定项目建设资金用于公益性城市基础设施建设，2012及2013年公司获得项目建设资金分别为2.92亿元和4.35亿元（体现在“收到的其他与筹资活动有关的现金”中）。

(4) 财政补贴

除上述项目建设资金外，公司每年还可获得一定的政府财政补贴收入，2012及2013年公司获得补贴收入（含财政补贴、生产经营亏损补贴、油价补贴、粮食补贴）分别为3.88亿元和3.87亿元。

整体看，作为地区城市基础设施建设的重要主体，跟踪期内公司获得溧阳市政府支持力度进一步加大。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度及法人治理结构无重大变化。

七、经营分析

公司主要职责是参与地区城市基础设施建设和投资，因此其经营主旨以投资建设公益基础设施项目为主；同时为缓解资金压力，增强

投融资能力，公司还拥有部分可经营性资产。目前，除受托代建业务外，公司产生收益的运营类业务主要包括安置房销售、客运及粮食销售等。

2013年，公司实现主营业务收入8.44亿元，同比下降9.63%，主要系受托代建业务收入减

少所致。另外，2013年公司新增土地开发收入1.25亿元，系土地一级开发收入。受客运业务盈利状况进一步恶化及安置房销售业务仍然亏损影响，2013年公司主营业务毛利率降至-2.59%，主营业务呈亏损状态。分行业板块收入构成明细见下表。

表1 2012~2013年公司主营业务收入构成（单位：万元，%）

业务板块	2012年			2013年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
受托代建项目收入	71906.90	65251.24	9.26	33000.00	29405.84	10.89
安置房销售收入	3874.73	5863.75	-51.33	17859.77	20739.06	-16.12
客运收入	5012.51	7482.11	-49.27	4763.17	8837.06	-85.53
粮食销售收入	12199.88	11608.42	4.85	15923.93	15366.65	3.50
土地开发收入				12461.17	12169.69	2.34
其他收入	419.98	183.64	56.27	413.32	90.92	78.00
合计	93414.00	90389.15	3.24	84421.35	86609.21	-2.59

资料来源：公司审计报告

1. 公益性城市基础设施建设

公司城市基础设施建设投资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，该类项目建设资金来源包括：公司自筹资金以及中央、省、地方市政拨付的项目建设资金作为项目建设资本金，不足部分，主要依靠对外举债来解决，目前公司的举债渠道和方式主要为银行贷款和发行公司债券，主要通过政府回购平衡资金。

其中，道路及桥梁建设方面，主要由公司本部以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。公司道路及桥梁建设主要采用代建回购模式。

2013年，公司投资额合计约4.79亿元，该部分债务主要由政府回购资金（根据项目建设进度逐步拨付）进行平衡。跟踪期内，公司主要建设了宁杭高铁工程、外环线工程、市区道路改造、芜申运河工程、南河桥、北固桥、戴埠港桥、污水管网二期等多个项目。2013年，市财政以2.92亿元向公司回购了北山线项目，以0.38亿元向公司回购了戴横线项目，合计3.30亿元。

2. 保障性住房建设

公司保障性住房主要偏重安置房，建设主要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”）、溧阳市燕山新区建设发展有限公司（以下简称“燕山建设”）和溧阳市燕山新城房地产开发有限公司（以下简称“燕山房地产”）负责。其中，燕山建设主要负责“11溧城发债”募投项目建设，燕山房地产主要负责“13溧城发/13溧城发债”募投项目建设。

万达公司是溧阳市保障性住房建设的重要经营主体，其经营主要根据地区建设规划，进行建设运作，主要建设房产类型包括廉租房、拆迁安置房、危旧房改造等方面。

万达公司保障性项目住房建设用地主要通过市场招拍挂获得。截至2013年底，万达公司储备土地合计185亩。工程资金方面，公司廉租房主要采用代建回购模式；拆迁安置房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；危旧房改造由财政按照项目建设进度拨款进行建设。

2013年，万达公司建设的安置房项目主要

有燕岭茗苑、东盛苑、景盛苑、上份村和夏林村等，其中上份村和夏林村项目为2013年新开工项目。

表2 2013年万达公司保障房住房建设情况

项目名称	总投资（万元）	截至2013年底已累计投资（万元）	项目进展
续建项目			
燕岭茗苑	18000	10865	主体封顶
东盛苑	21000	12001	主体封顶
景盛苑	19000	12017	主体封顶
合计	58000	34883	
新开工项目			
上份村	67600	442	施工中
夏林村	86000	1421	施工中
合计	153600	1863	

资料来源：公司提供

万达公司安置房的销售有两种类型：一种按照全额价格进行销售；一种是拆迁实物补差价的方式进行销售。在实际经营中，这两种模式各占一半。安置房价格由政府物价部门制定。

公司在溧阳市安置房市场份额约占 40%左右。2013 年，公司安置房销售收入 1.79 亿元，较上年大幅增长；由于目前安置房项目成本结转较多，但销售收入确认相对较少，2013 年公司安置房销售业务延续了上年的亏损状态，但亏损程度有所减轻，该业务毛利率为-16.12%。

近期，公司主要在建保障性住房项目包括上份村项目、溧阳市东门旧城棚户区改造项目（“13溧城发/13溧城发债”募投项目）、夏林村安置房项目等。其中，夏林村安置房建筑面积 28 万平方米，总投资约 8.6 亿元；上份村危房改造项目总投资约 6.76 亿元。公司保障性住房建设业务未来投资支出规模仍较大。

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，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。2013 年，公司开发整理的两块地块出让后返还公司土地开发收入 1.25 亿元，由于 2013 年土地整理成本摊销较多，公司根据政府实际返还土地出让金额确认收入，该业务毛利率较低，仅为 2.34%。

目前公司开展该项业务时间较短，未来公司土地开发业务规模依公司资金状况、土地市场情况及溧阳市土地出让指标具有不确定性，联合资信将持续关注公司土地开发业务发展情况。

4. 客运业务

公司客运业务主要由下属子公司溧阳市客运有限公司（以下简称“客运公司”）负责。

2013 年底，客运公司共有各类型客车 345 辆，出租车 273 辆。2013 年，公司客运行使里程合计达到 6600 万公里。

客运业务因其半公益性质，由政府物价部门统一定价，该部分收入相对较为稳定，但盈利性较差。2013 年客运业务收入 4763.17 万元，业务毛利率 -85.53%，较上年的 -49.27% 的毛利率亏损程度加深，主要系油价上涨、人工成本增加导致成本快速上升所致。2013 年，政府给予公司油价补贴 1248.78 万元。

5. 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。

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。

粮价购销受政策性因素及粮价波动影响大，粮食公司销售收入及毛利率存在波动。2013年，粮食公司全年收购粮食9.88万吨，销售5.71万吨，实现粮食销售收入1.59亿元，业务毛利率3.50%。2013年，政府给予公司粮食补贴1300.02万元。

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、客运收入及粮食销售收入等构成。跟踪期内公司主营业务毛利率为负，呈亏损状态，经营持续性对地方政府的依赖程度很高。

八、募集资金使用情况

1. “11溧城发债”

经国家发展和改革委员会发改财金【2011】2050号文件批准，公司于2011年11月8日发行“11溧城发债”，募集资金12亿元人民币。“11溧城发债”债券期限为7年，提前分期还本，拟分别于2016年、2017年和2018年分别偿还本金4亿元、4亿元和4亿元。“11溧城发债”募集资金中，4.5亿元用于罗庄村农民拆迁安置小区项目，2亿元用于长阳安置小区项目，3.5亿元用于湾里村拆迁安置小区项目，2亿元用于补充公司营运资金。

截至2013年底，“11溧城发债”募投项目已累计投资18.93亿元，募投项目基本完工；募集资金已全部投放完毕。

2. “13溧城发/13溧城发债”

经国家发展和改革委员会发改财金【2013】398号文件批准，公司于2013年3月8日发行“13溧城发/13溧城发债”，募集资金12亿元人民币。

“13溧城发/13溧城发债”债券期限为7年，提前分期还本，拟分别于2016年、2017年、2018年、2019年和2020年分别偿还本金2.4亿元、2.4亿元、2.4亿元、2.4亿元和2.4亿元。“13溧城发/13溧城发债”募集资金全部用于子公司燕山房地产承建的溧阳市东门旧城棚户区改造项目。

截至2013年底，“13溧城发/13溧城发债”募投项目已累计投资7.44亿元，其中使用募集资金6.00亿元。

表3 “13溧城发/13溧城发债”募投项目进展情况
(单位：万元)

项目名称	总投资	累计投资	募集资金已投入额	项目进展
溧阳市东门旧城棚户区改造项目	250300.00	74382	60000	施工中

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了2013年利安达会计师事务所审计并出具标准无保留意见的审计报告。2013年，公司合并范围增加了溧阳市金泰房地产开发有限公司，上述子公司规模较小，跟踪期内的公司合并财务数据具有可比性；截至2013年底，公司纳入合并范围的子公司共计18家。

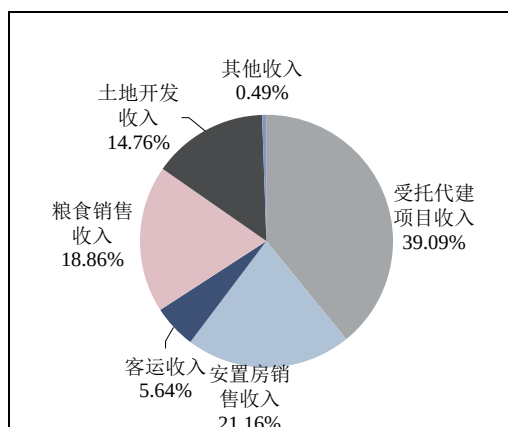
截至2013年底，公司（合并）资产总额212.67亿元，所有者权益105.37亿元；2013年公司合并口径实现主营业务收入8.44亿元，利润总额1.18亿元。

1. 盈利能力

公司主营业务收入主要由受托代建项目收入、安置房销售收入、客运收入及粮食销售收入等构成。2013年，由于受托代建业务收入下

降，公司主营业务收入同比下降9.63%，为8.44亿元。跟踪期内，受代建工程竣工结算及收到回购款项的进度影响，2013年受托代建项目收入较2012年减少3.89亿元，但仍为公司主营业务收入的主要贡献体；安置房销售收入较上年大幅增加，2013年为1.79亿元；2013年粮食收入进一步增至1.59亿元；客运收入保持稳定。2013年新增土地开发收入1.25亿元。

图1 2013年公司主营业务收入构成



资料来源：公司审计报告

2013年公司期间费用合计2.80亿元，较上年小幅减少2.45%。扣除期间费用后，2013年公司营业利润为-3.18亿元，较2012年进一步下滑。由于公司主要从事地区城市基础设施建设，因此可获得政府在财政上的较大支持。政府给予公司的补贴收入包括财政补贴、生产经营亏损补贴、油价补贴及粮食补贴。2013年，公司获得的补贴收入为3.87亿元，成为公司利润的重要保障。2013年，公司实现利润总额为1.18亿元较上年下降7.30%，净利润为1.23亿元，较上年略有增长。

从盈利指标来看，2013年公司主营业务利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为-5.61%、1.75%、1.17%，较上年分别下降5.65个、0.82个、0.47个百分点。公司主营业务利润率为负，公司整体盈利能力进一步弱化。

整体看，2013年公司主营业务收入、利润总额均较上年有不同程度的下降；跟踪期内，补贴收入仍是公司利润的主要来源，公司自身

盈利能力弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013年公司销售商品、提供劳务收到的现金较上年增长44.58%，为9.28亿元，现金收入比为109.95%，较2012年增加41.35个百分点，主要系回购款回款及房屋销售预收款增加所致；收到的其他与经营活动有关的现金（主要体现为往来款项流入）为57.82亿元，较2012年大幅增加；经营活动现金流入量为67.11亿元，同比增长66.49%。2013年公司经营活动现金流出77.23亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付的其他与经营活动有关的现金。2013年公司经营活动现金净流出10.12亿元。

投资活动方面，2013年投资活动现金流入量较上年有所降低，但流出量大幅增长，主要是由于该年度公司用于理财产品和委托贷款交易的资金量增加。2013年，公司投资活动资金净流出额为11.80亿元。

筹资活动方面，2013年公司筹资活动产生的现金流入量为33.50亿元，其中借款所收到的现金为29.10亿元，公司收到其他与筹资有关现金4.39亿元；2013年，公司筹资活动现金流出量为15.88亿元，主要体现为偿付债务所支付的现金。公司筹资活动产生的现金流量净额为17.61亿元。

整体看，跟踪期内，公司筹资活动前净现金流仍表现为负，对外融资依赖性较强。

3. 资本及债务结构

资产

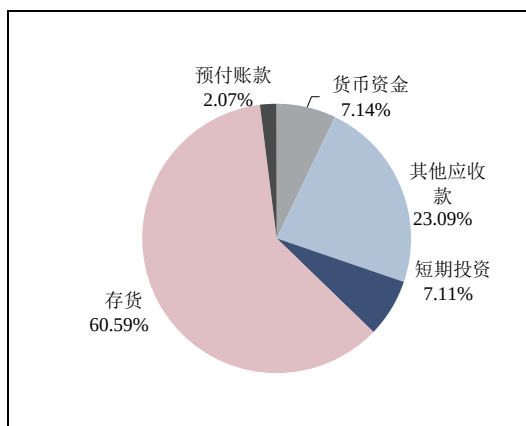
截至2013年底，公司资产总额为212.67亿元，较上年同期增长36.84%。跟踪期内，随其他应收款及存货的增加，公司流动资产占比进一步增大。截至2013年底，公司资产中流动资产占比为76.09%，无形资产占比为14.68%，固定资产占比为6.86%。

2013年，公司流动资产较上年同期增长

63.86%，主要系其他应收款和存货增长。其中由于2013年审计部门对受政府委托代建项目会计核算分类错误，在编制2013年度比较会计报表时，调增存货11.62亿元，调减在建工程8.68亿元，调减其他长期资产2.94亿元。调整后实际增长率为46.61%。

截至2013年底，公司流动资产总额161.81亿元，结构以存货为主占60.59%，其次为其他应收款（占23.09%）、货币资金（占7.14%）、短期投资（占7.11%）和预付账款（占2.07%）。

图2 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司货币资金11.55亿元，其中99.95%为银行存款，其他少量为现金和其他货币资金。公司短期投资同去年显著增长，2013年底为11.50亿元。用于委托贷款和理财产品。跟踪期内，公司其他应收款大幅度增加，2013年底账面余额为37.98亿元，余额较上年同期增长35.40%。从账龄来看，1年以内的其他应收款占34.81%，1~2年的占48.52%，账龄结构较上年有所恶化。其他应收款中政府部门的往来款项占比比上年减少，其他应收款对公司资金周转造成一定压力。2013年底，公司对其他应收款共计提坏账准备0.62亿元。

表4 2013年底前五名其他应收款欠款单位

单位：万元、%

单位名称	金额	占比	欠款原因
溧阳市财政局	147001.65	38.71	往来款
溧阳市房屋征收与补偿办公室	44261.64	11.65	往来款

溧阳市拓展物资贸易有限公司	10930.90	2.88	往来款
溧阳市水利局	10000.00	2.63	往来款
溧阳市鑫泰隆贸易有限公司	10000.00	2.63	往来款
合计	222194.19	58.51	

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，受募投项目推进带动开发成本快速增加，公司存货同比增长60.26%，截至2013年底，公司存货为98.03亿元，其中开发成本占80.02%（主要为待开发土地、燕山新区土地开发整理成本及在建保障房项目等）、受托代建项目13.74%、开发产品占4.84%。

跟踪期内，由于增加对江苏中关村科技园建设发展公司及江苏中关村科技产业园北山投资开发有限公司的长期投资，公司长期投资规模同比大幅增加，2013年底公司长期股权投资为1.75亿元。2013年底，公司新增长期债权投资项目为爱建常州钟楼集合信托计划0.10亿元。

2013年，公司固定资产原值和净值变化不大。跟踪期内，受南渡储备库、昆仑东苑公交回车场、G104线、西环线—宁杭交通西互通连接线工程等多个项目影响，在建工程同比增长67.16%，截至2013年底为12.52亿元，主要为公司代建的道路、市政、桥梁等项目。跟踪期内，公司无形资产受摊销影响同比下降1.93%，2013年底为31.21亿元。公司其他长期资产较上年没有变化。

整体看，随项目投入的增加及债务融资带动的资金流入，跟踪期内公司资产增长较快。公司资产结构以流动资产为主；公司资产中存货、无形资产及其他应收款占比较大，整体质量一般。

所有者权益

2013年，随资本公积的大幅增加，公司所有者权益同比增长40.19%，截至2013年底，公司所有者权益为105.37亿元，其中资本公积占82.85%、实收资本占9.73%。公司资本公积由资本溢价（原股东投入土地高出计入实收资本部

分价值)、国有资产投入(主要为政府划拨土地)和股权投资准备组成,跟踪期内,主要受益于国有资产投入和政府财政拨款投入,资本公积较上年增加29.02亿元,截至2013年底为87.30亿元。公司权益稳定性较好。

负债

跟踪期内,随着项目建设的推进以及投入资金的增加,公司对外融资规模持续加大,负债总额同比增长33.89%,截至2013年底,为107.07亿元。其中,长短期有息债务合计66.66亿元,占负债总额的62.26%;非有息债务以其他应付款和专项应付款为主。2013年底,公司其他应付款为24.82亿元,主要是与市政相关单位的往来款项;专项应付款主要是公司收到的财政对于几项工程的专项拨款,包括安置房建设资金、廉租房建设资金、公租房工程建设款、燕山公园项目资金等。

表5 2013年底前五名其他应付款单位明细
(单位:万元、%)

单位名称	金额	占比	欠款原因
溧阳市市乡道路养护工程有限公司	30800.00	12.41	往来款
溧阳市新农村良田建设发展有限责任公司	26485.00	10.67	往来款
溧阳市财政局	23167.62	9.34	往来款
溧阳市航务工程有限公司	18900.00	7.62	往来款
溧阳市拓展物资贸易有限公司	18000.00	7.25	往来款
合计	117352.62	47.29	

资料来源:公司审计报告

从负债结构看,2013年公司长期负债占负债总额的比重为69.96%,该占比较上年的58.62%有所上升。有息债务中,长期债务占72.08%,公司债务以长期债务为主。

从债务负担看,跟踪期内,尽管公司有息债务增长,但增长幅度低于所有者权益的增长,故公司相关负债指标均有所下降。2013年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为50.35%、38.70%和31.27%。跟踪期内,公司债务负担有所减轻,

属于正常范围内。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看,2013年底,公司流动比率和速动比率分别为316.50%和124.75%,流动比率较上年同期有所上升,速动比率较上年同期有所下降。考虑到公司短期债务规模相对较小,现金类资产较为充裕,公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看,2013年公司全部债务/EBITDA为16.98倍,较上年的12.38倍有所上升,但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,公司实际偿债支付压力将低于指标值。

整体来看,公司债务主要集中在长期,整体偿债能力尚可。

截至2013年底,公司获得银行授信额度合计44.32亿元,其中尚未使用额度为2.40亿元,公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2013年底,公司无对外担保。

5. 过往债务履约情况

根据《企业信用报告(银行版)》(机构信用代码:G10320481000341404),截至2014年7月22日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况,以及溧阳市区域发展及财力水平的综合分析,并考虑到溧阳市政府对公司的各项支持,公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿债能力

1. 存续期内债券偿债能力分析

2013年,公司经营活动现金流入量和净额分别为67.11亿元和-10.12亿元,分别为待偿还存续期内债券(“11溧城发债”+“13溧城发/13

溧城发债”) 本金合计24亿元的2.80倍和-0.42倍; 公司EBITDA为待偿还债券本金的0.16倍。

“11溧城发债”债券期限为7年, 提前分期还本, 分别于2016年、2017年和2018年偿还本金4亿元、4亿元和4亿元。“13溧城发/13溧城发债”债券期限为7年, 提前分期还本, 分别于2016年、2017年、2018年、2019年和2020年偿还本金2.4亿元、2.4亿元、2.4亿元、2.4亿元和2.4亿元。以单年需偿付本金额最多的一年(6.40亿元)计算, 2013年, 公司经营活动现金流入量和净额分别为6.40亿元的10.49倍和-1.58倍; 公司EBITDA为6.40亿元的0.61倍。考虑到溧阳市政府对公司各方面的支持, 以及“11溧城发债”、“13溧城发/13溧城发债”均采用提前分期偿还本金, 公司经营活动现金流入量对存续期内债券分期偿还金额的保障能力较好。

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2013年底, 常高新集团注册资本为10.05亿元。

常高新集团为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, 业务范围既涉及区内公益类基础设施项目建设, 又涉及参与区政府授权范围内经营性国有资产的运营。跟踪期内, 常州市及新北区经济持续增长, 为常高新集团发展提供了良好的区域环境; 常高新集团在多方面得到了政府的大力支持; 资产规模快速增长, 经营性业务收入稳步提高, 盈利能力保持稳定。目前, 常高新集团市场化经营业务已经具备一定规模, 公益类项目由政

府回购的模式保障了未来资金的回流。2013年, 常高新集团实现主营业务收入50.01亿元, 利润总额5.31亿元。

经联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)评定, 常高新集团2013年度主体长期信用等级为AA⁺, 评级展望为稳定。

综合来看, 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进一步提高了“11溧城发债”的偿付的安全性。

3. 回购安排

针对“13溧城发/13溧城发债”, 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。截至目前, 2014年回购款尚未到账, 预计2014年年末到账。

4. 专项偿债基金

“11溧城发债”

公司将提前提取偿债基金用于“11溧城发债”的兑付工作, 并在江苏江南农村商业银行股份有限公司建立偿债基金专用账户, 以确保“11溧城发债”本息按期兑付, 保障投资者利益。公司在每个付息/兑付日的10个工作日前, 将当期应付利息和本金款项足额存入偿债资金专户, 以确保债券本息的按时支付。

根据公司2012年及2013年付息公告, 公司已分别于2012年11月8日和2013年11月8日按时偿付“11溧城发债”当期利息。

“13溧城发/13溧城发债”

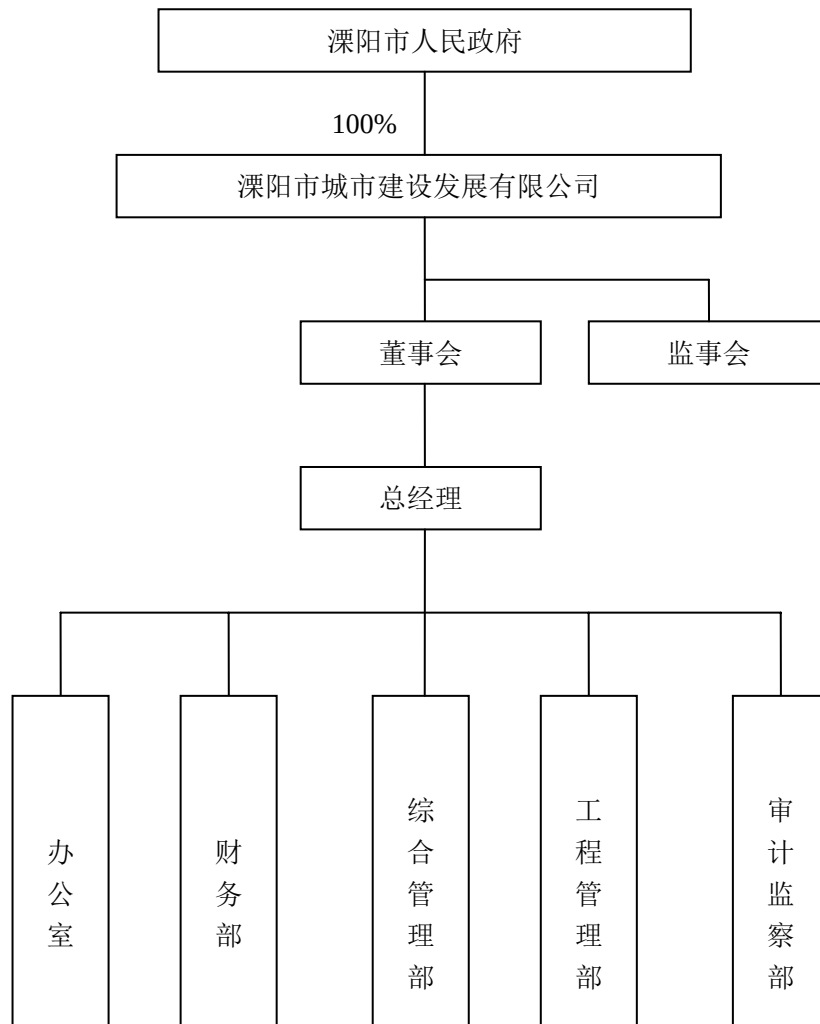
公司为“13 溧城发/13 溧城发债”设立了偿债资金专户，由公司在江苏银行股份有限公司常州分行开设专门账户，用于归集“13 溧城发/13 溧城发债”还本付息资金。公司将在本期债券每年付息日前 10 个工作日将偿债资金归集于偿债资金专户，一旦偿债资金划入偿债资金专户，仅可用于按期支付本期债券的利息和到期支付本金，以保证“13 溧城发/13 溧城发债”存续期间还本付息。

根据公司 2014 年付息公告，公司已于 2014 年 3 月 10 日按期偿付“13 溧城发/13 溧城发债”首期利息。

十一、综合评价

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用，评级展望为稳定，维持“11溧城发债”AA⁺、“13溧城发/13溧城发债”AA的信用等级。

附件 1 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	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	20.99	17.43	23.05
资产总额(亿元)	127.41	155.41	212.67
所有者权益(亿元)	72.55	75.17	105.37
短期债务(亿元)	10.12	10.41	18.61
长期债务(亿元)	30.74	39.49	48.05
全部债务(亿元)	40.86	49.90	66.66
主营业务收入(亿元)	11.47	9.34	8.44
利润总额(亿元)	3.77	1.27	1.18
EBITDA(亿元)	5.00	4.03	3.93
经营性净现金流(亿元)	0.09	-4.76	-10.12
财务指标			
销售债权周转次数(次)	42.03	32.72	600.86
存货周转次数(次)	0.35	0.20	0.12
总资产周转次数(次)	0.11	0.07	0.05
现金收入比(%)	73.70	68.60	109.95
营业利润率(%)	1.34	0.04	-5.61
总资本收益率(%)	3.94	2.49	1.75
净资产收益率(%)	5.17	1.64	1.17
长期债务资本化比率(%)	29.68	34.36	31.27
全部债务资本化比率(%)	35.94	39.81	38.70
资产负债率(%)	42.84	51.46	50.35
流动比率(%)	457.22	298.43	316.50
速动比率(%)	209.20	148.69	124.75
经营现金流动负债比(%)	0.59	-14.38	-19.80
全部债务/EBITDA(倍)	8.18	12.38	16.98

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	
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/主营业务收入×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+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。