跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1100 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持溧阳市城市建设发展有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“11溧城发债”的信用等级为AA^{+}，维持“PR溧城发/13溧城发债”、“17溧阳城建MTN001”、“17溧阳城建MTN002”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十六日

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[1]	2011/11/8~2018/11/8	AA+	AA+
PR 溧城发/13 溧城发债	12 亿元[2]	2013/3/8~2020/3/8	AA	AA
17 溧阳城建 MTN001	5 亿元	2017/2/13~2020/2/13	AA	AA
17 溧阳城建 MTN002	3 亿元	2017/05/05~2020/05/05	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	39.89	35.62	34.97	40.85
资产总额(亿元)	224.65	312.94	381.73	400.74
所有者权益(亿元)	106.87	107.82	109.33	109.66
短期债务(亿元)	25.89	42.52	40.96	39.36
长期债务(亿元)	47.40	61.71	74.74	92.84
全部债务(亿元)	73.29	104.23	115.70	132.21
调整后全部债务(亿元)	73.29	104.23	120.25	134.76
营业收入(亿元)	10.48	11.09	13.15	2.94
利润总额(亿元)	1.11	0.93	1.32	0.33
EBITDA(亿元)	5.46	4.39	5.90	--
经营性净现金流(亿元)	-0.46	-17.01	13.12	-11.82
营业利润率(%)	7.61	-2.41	4.70	12.80
净资产收益率(%)	1.03	0.86	1.20	--
资产负债率(%)	52.43	65.55	71.36	72.63
全部债务资本化比率(%)	40.68	49.15	51.41	54.66
调整后全部债务资本化比率(%)	40.68	49.15	52.38	55.13
流动比率(%)	306.53	201.21	156.89	172.34
经营现金流动负债比(%)	-0.74	-12.78	7.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.43	23.74	19.61	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	13.43	23.74	20.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.02	0.53	0.78	--

注：1. 2017 年一季度财务数据未经审计；
2.调整后全部债务=全部债务+长期应付款。

[1] “11 溧城发债”已偿还 4.00 亿元，当前余额 8.00 亿元。
[2] “PR 溧城发/13 溧城发债”已偿还 4.80 亿元，当前余额 7.20 亿元。

评级观点

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

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

“11溧城发债”由常高新集团有限公司（以下简称“常高新集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，常高新集团主体长期信用等级为AA+。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“PR溧城发/13溧城发债”均设置提前偿付条款，有助于降低公司集中偿付压力。公司经营现金流入量对存续期债券保障能力强。

综合考虑，联合资信确定维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11溧城发债”的信用等级为AA+，“PR溧城发/13溧城发债”、“17溧阳城建MTN001”及“17溧阳城建MTN002”的信用等级为AA。

优势

1. 跟踪期内，溧阳市地方经济较快发展，公共财政预算收入保持稳定增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为溧阳市城市基础设施建设的主要实体，持续获得溧阳市政府在财政补贴及项目建设资金方面的大力支持。

分析师
孙宏辰　周海涵
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：/www.lhratings.com

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

关注

1. 公司利润总额对地方政府补助的依赖程度高。
2. 公司资产中存货、无形资产及其他应收款占比大，对公司资金形成一定占用。
3. 跟踪期内，公司债务规模上升，债务负担加重。
4. 公司担保比率高，或有负债风险较高。

声　明

一、本报告引用的资料主要由溧阳市城市建设发展有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

溧阳市城市建设发展有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于溧阳市城市建设发展有限公司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，截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 10.25 亿元，溧阳市人民政府持有公司 100%股权，并授权溧阳市住房和城乡建设委员（以下简称“溧阳市住建委”）会对公司履行出资人职责，公司性质为国有独资公司。

公司经营范围：房地产开发经营（经济适用房、拆迁安置房、廉租房建设），城市市政建设，房屋拆迁及经营政府授权的其他相关国有资产。

截至 2017 年 3 月底，公司本部设办公室、财务部、综合管理部、工程管理部、审计监察部共 5 个职能部门。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 381.73 亿元，所有者权益 109.33 亿元（含少数股东权益 146.92 万元）；2016 年公司实现营业收入 13.15 亿元，利润总额 1.32 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 400.74 亿元，所有者权益 109.66 亿元（含少数股东权益 146.92 万元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.94 亿元，利润总额 0.33 亿元。

公司注册地址：溧阳市溧城镇南环路 26 号 4 楼；法定代表人：黄盘芳。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2017 年 6 月 16 日，公司存续债券待偿本金合计 23.20 亿元（详见表 1）。根据公司付息公告，公司已于 2016 年 11 月 8 日如期支付“11 溧城发债”利息且偿付本金 4.00 亿元，于 2017 年 3 月 8 日支付“PR 溧城发/13 溧城发债”利息并偿还本金 2.40 亿元，公司既往还本付息情况良好。

表1　截至2017年6月16日公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	当前余额	还本付息方式
11 溧城发债	12.00	2011/11/8	7 年	8.00	按年付息，在最后三个计息年度末分别偿还本金 4 亿元
PR 溧城发/13 溧城发债	12.00	2013/3/8	7 年	7.20	按年付息，在存续期第 3~7 年末每年偿还本金的 20%
17 溧阳城建 MTN001	5.00	2017/2/13	3 年	5.00	按年付息，到期一次还本
17 溧阳城建 MTN002	3.00	2017/5/5	3 年	3.00	按年付息，到期一次还本
合计	**32.00**	--	--	**23.20**	--

资料来源：公开信息，联合资信整理

截至 2017 年 6 月 16 日，“11 溧城发债”募集资金已按用途使用完毕，募投项目罗庄村农民拆迁安小区、长阳安置小区及湾里村拆迁安置小区已完工；“PR 溧城发/13 溧城发债”募集资金已按约定使用 11.82 亿元，尚未使用 0.18 亿元，募投项目溧阳市东门旧城棚户区改造正在施工中；“17 溧阳城建 MTN001”募集资金 5 亿元已使用完毕、“17 溧阳城建 MTN002”所募集 3 亿元尚未使用，募投项目云龙南地块四期已完成前期准备工作并开工建设，各项目工期控制情况良好。

四、宏观经济与政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进

程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所

增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

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 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 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。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济和财政实力

溧阳市是隶属于常州市的县级市，经济发展水平较高。根据中国城市竞争力研究会公布数据，2016年溧阳市名列百强县排名第37位。根据《2016年溧阳市国民经济和社会发展统计公报》，2016年，溧阳市实现实现地区生产总值（GDP）801.26亿元，按可比价计算比上年增长8.6%，人均GDP达到105256元（按常住人口），比上年增加0.82万元。从三次产业完成情况看，第一产业增加值48.29亿元；第二产业增加值392.29亿元；第三产业增加值360.68亿元，三次

产业比重由去年的6.3:49.7:44调整为6:49:45。

2016年，溧阳市工业总产值和产品销售收入分别为1611.02亿元和1591.17亿元，分别比上年增长10.6%和10%；完成施工总产值600.8亿元，占常州地区总产值的44.3%；全社会固定资产投资486.6亿元，同比增长10%；城镇居民人均可支配收入42063元，增长8.1%，农村居民人均可支配收入21899元，增长9.1%。

财政实力方面，2016年溧阳市全市地方综合财力244.29亿元，同比增长20.18%；公共财政预算收入59.00亿元，比上年增长5.00%，其中税收收入46.74亿元，较上年增长1.43%。基金收入165.70亿元，比上年增长30.87%；其中，国有土地使用权出让收入155.77亿元，同比增长30.65%，在地方综合财力中占比较大。

表 2　2016 年溧阳市（全市）债务构成（单位：万元）

地方债务（截至 2016 年底）	金额	地方财力（2016 年度）	金额
（一）直接债务余额	**328000**	**（一）地方一般预算收入**	**589986**
1、外国政府贷款		1、税收收入	467426
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	122560
3、国债转贷基金	326134	**（二）转移支付和税收返还收入**	**184020**
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	55137
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	80796
6、国内金融机构借款	1866	3、税收返还收入	48087
7、债券融资		**（三）国有土地使用权出让收入**	**1646973**
8、粮食企业亏损挂账		1、国有土地使用权出让金	1557698
9、向单位、个人借款		2、国有土地收益基金	827270
10、拖欠工资和工程款		3、农业土地开发资金	2005
11、其他		4、新增建设用地有偿使用费	
（二）担保债务余额	**751617**	**（四）预算外财政专户收入**	**21872**
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款	751617		
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	**703808.5**	**地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）**	**2442851**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**28.81%**	

资料来源：溧阳市财政局

地方政府债务主要由直接债务和担保债务两部分构成，截至2016年底，溧阳市全口径债务余额70.38亿元，其中直接债务余额32.80亿元，主要体现为国债转贷基金等；债务率（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为28.81%，地方债务水平较低。

整体看，跟踪期内，溧阳市地方经济较快发展，公共财政预算收入不断增长，债务水平较低，为公司发展提供了良好的外部经济环境。

六、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，截至 2017 年 3 月底，公司实收资本 10.25 亿元，溧阳市人民政府持有公司 100%股权，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．政府支持

基于公司特殊的经营职能，跟踪期内，公司在项目建设资金支持及财政补贴方面继续得到溧阳市政府大力支持。

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，2016年，公司获得项目建设资金为16.53亿元（体现在“收到的其他与筹资活动有关的现金”和“专项应付款”科目中）。

财政补贴

为增强公司经营实力、加快推进溧阳市基础设施建设，公司每年还可获得一定的政府财政补贴收入，2016～2017年3月公司获得补贴收入（含财政补贴、客运亏损及燃油补贴、粮食经营补贴及财政拨款）分别为5.33亿元和0.92亿元。

整体看，作为地区城市基础设施建设的重要主体，跟踪期内公司持续获得溧阳市政府支持且支持力度较强。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理人员、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

2016 年，公司实现营业收入 13.15 亿元，较上年增长 18.57%，主要是受托代建收入大幅增加所致。其中，受托代建项目收入 11.05 亿元，同比增长 75.86%，主要是交通平台工程结算所致；安置房销售收入 0.24 亿元，同比下降 88.81%，主要系项目建设尚未完工交房所致；粮食销售收入 1.36 亿元，同比下降 35.90%，主要因库容减少影响；客运收入规模变化不大，为 0.44 亿元；公司其他业务收入 658.86 万元，规模较小。

毛利率方面，由于 2016 年公司受托代建项目毛利率有所回升，且该板块占营业收入比重高（占 84.04%），2016 年公司综合毛利率同比增长 4.59 个百分点至 5.71%。对于公司承担的公益性城市基础设施建设项目，公司与政府签订回购协议，在投入成本的基础上加成一定比例确认回购收入。2016 年公司受托代建业务毛利率为 12.40%，主要系年内确认收入的项目加成比率较高所致；2016 年公司安置房销售收入中按市场价格销售的房产比例增加且售价有所上涨，故公司安置房销售收入毛利率大幅上升至 30.94%；同期，粮食销售收入毛利率水平略有下降，为 1.63%；受油价上涨、人工成本上升等因素影响，客运业务盈利状况进一步恶化，2016 年毛利率水平降至-175.90%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.94 亿元，其中受托代建业务收入 2.88 亿元。2017 年 1~3 月，公司受托代建业务毛利率继续上升，导致综合毛利率升至 13.21%。

表 3　2013~2016 年 3 月底公司营业收入构成（单位：万元，%）

业务板块	2015		2016		2017 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
受托代建项目收入	62842.86	7.41	110517.99	12.40	28750	13.04
安置房销售收入	21022.00	8.58	2352.47	30.94	--	--
客运收入	4743.83	-146.59	4423.42	-175.90	--	--
粮食销售收入	21153.92	2.88	13558.63	1.63	531.87	7.10
其他收入	1152.15	97.96	658.86	96.65	91.16	100.00
合计	**110914.76**	**1.12**	**131511.37**	**5.71**	**29373.03**	**13.21**

资料来源：公司审计报告、公司提供

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。

2016年及2017年1~3月，公司基建项目投资额分别为12.84亿元和7.47亿元。该部分投资产生的债务主要由政府拨付的项目资本金和政府回购资金（根据项目建设进度逐步拨付）进行平衡；同期，公司主要确认收入项目为东互通工程、G104站前工程等8个项目。

表4　2016年及2017年1~3月公司受托代建项目收入构成情况（单位：%、万元）

年度	项目名称	加成率	确认收入金额
2016	东互通工程	13.54	63457.55
	G104--站前路工程	14.90	2112.44
	南大街工程	14.00	10497.74
	公交站亭工程	14..00	10550.02
	西港工程	14.00	5989.74
	安保工程	17.00	6760.42
	养护绿化工程	14.00	11150.08
	小计	--	**110517.99**
2017年1~3月	西环线西互通	15.00	28750.00
	小计	--	**28750.00**

资料来源：公司提供

截至2017年3月底，公司在建基础设施项目包括西环线西互通、燕湖公园、燕山公园等，总投资合计13.10亿元，已投资11.43亿元。

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”）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。

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2017年3月底，万达公司储备土地合计421.28亩。工程资金方面，公司保障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。

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。

2016年，公司安置房销售收入为0.24亿元，当年安置房销售收入中按市场价格销售的房产比例增加且售价有所上涨，故毛利率显著上升，为30.94%。2017年1~3月，由于房屋未交付，公司未实现安置房销售收入。

表5　截至2017年3月底万达公司主要保障房建设情况

项目名称	总投资（亿元）	截至2017年3月底已累计投资（亿元）	项目进展
上份村	6.76	0.68	已转交
夏林村	8.20	5.52	施工中
溧阳市东门旧城棚户区改造项目	25.03	13.57	建设中
木材公司地块三期	3.53	1.41	建设中
建校地块	3.77	4.06	建设中
景胜北地块、永盛北地块	18.41	15.59	建设中
云龙南地块四期	20.35	14.56	建设中
合计	**86.05**	**55.39**	--

资料来源：公司提供

截至2017年3月底，万达公司在建安置房项目主要为续建的2013年新开工的夏林村项目以及溧阳市东门旧城棚户区改造项目（“PR溧城发/13溧城发债”募投项目），上份村由于已划归开发区管理，转江苏中关村科技产业园实施，故后续工程由开发区实施；此外，木材地块三期、建校地块、景胜北地块、永盛北地块及云龙南地块四期项目也于跟踪期内完成前期准备工作并开工建设。截至2017年3月底，万达公司在建项目总投资合计88.06亿元，截至2017年3月底已投资55.39亿元，未来仍需投资30.66亿元。

总体看，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。2016 年，由于土地尚未挂牌出让，公司未实现土地开发收入。截至 2017 年 3 月底，燕山新区累计投入开发整理成本 20.94 亿元。

总体看，跟踪期内公司土地开发业务继续保持一定投资但仍未实现收入，未来公司土地开发业务规模受公司资金状况、土地市场情况及溧阳市土地出让指标等因素影响具有不确定性，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。

截至2016年底，客运公司共有各类型客车、出租车分别为345辆和273辆；2016年，公司客运行驶里程合计达7450万公里。

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。2016年，公司客运收入为0.44亿元，毛利率为-175.90%，亏损程度加重，主要系油价上涨、人工成本增加导致成本上升所致。2016年，公司获得政府客运亏损及燃油补贴资金0.84亿元。

2017年1月1日，公司将客运公司100%股权（账面价值330.3万元），无偿划出（相关文件正在行文中），故2017年一季度公司无客运收入。

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。2016年，粮食公司收购粮食4.59万吨，销售4.93万吨，实现粮食销售收入1.36亿元，业务毛利率1.63%。2016年，政府给予公司粮食经营补贴1614.04万元。2017年1～3月，粮食公司未收购粮食，销售1.40万吨，实现粮食销售收入531.87万元，收到粮食经营补贴131.08万元。

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；公司营业收入和毛利率有所增长，但经营持续性对地方政府的依赖程度仍然很高。

九、财务分析

公司提供的 2016 年财务报表经华普天健会计师事务所审计。审计机构出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2017 年一季度财务数据未经审计。

2016 年 12 月 30 日，公司将子公司溧阳市建设物资贸易有限公司 100%股权（账面价值 6451.31 万元）出售，故该子公司不再纳入 2016 年底合并范围；2017 年 1 月 1 日，公司将客运公司 100%股权（账面价值 330.3 万元）无偿划出（相关文件正在行文中），故客运公司不再纳入 2017 年合并范围。总体看，所出售子公司规模相对较小，对财务数据可比性影响不大。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 381.73 亿元，所有者权益 109.33 亿元（含少数股东权益 146.92 万元）；2016 年公司实现营业收入 13.15 亿元，利润总额 1.32 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 400.74 亿元，所有者权益 109.66 亿元（含少数股东权益 146.92 万元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.94 亿元，利润总额 0.33 亿元。

1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额合计381.73亿元，同比增长21.98%，其中流动资产占74.57%，非流动资产占25.43%，资产结构以流动资产为主，但流动资产比重较2015年末有所下降。

截至2016年底，公司流动资产合计284.66亿元，同比增长6.31%，主要源于其他应收款和存货的增长。公司流动资产主要由货币资金（占12.28%）、其他应收款（占12.34%）和存货（占73.07%）构成。

截至2016年底，公司货币资金34.96亿元。公司货币资金中银行存款占比为75.25%，其他货币资金占比为13.30%，并有少量库存现金。公司货币资金中受限资金8.65亿元，为票据保证金，受限比例为24.74%，受限比例较高。

公司其他应收款主要是往来款，截至2016年底为39.36亿元，同比增长29.23%。公司其他应收款中有38.73亿元为应收政府部门和国有企业往来款项，回收风险低，未计提坏帐准备。其他应收款前五名单位合计占其他应收款账面余额的47.91%，公司其他应收款集中度一般。其他应收款对资金的占用程度较高，对公司的资金周转产生一定压力。

截至2016年底，公司存货为208.01亿元，同比增长3.94%。从构成上看，公司存货由开发成本（占比80.21%）、受托代建项目（占比17.77%）、开发产品（占比1.60%）、库存商品（占比0.42%）和原材料（占比0.01%）构成。截至2016年底，公司存货中有账面价值28.65亿元的土地资产用于借款抵押。

截至2016年底，公司非流动资产97.08亿元，较2015年底增长114.87%，主要系投资性房地产及无形资产的增长所致；构成主要为投资性房地产（占比17.34%）和无形资产（占比73.59%）。

2016年，公司新增投资性房地产账面价值16.84亿元，主要为年内划入的16.83亿元房产（见“资本公积”），未来该部分房产将用于出租，目前正处于规划阶段。

公司无形资产全部为土地使用权。截至2016年底公司无形资产净额为71.44亿元，同比增长86.26%，主要系2016年公司子公司溧阳市交通建设发展有限公司通过招拍挂程序购入土地41.46亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额400.74亿元，较2016年底增长4.98%，主要系流动资产中货币资金、其他应收款及存货增长所

致。公司资产结构仍以流动资产为主，其占比略升至75.83%。截至2017年3月底，公司流动资产303.89亿元，较2016年底上升6.76%，非流动资产96.84亿元，较上年底下降0.24%。

整体看，跟踪期内公司资产规模大幅增长，公司资产结构以流动资产为主；公司资产中存货、货币资金、其他应收款和土地资产占比较大，公司整体资产质量一般。

2. 负债和所有者权益

所有者权益

跟踪期内公司所有者权益保持相对稳定，截至2016年底，公司所有者权益为109.33亿元，同比增长1.40%，主要来自未分配利润的增长。从构成上看，公司所有者权益以资本公积（占比80.35%）、实收资本（占比9.38%）和未分配利润（占比9.41%）为主。

2016年，根据溧阳市财政局溧财金【2016】8号文件，公司子公司溧阳市交通建设发展有限公司收到溧阳市财政局补助资金6.00亿元；根据溧阳市人民政府《市政府关于同意划转房产的批复》及《市政府关于同意房产评估价值的批复》，溧阳市人民政府将价值16.83亿元房产划入公司；收到其他财政拨款50.32万元。此外，根据溧阳市人民政府《市政府关于收回市城市建设发展有限公司土地资产的决定》，溧阳市人民政府将公司账面价值22.63亿元土地无偿收回，核销资本公积。综上，公司资本公积同比净增加1936.44万元，截至2016年底为87.83亿元。

截至2017年3月底，公司所有者权益合计109.65亿元，较2016年底增长0.30%，主要系未分配利润的增长所致。

整体看，公司权益稳定性较好。

负债

截至2016年底，公司负债合计272.40亿元，同比增长32.80%，主要来自其他应付款和长期借款等的增长。从负债结构看，截至2016年底，公司流动负债占负债总额的比重为66.61%，非流动负债占比为33.39%，公司负债以流动负债为主。

截至2016年底，公司流动负债合计181.43亿元，同比增长36.34%。公司流动负债中其他应付款占比为74.00%，短期借款占比为7.05%，应付票据占比为4.93%，一年内到期的长期负债占比为10.59%。

截至2016年底，公司短期借款12.80亿元，同比增长14.06%。其中，信用借款2.36亿元、保证借款3.05亿元、抵押借款2.75亿元、质押借款2.89亿元、质押保证借款1.75亿元。公司短期借款抵押物主要为土地使用权，质押物主要为定期存单。

截至2016年底，公司应付票据8.95亿元，同比下降49.00%，全部为应付银行承兑汇票。

公司其他应付款主要是与市政相关单位的往来款项，截至2016年底，公司其他应付款为134.25亿元，同比增长56.90%，主要系往来款增加所致。从账龄看，1年以内占比46.84%，1~2年占比41.30%，2~3年占比为8.89%，3年以上占比为2.97%，公司其他应付款账龄适中；截至2016年底公司其他应付款前五名占比合计为77.31%，较为集中；其中，溧阳市翔舞实业有限公司为燕山新区管委会下属国有企业，与公司存在正常资金往来。

表6 截至2016年底其他应付款前五名明细

（单位：亿元）

单位名称	金额	性质
溧阳市财政局	59.93	往来款
溧阳市翔舞实业有限公司	23.39	往来款
溧阳市公共交通有限公司	10.63	往来款
溧阳市嘉义建设发展有限公司	4.95	往来款
溧阳市燕山新区管理委员会	4.90	往来款
合计	**103.79**	--

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债为19.21亿元。其中，一年内到期的长期借款13.51亿元；一年内到期的应付债券6.40亿元，为“11溧城发债”本金4亿元及“PR溧城发/13溧

城发债”本金2.40亿元。

截至2016年底，公司非流动负债90.97亿元，同比增长26.26%，增长主要来源于长期借款和长期应付款。公司非流动负债以由长期借款（占比70.01%）、应付债券（占比12.16%）、长期应付款（占比5.00）和专项应付款（占比12.83%）构成。

截至2016年底，公司长期借款63.68亿元，同比增长43.74%。公司长期借款抵押物为土地使用权，质押物为项目权益、项目应收款等。

截至2016年底，公司应付债券11.06亿元，同比下降36.45%；构成为“11溧城发债”及“PR溧城发/13溧城发债”待偿本息。

专项应付款主要是公司收到的项目建设资金支持款等，截至2016年底为11.67亿元，同比增长12.91%。

表7　截至2016年底专项应付款情况（单位：万元）

项目	金额
安置房建设资金	91399.77
廉租房建设资金	6985.00
公租房工程建设款	8573.00
困难职工补助款	683.25
棚户区改造款专项资金	5925.00
粮库建设专项资金	3182.96
合计	**116748.98**

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司全部债务合计115.70亿元，其中长期债务占64.60%，短期债务占35.40%，公司债务结构以长期债务为主。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有所上升，截至2016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71.36%、40.60%和51.41%。考虑到2016年公司长期应付款为有息债务，应纳入全部债务核算，公司调整后全部债务为120.25亿元，调整后全部债务资本化比率为52.38%。

截至2017年3月底，公司负债总额291.07亿元，较2016年底增长6.86%，主要系长期借款、应付债券及专项应付款增长所致，其余各主要科目变动不大；其中流动负债占比60.58%，结构仍以流动负债为主。截至2017年3月底，公司调整后全部债务较2016年底有所增长，为134.76亿元，公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率及调整后全部债务资本化比率分别为72.63%、45.85%、54.66%和55.13%。

整体看，跟踪期内公司负债规模在其他应付款增长的带动下快速增长；有息债务规模有所扩大，债务负担有所加重。

3. 盈利能力

公司营业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。2016 年，在受托代建业务收入大幅增长的带动下，公司营业收入同比增长 18.57%至 13.15 亿元，其中受托代建项目 11.05 亿元、安置房销售 0.24 亿元、粮食销售 1.36 亿元和客运收入 0.44 亿元。

2016年，公司营业成本12.40亿元，同比增长13.57%，增幅小于营业收入增幅，导致公司营业利润率同比上升7.11个百分点至4.70%。

期间费用方面，2016年，公司期间费用4.78亿元，同比增长38.61%；其中财务费用3.16亿元，同比增长34.84%，管理费用1.52亿元，同比增长54.82%，营业费用982.20万元，同比下降19.66%。2016年，公司期间费用率为36.34%，同比上升5.26个百分点。总体看，以财务费用为主的期间费用对公司收入及利润侵蚀明显，公司费用控制能力有待加强。

非经常性损益方面，2016年，公司资产减值损失377.35万元，为坏账损失；公允价值变动收益82.79万元；投资收益0.21亿元，主要为可供出售金融资产在持有期间的投资收益0.11亿元及处置子公司溧阳市建设物资贸易有限公司产生的投资收益994.76万元。

2016年，公司营业外收入5.35亿元，同比增长16.37%。由于公司主要从事城市基础设施

建设，溧阳市政府在财政上给予公司较大支持。政府给予公司的补贴收入包括财政补贴、客运亏损及燃油补贴、粮食经营补贴及财政拨款。2016年，公司获得的政府补助5.33亿元，补贴收入对公司利润总额贡献大。2016年，公司实现利润总额及净利润分别为1.32亿元和1.31亿元，同比分别增长41.27%和40.84%。

从盈利指标来看，2016年公司总资本收益率和净资产收益率均有所上升，分别为1.98%和1.20%，同比分别上升0.36个和0.34个百分点。2017年1~3月，公司实现营业收入2.94亿元，营业成本2.55亿元，营业利润-0.59亿元，营业利润率为12.80%。

整体看，跟踪期内，公司营业收入及营业利润率均有所增长；补贴收入仍是公司利润的主要来源，公司自身盈利能力有待加强。

4. 现金流及保障

经营活动方面，由于往来款的减少，2016年，公司经营活动现金流入量有所下降，为87.77亿元，同比下降21.43%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金12.16亿元，同比下降14.69%；收到其他与经营活动有关的现金75.61亿元，同比下降21.43%，主要为与溧阳市政府部门间的往来款。2016年，公司现金收入比为92.47%，同比下降36.05个百分点，收入实现质量有所降低。经营活动现金流出方面，2016年，公司经营活动现金流出74.65亿元，同比下降41.45%。其中购买商品、接受劳务支付的现金35.08亿元，同比下降57.81%；支付其他与经营活动有关的现金38.52亿元，同比下降9.71%。2016年，公司经营活动产生的现金流量净额13.12亿元。

投资活动方面，2016年，公司投资活动现金流入1.72亿元，同比增长201.70%，其中主要为收回理财资金收到的现金0.97亿元以及处置子公司溧阳市建设物资贸易有限公司收到的现金0.63亿元。同期，公司投资活动现金流出28.69亿元，同比增长14.16%。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金占比大，为25.36亿元，主要为购地款；投资支付的现金3.33亿元，同比下降1.33%。2016年，公司投资活动产生的现金流量净额为-26.97亿元，净流出规模较上年有所扩大。

筹资活动方面，2016年，公司筹资活动现金流入69.49亿元，较上年下降13.15%，构成为取得借款收到的现金55.36亿元以及以政府拨付的项目建设资金（体现在资产负债表中的“专项应付款”科目）为主的收到其他与筹资活动有关的现金14.13亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息所支付的现金，2016年筹资活动现金流出共计54.27亿元，其中偿还债务支付的现金29.62亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金7.58亿元，支付其他与筹资活动有关的现金17.07亿元，主要为往来款。2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额为15.22亿元。

2017年1~3月，公司经营活动现金流入量11.76亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金7.07亿元，主要为往来款。经营活动现金流出23.59亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金6.48亿元及支付其他与经营活动有关的现金17.01亿元。经营活动现金流量净额为-11.82亿元，现金收入比为159.70%。公司投资活动产生的现金依然呈现净流出态势，为-5.80亿元，公司需要较大的外部融资以维持其项目投资建设，为维持较大规模的经营及投资现金周转，公司筹资活动现金流入38.07亿元；当期公司筹资活动现金流净流入24.21亿元。

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

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2016年，公司流动

比率和速动比率有所下降，分别为156.89%和42.25%。2016年，公司经营现金流动负债比为7.23%，同比显著上升，经营活动现金流净额对流动负债覆盖能力较弱。考虑到公司流动负债中其他应付款占比较高，公司短期债务规模相对较小，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2016年公司EBITDA为5.90亿元，同比增长32.62%，导致调整后全部债务/EBITDA下降至20.39倍。考虑到公司债务多为承担公益性基础设施建设所产生，该部分项目多由政府进行回购并逐步划拨资金，公司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 2017 年 3 月底，公司获得银行等金融机构授信额度合计 109.89 亿元，已使用 89.29 亿元，尚未使用额度为 20.60 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保 95.64 亿元，担保比率为 87.48%，被担保企业主要为溧阳市翔舞实业有限公司、溧阳昆仑城建集团有限公司、溧阳市水利建设投资发展有限公司等国有企业。公司担保比率高，或有负债风险较高。根据公司出具的公告，新增担保属于公司正常经营活动范畴，且大多是由溧阳市市委、市政府或市国资委牵头或指定，对经营业绩良好的企业或单位提供的担保。

6. 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：G1032048100034140 4），截至2017年4月25日，公司已结清信贷中有7笔关注类贷款，均于到期日之前还清；未结清信贷中有1笔借据金额5400万元关注类贷款，系公司在国开行的贷款。由于公司作为溧阳市国有投融资主体，根据国开行规定，将这两笔贷款认定为关注类。

7. 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

截至2017年6月16日，公司存续期内债券待偿本金合计23.20亿元。2016年，公司经营活动现金流入量、净流量和EBITDA分别为87.77亿元、13.12亿元和5.90亿元，分别为待偿本金合计的3.78倍、0.57倍和0.25倍。“11溧城发债”债券期限为7年，公司将分别于“11溧城发债”最后三个计息年度末分别偿还本金4亿元；“PR溧城发/13溧城发债”债券期限为7年，公司将分别于存续期第3~7年末每年偿还本金的20%，即2.4亿元；“17溧阳城建MTN001”及“17溧阳城建MTN002”存续期均为3年，兑付方式均为到期一次性偿还本金。以单年偿还本金的最大额度10.40亿元计算，2016年，公司经营活动现金流入量、净流量及EBITDA分别为单年偿还本金最大额度的8.44倍、1.26倍和0.57倍。公司经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力强。考虑到溧阳市政府对公司支持力度大，以及分期偿付条款的设置，公司存续期债券不能偿还的风险低。

2. 担保情况分析

“11溧城发债”由常州高新技术产业开发区发展（集团）总公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2013年11月26日，经新北区国有资产管理委员会批复（常新国资委[2013]9号）同意，常州高新技术产业开发区发展（集团）总公司由全民所有制企业整体改制为国有独资有限责任公司，改制后更名为“常高新集团有限公司”（以下简称“常高新集团”），出资人为常州市新北区（即常州高新技术产业开发区，以下简称“高新区”）政府，截至2017年3月底，常高新集团注册资本为10.05亿元。

常高新集团是常州高新技术产业开发区管理委员会指定的基础设施建设的主体。经联合

资信评估有限公司评定，常高新集团主体长期信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

综合来看，跟踪期内，常高新集团经营状况良好，由常高新集团提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保进一步提高了“11溧城发债”本息偿付的安全性。

3. 回购安排

针对“PR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。公司已于2016年收到回购款5.40亿元，回购资金到位状况良好。

4. 专项偿债账户

“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。

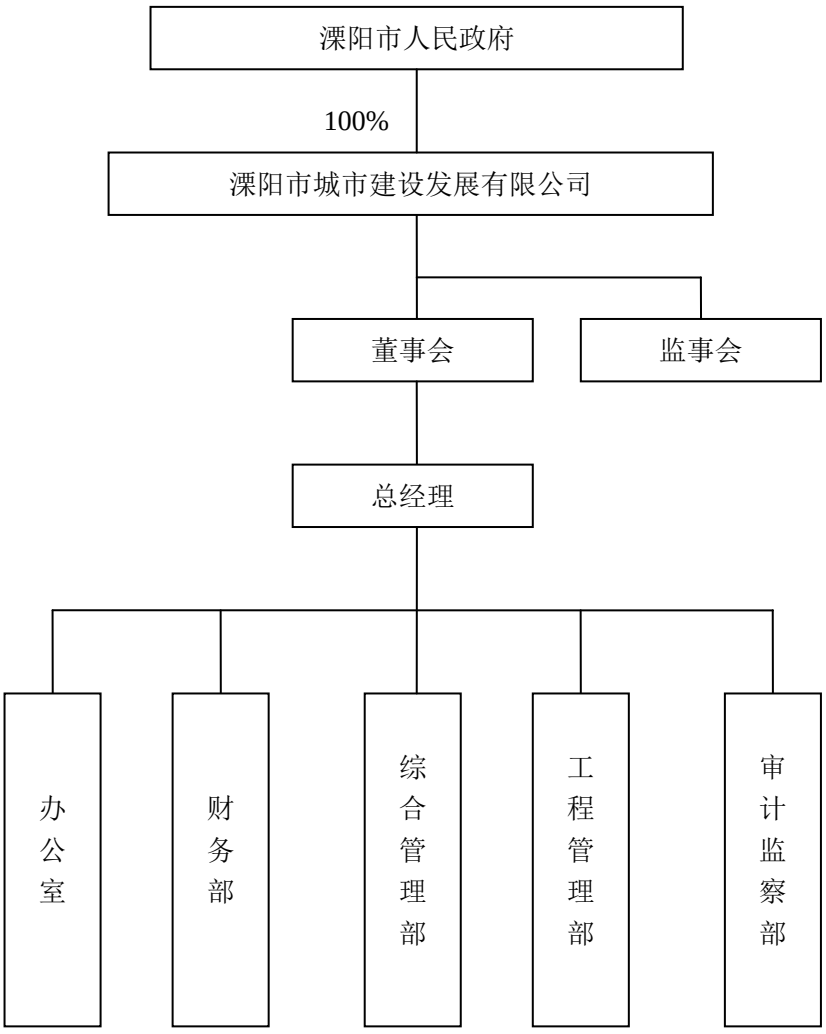
“PR溧城发/13溧城发债”

公司为“PR 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“PR 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“PR 溧城发/13 溧城发债”存续期间还本付息。

十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11溧城发债”的信用等级为AA^{+}，“PR溧城发/13溧城发债”、“17溧阳城建MTN001”及“17溧阳城建MTN002”的信用等级为AA。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	39.89	35.62	34.97	40.85
资产总额(亿元)	224.65	312.94	381.73	400.74
所有者权益(亿元)	106.87	107.82	109.33	109.66
短期债务(亿元)	25.89	42.52	40.96	39.36
长期债务(亿元)	47.40	61.71	74.74	92.84
全部债务(亿元)	73.29	104.23	115.70	132.21
调整后全部债务(亿元)	73.29	104.23	120.25	134.76
营业收入(亿元)	10.48	11.09	13.15	2.94
利润总额(亿元)	1.11	0.93	1.32	0.33
EBITDA(亿元)	5.46	4.39	5.90	--
经营性净现金流(亿元)	-0.46	-17.01	13.12	-11.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	1222.42	--
存货周转次数(次)	0.08	0.07	0.06	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	99.68	128.52	92.47	159.70
营业利润率(%)	7.61	-2.41	4.70	12.80
总资本收益率(%)	2.54	1.62	1.98	--
净资产收益率(%)	1.03	0.86	1.20	--
长期债务资本化比率(%)	30.73	36.40	40.60	45.85
全部债务资本化比率(%)	40.68	49.15	51.41	54.66
调整后全部债务资本化比率(%)	40.68	49.15	52.38	55.13
资产负债率(%)	52.43	65.55	71.36	72.63
流动比率(%)	306.53	201.21	156.89	172.34
速动比率(%)	106.38	50.83	42.25	51.05
经营现金流动负债比(%)	-0.74	-12.78	7.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.43	23.74	19.61	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	13.43	23.74	20.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.02	0.53	0.78	--

注：1. 2017 年一季度财务数据未经审计；
2.调整后全部债务=全部债务+长期应付款。

附件 3　主要财务指标的计算公式(新准则)

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。