信用等级公告

联合〔2019〕1653号

联合资信评估有限公司通过对溧阳市城市建设发展集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将溧阳市城市建设发展集团有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA^+，将“13溧城发债/PR溧城发”“17溧阳城建MTN001”及“17溧阳城建MTN002”的信用等级由AA调整为AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

溧阳市城市建设发展集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA+

上次主体长期信用等级：AA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 溧城发债/PR 溧城发	2.40	2020/3/8	AA+	AA
17 溧阳城建 MTN001	5.00	2020/2/13	AA+	AA
17 溧阳城建 MTN002	3.00	2020/5/5	AA+	AA

跟踪评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 21 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	34.97	39.35	27.44	30.55
资产总额(亿元)	381.73	412.50	418.53	436.30
所有者权益(亿元)	109.33	123.89	146.15	153.39
短期债务(亿元)	40.96	37.15	36.84	39.59
长期债务(亿元)	79.29	117.64	116.08	121.07
全部债务(亿元)	120.25	154.79	152.92	160.66
营业收入(亿元)	13.15	13.46	14.89	2.15
利润总额(亿元)	1.32	2.74	1.94	-0.76
EBITDA(亿元)	5.90	8.43	5.90	--
经营性净现金流(亿元)	13.12	3.22	-31.14	-3.90
营业利润率(%)	4.70	9.51	5.49	20.66
净资产收益率(%)	1.20	1.70	1.19	--
资产负债率(%)	71.36	69.97	65.08	64.84
全部债务资本化比率(%)	52.38	55.54	51.13	51.16
流动比率(%)	156.89	187.63	208.19	212.42
经营现金流动负债比(%)	7.23	1.96	-8.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.39	18.36	25.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.78	0.94	0.75	--

注：2019年一季度财务数据未经审计；已将其他流动负债及长期应付款调整至有息债务核算

分析师：孙宏辰　汪星辰

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

溧阳市城市建设发展集团有限公司（以下简称“公司”）是溧阳市最主要的基础设施建设主体，同时承担土地一级开发及溧阳市城南片区的开发建设任务。跟踪期内，溧阳市经济较快发展，地方政府综合财力明显提升，公司外部经营环境良好；公司持续获得溧阳市政府在资本注入、股权划拨、财政补贴及项目建设资金方面的大力支持。受政府划拨资产影响，跟踪期内，公司资产规模及营业收入有所增长，所有者权益增幅较大。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司自身盈利能力较弱及对外担保规模大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“13溧城发债/PR溧城发”设置本金分期偿付条款，有助于降低公司集中偿付压力。公司经营现金流入量对存续期债券余额保障能力强。

未来，随着公司基础设施代建项目的不断推进和保障性住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。

综合评估，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由AA调整为AA+，将“13溧城发债/PR溧城发”“17溧阳城建MTN001”及“17溧阳城建MTN002”的信用等级由AA调整为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 溧阳市经济稳定发展，公共财政预算收入稳定增长，政府性基金收入增幅较大，地方政府综合财力明显提升。
2. 作为溧阳市最主要的基础设施建设主体，跟踪期内公司持续获得溧阳市政府在资本注入、股权划拨、项目建设资金和财政补贴方面的大力支持。
3. 跟踪期内，公司所有者权益大幅增长，资

本实力有所增强。

4. “13溧城发债/PR溧城发”设置了本金分期偿付条款，有利于降低集中偿付压力。

关注

1. 公司期间费用对利润侵蚀严重，利润总额对地方政府补助的依赖程度高，整体盈利能力较弱。
2. 公司资产中存货、无形资产及其他应收款占比大，资产流动性弱。
3. 公司部分保障性住房项目建设进度较慢，未来仍需进行较大规模的投资支出，存在一定对外融资压力。
4. 公司担保比率高，存在一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由溧阳市城市建设发展有限集团公司（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集团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集团有限公司（以下简称“公司”）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、企业基本情况

跟踪期内，公司名称由“溧阳市城市建设发展有限公司”变更为“溧阳市城市建设发展集团有限公司”，注册资本由 10.25 亿元增至 13.63 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 13.63 亿元，溧阳市人民政府持有公司 100%权益，并授权溧阳市国有资产管理中心对公司履行出资人职责。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 418.53 亿元，所有者权益 146.15 亿元（其中少数股东权益 41.08 万元）；2017 年，公司实现营业收入 14.89 亿元，利润总额 1.94 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 436.30 亿元，所有者权益 153.39 亿元（其中少数股东权益 41.08 万元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.15 亿元，利润总额-0.76 亿元。

公司注册地址变更为：溧阳市天目湖镇天目湖工业园区勤业路 8 号；法定代表人：沈建东。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信所评的存续债券包括“13 溧城发债/PR 溧城发”“17 溧阳城建 MTN001”和“17 溧阳城建 MTN002”余额合计 10.40 亿元，详见表 1。跟踪期内，公司已按时足额支付各存续及到期债券本息。

表1　跟踪评级债券情况（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
13 溧城发债/PR 溧城发	2.40	2013/3/8	7	6.20
17 溧阳城建 MTN001	5.00	2017/2/13	3	4.95
17 溧阳城建 MTN002	3.00	2017/5/5	3	5.76
合计	**10.40**	--	--	--

资料来源：联合资信整理

截至本报告出具日，“13 溧城发债/PR 溧城发”募集资金已按约定使用完毕，募投项目溧阳市东门旧城棚户区改造项目受拆迁进度影响，工期有所滞后；“17 溧阳城建 MTN001”募集资金 5 亿元已使用完毕，“17 溧阳城建 MTN002”所募集 3 亿元已按约定使用完毕，募投项目云龙南地块四期（现名甘露名苑一期）已通过综合验收，达到交付条件。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业

形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方

式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1） 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、

环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2） 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2 2018 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险””
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发【2018】101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。

	【2019】6 号	
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》（财金【2019】10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资源来源：联合资信综合整理

（3） 行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

2. 区域经济环境

公司主要业务位于溧阳市，其经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济及财政实力的影响，并与城市发展规划密切相关。

溧阳市是隶属于常州市的县级市，经济发展水平较高。根据《2018 年溧阳市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，溧阳市实现地区生产总值（GDP）935.51 亿元，按可比价计算比上年增长 8%。从三次产业完成情况看，第一产业增加值 51.06 亿元，增长 0.3%；第二产业增加值 453.97 亿元，增长 10.1%；第三产业增加值 430.48 亿元，增长 6.5%。产业结构进一步优化，三次产业增加值比例调整为 5.5:48.5:46.0，服务业增加值占 GDP 比重比上年提高 0.5 个百分点。

固定资产投资方面， 2018 年溧阳市固定资产投资同比增长 10.1%。其中：工业投资增长 10%，服务业投资增长 10.7%。5000 万元以上投资项目投资额占比 63.7%，制造业投资占比达到 74.8%。全年引进投资亿元以上项目 60 个，其中超 10 亿元项目 18 个。总投资 120 亿元的时代新能源三期项目、总投资超 50 亿元的璞泰来二期和碳元科技项目均实现当年签约、当年开工。98 个市级重点工业项目已投产或部分投产项目比重达 64.3%。

财政实力方面，根据溧阳市财政局数据，2018 年，溧阳市一般公共预算收入为 66.29 亿元，比上年增长 8.01%，其中税收收入占比 87.48%，一般公共预算收入质量较好。溧阳市政府性基金收入主要为国有土地使用权出让收入，2018 年为 222.99 亿元，同比增加 84.09 亿元。2018 年，溧阳市全市地方综合财力为 302.39 亿元。

截至 2018 年底，溧阳市全口径债务余额

151.10 亿元，其中直接债务余额 141.50 亿元，主要体现为国债转贷基金；债务率（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为 49.97%，地方债务水平适中。

整体看，跟踪期内溧阳市地方经济发展速度较快，一般公共预算收入不断增长，整体财政实力较强，债务水平适中，为公司发展提供了良好的外部经济环境。

六、基础素质分析

2018 年，溧阳市进行了国有企业改革，组建包括公司在内的三家市级国有集团企业，另两家分别为分别为江苏平陵建设集团有限公司（以下简称“平陵集团”）及苏皖合作示范区建设发展集团有限公司（以下简称“苏皖集团”）。职能定位方面，公司主要承担交通运输、水利及相关产业的投资建设，文化、旅游、体育产业的培育发展，受托土地一级开发等任务，同时负责溧阳市城南片区的开发建设；苏皖集团主要承担危旧房（棚户区）改造、保障房、政府投资性社会事业、美丽乡村等建设项目及相关产业的投资建设任务，同时负责溧阳市城东和城西片区的开发建设；平陵集团重点围绕溧阳市“四大经济”开展产业投资、国有资本运作和国有资产运营，致力发展类金融行业。三家公司业务及定位各有所区分，不存在重合或竞争关系。

跟踪期内，公司获得了溧阳市政府股权划拨、资本注入、项目建设资金及财政补贴方面的支持。

2018年8月，根据溧政发〔2018〕26号文件，溧阳市政府将平陵集团下属全资子公司溧阳市燕山资产经营管理有限公司（以下简称“燕山资产”）股权划转予公司，公司按照同一控制下企业合并进行会计处理。

2018年10月，根据溧阳市政府办文单393号，溧阳市政府将33799.67万元以资本注入的形式拨付予公司，增加注册资本。

2019年3月，根据溧阳市财政局《关于安排财政资金作为资本公积的通知》，溧阳市财政局同意将2015年8月拨付予子公司溧阳市泰德实业有限公司的融资土地出让金成本8.00亿元转为资本公积。

2018 年，公司获得项目建设资金 1.15 亿元（体现在“收到的其他与筹资活动有关的现金”和“专项应付款”科目中）。同期，公司获得补贴收入（含财政补贴、生产经营亏损补贴、油价补贴、粮食补贴）5.29 亿元。

根据《企业信用报告（2012 银行版）》（机构信用代码：G10320481000341404），截至 2019 年 5 月 5 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录；已结清信贷信息中有 8 笔关注类贷款，均已于到期日之前还清。

七、管理分析

2018 年 9 月，为满足业务发展需要，公司股东决定更换董事会成员及高级管理人员，具体情况如下：

表 3　公司董事会成员及高级管理人员变更情况

变更前		变更后	
姓名	职务	姓名	职务
黄盘芳	董事长（兼总经理）	沈建东	董事长
包国平	董事（兼副总经理）	刘伟民	董事（兼总经理）
孙军	职工董事	沈喆	董事（兼副总经理）
--	--	李军	董事（兼副总经理）
--	--	濮亚平	职工董事

资料来源：根据公开信息整理

沈建东先生，1971 年 12 月生，在职研究生学历；历任溧阳市交通局办公室秘书、副主任、团委书记、溧阳市地方海事处处长、副书记、溧阳市运输管理处主任、副书记、溧阳市交通运输局副局长、党委委员、溧阳市溧城镇人民政府党委副书记、溧阳市溧城镇人民政府政协工委主任。现任公司董事长、党委书记。

根据公司公告，上述人员变动不会对公司

董事会等机构决议有效性产生影响，董事会正常运转，内部治理良好。

此外，跟踪期内公司在管理体制及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内公司未实现土地开发收入，收入结构变化较大。2018年，公司实现营业收入14.89亿元，同比增长10.62%，主要得益于安置房销售收入的增长。收入构成方面，受托代建项目收入为1.85亿元，同比变化不大，占营业收入的比重为12.42%；随大量房产交付确认收入，安置房销售收入同比大幅增长至11.41亿元；粮食销售为政策性业务，2018年实现收入1.41亿元，同比增长9.31%。公司其他业务包括租赁、广告宣传策划、红色旅游酒店等，2018年其他业务共实现收入0.23亿元。

毛利率方面，2018 年公司综合毛利率为8.61%，同比有所下降。对于公司承担的城市基础设施建设项目，公司与政府签订回购协议，在投入成本的基础上加成一定比例确认回购收入，2018 年公司受托代建业务毛利率为 5.50%。同期，公司安置房销售板毛利率有所下降，为8.73%；粮食销售毛利率保持在较低水平，2018年为 3.62%；其他业务毛利率较高，为 58.45%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.15 亿元，相当于 2018 年的 14.45%，主要系未实现受托代建项目收入所致。构成主要为安置房销售收入 1.87 亿元（占 86.92%）及粮食销售收入 0.24 亿元（占 10.96%）。

表 4　2017—2018 年及 2019 年 1—3 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发	42131.65	31.31	15.28	--	--	--	--	--	--
受托代建项目	18073.35	13.43	11.21	18494.55	12.42	5.50	--	--	--
安置房销售	60383.55	44.87	9.82	114063.34	76.60	8.73	18697.97	86.92	24.91
粮食销售	12878.24	9.57	4.58	14077.23	9.45	3.62	2358.03	10.96	3.12
其他	1106.53	0.82	85.69	2279.66	1.53	58.45	214.91	2.12	52.87
合计	**134573.32**	**100.00**	**11.84**	**148914.78**	**100.00**	**8.61**	**21511.99**	**100.00**	**23.11**

资料来源：公司审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

（1）受托代建项目

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

项目建设资金来源包括：公司自筹资金以及外部融资，部分项目溧阳市财政局根据工程进度拨付一定比例的资金。

2018 年，公司总计完成基础设施建设项目投资 21.87 亿元，实现收入 1.85 亿元，毛利率为 5.50%，同比下降 5.71 个百分点，主要系当年公司确认收入的项目加成比率较上年有所降低。同期，公司收到政府回购款 1.85 亿元。2019

年 1—3 月，受工程项目结算时间影响，公司未实现受托代建项目收入。

（2）保障性住房建设

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

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

代建回购模式

新城房地产作为项目代建方与溧阳市人民政府签署了《溧阳市城市基础设施重点项目委托建设和回购协议书》，协议中确认由新城房地产负责建设溧阳市东门旧城棚户区改造项目，项目建设资金主要由公司自筹和银行贷款解决，该项目总投资25.03亿元，建设完工后由溧阳市人民政府以人民币32.54亿元回购。截至2019年3月底，该项目部分工程已开工建设，但受拆迁进度影响，工期有所滞后。截至2019年3月底，该项目已投资14.92亿元，公司累计收到政府回购款4.80亿元，其中2018年未收到该项目回款。

销售补贴模式

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

2018及2019年1—3月，公司实现安置房销售收入分别为11.41亿元和1.87亿元，确认收入的主要为西城花园及龙郡（甘露茗苑）项目；安置房销售收入中按全额价格销售的房产有所下降，受此影响2018年公司安置房销售业务毛利率降为8.73%。

截至2019年3月底，公司在建的安置房项目主要为续建2013年开工的夏林村项目以及溧阳市东门旧城棚户区改造等6个项目，计划总投资共计79.29亿元，已投资61.95亿元，未来仍需投资17.34亿元。

表5　截至2019年3月底公司主要保障房建设情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	项目进展
夏林村	8.20	6.76	施工中
溧阳市东门旧城棚户区改造项目	25.03	14.92	建设中
木材公司地块三期	3.53	1.91	建设中
建校地块	3.77	4.36	建设中
景胜北地块、永盛北地块	18.41	16.62	建设中
云龙南地块四期	20.35	17.38	建设中
合计	**79.29**	**61.95**	--

资料来源：公司提供

（3）土地开发业务

2013 年公司与溧阳市人民政府、溧阳市国土资源局签订了《合作开发土地协议》，根据协议约定，公司负责对溧阳市燕山新区范围内约 8500 亩土地实施一级开发（只进行土地一级开发，不拥有土地使用权证），土地一级开发所需的各项费用及投资由公司负责筹集，土地一级开发完成并经验收合格后，通过土储部门进行招拍挂，所得土地出让金扣除相关税费后，由溧阳市国土资源局全额返还公司。2018 年，公司未实现土地开发收入。截至 2018 年底，公司已累计投入土地开发成本 17.49 亿元。

（4）粮食销售业务

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

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

在原料采购方面，公司采购渠道主要在溧阳市本地直接向农户购买，定价完全市场化，一般采用现款现货交易。2018年，公司粮食贸易规模与上年基本持平，采购总量为5.37万吨。同期，粮食采购平均价格为2600元/吨。2019年1—3月，公司采购粮食769吨，销售粮食0.94万吨。

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

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

因粮价购销受政策性因素及粮价波动影响大，故公司粮食销售收入及毛利率存在波动。2018年及2019年1~3月，粮食公司实现粮食销售收入分别为1.41亿元和0.24亿元，业务毛利率分别为3.62%和3.12%。2018年政府给予公司粮食经营补贴1390.04万元。

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

3. 未来发展

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

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年财务报表，华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2019 年一季度财务数据未经审计。

截至 2018 底，公司合并范围内子公司 24 家。2018 年，公司合并范围新增子公司 4 家，其中出资设立 3 家，划入 1 家。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围较 2018 年底无变化。2016—2018 年，公司合并范围新增及划出子公司对财务数据的可比性具有一定影响。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 418.53 亿元，所有者权益 146.15 亿元（其中少数股东权益 41.08 万元）；2018 年，公司实现营业收入 14.89 亿元，利润总额 1.94 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 436.30 亿元，所有者权益 153.39 亿元（其中少数股东权益 41.08 万元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.15 亿元，利润总额-0.76 亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额418.53亿元，同比增长1.46%，主要来自其他应收款及存货的增长；其中流动资产占73.75%，非流动资产占26.25%，资产结构以流动资产为主。

表 6　2016—2019 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司财务报表

2018年底，公司流动资产合计308.68亿元，同比变化不大。

2018年底，公司货币资金27.44亿元，同比下降30.26%。公司货币资金中银行存款占比为86.51%，其他货币资金占比为13.49%，并有少量库存现金。公司货币资金中受限资金3.70亿元，为保证金，受限比例为13.48%，受限比例较高。

公司其他应收款主要是往来款，截至2018年底，公司其他应收款50.26亿元，同比下降5.57%。公司其他应收款中有47.52亿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44.66%，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。

2018年底，公司存货为226.96亿元，同比增长7.80%。从构成上看，公司存货由开发成本（占比59.01%）、受托代建项目（占比30.94%）、开发产品（占比9.54%）和库存商品（占比0.51%）构成。2018年底，公司存货中有账面价值0.95亿元的待开发土地用于借款抵押。

2018年底，公司非流动资产109.85亿元，较2017年底增长5.07%，主要系投资性房地产的增长所致。

2018年，随着燕山资产的划入，公司期初投资性房地产同比增长77.22%至34.27亿元；同期，由于部分房产被征迁收回，导致期末投资性房地产较期初下降13.22%。

公司无形资产全部为土地使用权。2018年底，公司无形资产账面价值68.90亿元，同比下降9.32%，主要系政府无偿收回土地所致。

截至2019年3月底，公司合并资产总额436.30亿元，较2018年底增长4.25%，主要系货币资金、存货及其他应收款的增长所致。公司资产结构仍以流动资产为主，其占比升至74.89%。截至2019年3月底，公司流动资产326.73亿元，较2018年底增长5.85%，非流动资产109.57亿元，与上年底基本持平。

整体看，跟踪期内公司资产规模有所增长，公司资产结构以流动资产为主；公司资产中存其他应收款占比较大，对资金形成占用，公司整体资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2018年底，公司所有者权益为146.14亿元，同比增长17.96%，主要来资本公积的增长。从构成上看，公司所有者权益以资本公积（占比80.38%）、实收资本（占比9.33%）和未分配利润（占比9.38%）为主。

2018年，溧阳市政府对公司进行增资，公司注册资本增至13.63亿元。2018年，随燕山资产的划入，公司期初资本公积增加8.03亿元；同期，由于财政局拨付予公司、燕山资产、溧阳市燕山新区建设发展有限公司（以下简称“燕山建设”）、溧阳市交通建设发展有限公司（以下简称“溧阳交建”）财政拨款并无偿收回公司本部、子公司溧阳市泰德实业有限公司、燕山建设及溧阳交建土地，导致年末资本公积较期初增加9.15亿元。

截至2019年3月底，公司所有者权益合计153.39亿元，较2018年底增长4.25%，主要由于子公司收到财政拨款导致资本公积的增加。

总体看，公司所有者权益稳定性好。

负债

2018年底，公司负债合计272.38亿元，同比下降5.63%，主要由于其他应付款和长期借款的增减少。从负债结构看，2018年底，公司流动负债占负债总额的比重为54.44%，非流动负债占比为45.56%，公司负债以流动负债为主。

2018年底，公司流动负债合计148.27亿元，同比下降9.66%，主要系其他应付款下降所致。公司流动负债中其他应付款占比71.05%，短期借款占比8.45%，一年内到期的非流动负债占比9.83%，预收款项占比3.38%。

2018年底，公司短期借款12.52亿元，同比下降19.70%。其中，信用借款0.60亿元、保证借款2.60亿元、抵押借款1.68亿元、质押借款6.99亿元、抵押保证借款0.65亿元。公司短期借款抵押物主要为土地使用权，质押物主要为定期存单及保证金。

公司其他应付款主要是与市政相关单位的往来款项。2018年底，公司其他应付款为105.34亿元，同比下降8.79%，主要系往来款减少所致。

2018年底，公司一年内到期的非流动负债为14.57亿元。其中，一年内到期的长期借款12.17亿元；一年内到期的应付债券2.40亿元。

2018年底，公司其他流动负债9.75亿元，主要为“18溧阳城建CP001”本金5.00亿元及稳银计划（全额保证直融产品）4.75亿元，已纳入有息债务核算。

2018年底，公司非流动负债124.11亿元，同比变化不大，主要由长期借款（占比45.12%）、应付债券（占比24.41%）和长期应付款（占比,30.00%）。

2018年底，公司长期借款56.00亿元，同比下降26.89%；其中，主要为信用借款5.62亿元、保证借款5.93亿元、抵押借款9.60亿元、质押保证借款8.55亿元、保证抵押借款3.65亿元、质押抵押借款11.58亿元及保证质押抵押借款11.07亿元。公司长期借款抵押物为土地使用权，质押物为工程项目及项目收益权。

2018年底，公司应付债券30.29亿元，同比增长71.61%；构成为“PR溧城发/13溧城发债”、“17溧阳城建MTN001”“17溧阳城建MTN002”、债券融资计划、“18苏溧阳城建ZR001”、“18苏溧阳城建ZR002”以及2018年度两期理财直接融资工具的待偿本金。

2018年底，公司长期应付款29.79亿元，为地方政府债券资金（包括政府债务置换及专项建设债券）21.12亿元、中国农发重点建设基金有限公司投资1.00亿元及江苏银行棚改服务费7.67亿元，已纳入有息债务核算。

公司专项应付款主要是公司收到的项目建设资金支持款等，2018年底为7.34亿元，同比下降18.01%。

2018年底，公司全部债务合计152.92亿元，同比下降1.20%；其中长期债务占75.91%，短期债务占24.09%，结构以长期债务为主。债务指标方面，2016—2018年，公司资产负债率不断降低，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所波动，2018年底分别为65.08%、51.13%和44.27%，同比分别下降4.89个、4.41个和4.44百分点。公司整体债务负担偏重。

表7　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年3月
短期债务	37.15	36.84	39.59
长期债务	117.64	116.08	121.07

全部债务	154.79	152.92	160.66
长期债务资本化比率	48.71	44.27	44.11
全部债务资本化比率	55.54	51.13	51.16
资产负债率	69.7	65.08	64.84

资料来源：根据公司审计报告整理

2019年3月底，公司负债总额282.91亿元，较2018年底增长3.87%，其中流动负债占比54.37%。流动负债中短期借款较上年底增长60.27%；其他应付款较上年底增长4.31%；一年内到期的非流动负债较上年底下降32.94%,。2019年3月底，公司全部债务较上年底增长5.06%至160.66亿元；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64.84%、51.16%和44.11%，较2018年底均变动不大。

总体看，跟踪期内公司债务规模有所下降，负债构成以长期负债为主，债务负担较重。

4. 盈利能力

2018 年，在安置房销售收入大幅增长的带动下，公司营业收入同比增长 10.66%至 14.89 亿元。同期，营业成本为 13.61 亿元，同比增长 14.71%。2018 年，公司营业利润率为 5.49%，降幅较大。

表 8 公司收入及利润情况

（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
营业收入	13.46	14.89	2.15
利润总额	2.74	1.94	-0.76
其他收益	5.35	5.29	--
营业外收入	0.00	0.03	0.04
营业利润率	9.51	5.49	20.66
总资本收益率	2.36	1.48	--
净资产收益率	1.70	1.19	--

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

注:2017 年公司营业外收入为 29.00 万元

2018年，公司期间费用为4.21亿元，同比下降35.19%，占营业收入的比重为28.30%，其中主要为财务费用2.44亿元。总体看，公司期间费用占营业收入比重较高，对利润侵蚀严重。

非经常性损益方面，2018年，公司资产减值损失496.75万元，为坏账损失；同期，公司实现投资收益845.32万元，主要为可供出售金融资产在持有期间的投资收益及理财产品收益；公允价值变动收益-0.13亿元；此外，2018年公司获得其他收益（为基础设施建设补助、房屋租赁补助及粮食经营补助）5.29亿元。

从盈利指标来看， 2018年，公司总资本收益率及净资产收益率均有所下降，分别为1.48%和1.19%，同比分别下降0.88个和0.51个百分点。

2019年1—3月，公司实现营业收入2.15亿元，为2018年全年的14.45%；实现利润总额和净利润分别为-0.76亿元和-0.76亿元。同期，公司营业利润率为20.66%。

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

5. 现金流

从经营活动来看，2018年公司经营活动产生的现金流入量59.48亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金为6.01亿元，现金收入比为40.37%，整体收入实现质量较差。同期，收到其他与经营活动有关的现金53.47亿元，主要为与溧阳市政府部门间的往来款。2018年，公司购买商品、接受劳务支付的现金34.58亿元；支付的其他与经营活动有关的现金规模大，2018年为54.75亿元，主要为往来款。2018年公司经营活动产生的现金流量净额为-31.14亿元。

投资活动现金流方面，2018年，公司投资活动现金流入主要包括收回理财产品收到的现金4.00亿元及子公司投资性房地产被征收收到的补偿款4.74亿元。投资活动现金流出主要为公司购建固定资产、无形资产等支出，2018年为5.06亿元。2018年，公司投资活动现金流量净额为3.80亿元。

筹资活动现金流方面，2018年，公司筹资活动产生的现金流入主要为取得借款收到的现金；现金流出主要为偿还债务本息支付的现金。

2018年公司筹资活动产生的现金流量净额为18.64亿元。

表9 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
经营活动现金流入量	61.22	59.48	32.68
经营活动现金流出量	58.00	90.62	36.58
经营活动净现金流量	3.22	-31.14	-3.90
投资活动净现金流量	-12.37	3.80	0.33
筹资活动净现金流量	14.99	18.64	6.74
现金收入比	94.11	40.37	47.01

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-3.90 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 0.33 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 6.74 亿元。

整体看，跟踪期内，受支付往来款大幅增长的影响，公司经营活动现金表现为大规模净流出；同时公司仍然保持较大规模的项目建设投入；公司虽获得政府一定规模的项目建设拨款，但仍需要进行较大规模的债务融资来满足公司经营和投资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2018年底，公司流动比率及速动比率分别为187.63%和59.35%，同比分别变动20.56个和-4.25个百分点；2019年3月底，公司流动比率和速动比率分别为212.42%和56.52%。2018年，公司经营现金流动负债比为-21.00%，经营活动现金流净额对流动负债无覆盖能力。2019年3月底，公司剔除受限部分后的现金类资产对短期债务的保障倍数为0.48倍。整体看，公司短期债务规模较大且现金类资产受限比例较高，非受限现金类资产无法覆盖短期债务，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为5.90亿元，同比下降30.01%；同期，公司全部债务/EBITDA倍数为25.91倍，EBITDA利息倍数为0.75倍。跟踪期内，公司长期偿债能力指标有所降低，但考虑到公司作为溧阳市最主要的基础设施建设主体，受到政府在股权划拨、资本注入、项目建设资金及财政补贴方面的支持力度大，公司整体偿债能力很强。

2019 年 3 月底，公司获得银行等金融机构授信额度合计 104.93 亿元，已使用 99.43 亿元，尚未使用额度为 5.50 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

2019 年 3 月底，公司获得银行等金融机构授信额度合计 82.97 亿元，已使用 82.67 亿元，尚未使用额度为 0.30 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

2019 年 3 月底，公司对外担保余额 30.21 亿元，担保比率为 19.69%，主要被担保对象见表 10。

表10 截至2019年3月底主要被担保方担保余额
（单位：万元）

被担保企业名称	余额
曹山旅游发展有限公司	18000.00
溧阳市天行乡村旅游开发有限公司	4500.00
江苏省溧阳经济开发区中兴建设投资有限公司	46000.00
溧阳市人民医院	11800.00
江苏中关村科技产业园园区建设有限公司	7282.00
江苏中关村科技产业园园区建设有限公司	80000.00
江苏中关村科技产业园控股集团有限公司	60000.00
江苏中关村科技产业园控股集团有限公司	30000.00
溧阳市拓展物资贸易有限公司	3995.00
溧阳市拓展物资贸易有限公司	2500.00
溧阳市拓展物资贸易有限公司	2980.00
溧阳市住房和城乡建设投资集团有限公司	6000.00
溧阳市住房和城乡建设投资集团有限公司	3000.00
溧阳市建设实业投资有限公司	3000.00
溧阳市建设实业投资有限公司	5000.00
溧阳市嘉义建设发展有限公司	8000.00
溧阳市嘉义建设发展有限公司	10000.00
合计	**302057.00**

资料来源：公司提供

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

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产规模为194.12亿元，同比增长28.22%，主要来自其他应收款和长期股权投资的增长。母公司资产占合并口径资产总额的46.38%。其中，流动资产为133.56亿元，非流动资产60.56亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金、其他应收款及存货构成。非流动资产主要由长期股权投资及投资性房地产构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为104.17亿元，同比增长64.88%，主要系资本公积的增长所致。其中，实收资本占13.08%、资本公司占76.21%。母公司所有者权益稳定强。

截至2018年底，母公司负债规模同比变化不大，为89.95亿元，主要由其他应付款、其他流动负债应付债券及账期应付款构成。母公司2018年底资产负债率为46.34%，整体债务负担适中。

2018年，母公司营业收入412.53万元，无营业成本；当年母公司营业利润率为-18.61%。母公司利润总额3.87亿元，较上年的-0.34亿元大幅增长。

整体看，母公司资产和权益规模占合并口径的比重较小，对合并口径营业收入的贡献很低，但拨付予母公司的政府补助规模大，使母公司利润总额占合并口径的比重高。

十、存续期债券偿债能力分析

1. 存续期内债券偿债能力分析

截至本评级报告出具日，公司由联合资信所评的存续期内债券余额合计10.40亿元，均将于2020年到期兑付。2018年，公司经营活动现金流入量、净流量和EBITDA分别为存续债券余额合计的5.72倍、-2.99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很低。

2. 回购安排

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

根据子公司燕山房地产与溧阳市人民政府签署的《溧阳市城市基础设施重点建设项目委托建设和回购协议书》，溧阳市政府将以32.54亿元回购东门旧城棚户区改造项目（本期债券募投项目）。回购资金将由相关土地出让收入、回迁安置收入、新建棚户区改造商铺销售收入和城建资金四部分资金构成。回购款共分8年付清，每年支付一次，具体回购资金安排为：2014年—2015年，公司每年均可获得回购资金1.70亿元；2016年—2020年，公司年均可获得回购资金5.40亿元。由于工期有所滞后，公司于2018年未收到回购款，联合资信将对项目进展及回购情况持续关注。

十一、 结论

跟踪期内，溧阳市经济发展速度较快，产业结构持续优化，一般预算收入不断增长，政府性基金收入增幅大，地方政府综合财力明显提升，为公司创造了良好的外部运营环境。

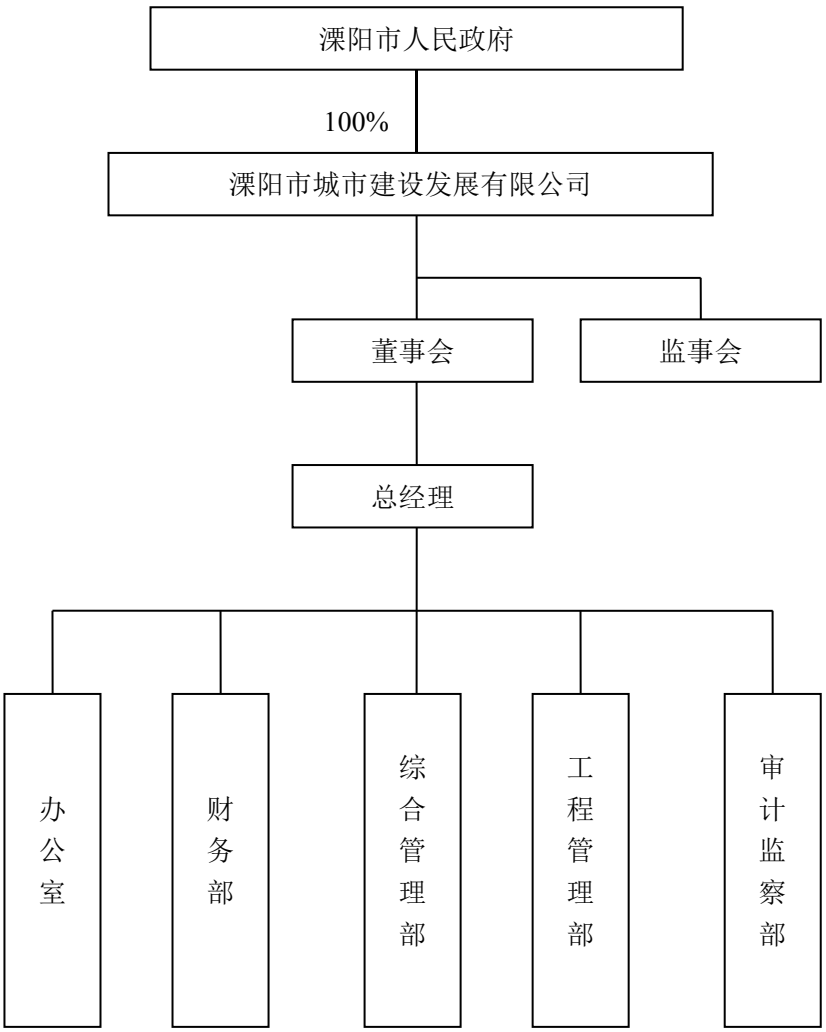
公司是溧阳市最主要的基础设施建设主体，同时承担着土地一级开发及溧阳市城南片区的开发建设任务。跟踪期内，溧阳市政府给予公司的项目建设资金支持、无偿划转燕山资产股权以及资本注入使公司所有者权益增幅较大，资本实力有所提升。同时，持续的财政补贴收入使公司利润水平相对较好。

公司营业收入主要由安置房销售收入及粮食销售收入等构成，业务经营与地方政府联系紧密，跟踪期内公司营业收入有所增长，租赁、广告宣传策划、红色旅游酒店等其他业务对收入形成良好补充。

综合评估，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^{+}，将“13 溧城发

债/PR 溧城发”“17 溧阳城建 MTN001”及“17 溧阳城建 MTN002”的信用等级由 AA 调整为 AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例（%）	
		直接	间接
溧阳市排水管网有限公司	基础设施	100.00	
溧阳市燕园建设发展有限公司	基础设施	100.00	
溧阳市燕山新区建设发展有限公司	房地产开发	100.00	
溧阳市粮食购销有限公司	粮食收购、销售	100.00	
溧阳市建设咨询服务有限公司	服务业	100.00	
溧阳市新农村建设发展有限公司	基础建设	100.00	
溧阳市万达房地产开发有限公司	房地产开发	100.00	
溧阳市交通建设发展有限公司	交通道路建设	100.00	
溧阳市市镇道路发展有限公司	交通道路建设	100.00	
溧阳市新城房地产开发有限公司	房地产开发		100.00
溧阳市污水管网有限公司	基础建设		100.00
溧阳市电力开发有限责任公司	电力建设		100.00
溧阳市瑞力物资贸易有限公司	贸易		100.00
溧阳市燕山新区物资贸易有限公司	贸易		100.00
溧阳市新城物业服务有限公司	物业服务		100.00
溧阳市金泰房地产开发有限公司	房地产开发		100.00
溧阳市泰德实业有限公司	其他	100.00	
溧阳市聚德实业有限公司	其他	100.00	
溧阳顺德建材贸易有限公司	其他	100.00	
溧阳汇德农业发展有限公司	其他		100.00
溧阳市燕山资产经营有限公司	资产管理	100.00	
溧阳市城发文化传媒有限公司	文化传媒	100.00	
溧阳市红色水西文旅发展有限公司	文化旅游开发		90.00
溧阳市一号旅游公路投资建设有限公司	交通工程项目投资		100.00

注：根据公司反馈，溧阳市建设物资贸易有限公司已不再纳入公司 2018 年及 2019 年 3 月底合并范围，故表中数据与审计报告中有出入

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	34.97	39.35	27.44	30.55
资产总额(亿元)	381.73	412.50	418.53	436.30
所有者权益(亿元)	109.33	123.89	146.15	153.39
短期债务(亿元)	40.96	37.15	36.84	39.59
长期债务(亿元)	79.29	117.64	116.08	121.07
全部债务(亿元)	120.25	154.79	152.92	160.66
营业收入(亿元)	13.15	13.46	14.89	2.15
利润总额(亿元)	1.32	2.74	1.94	-0.76
EBITDA(亿元)	5.90	8.43	5.90	--
经营性净现金流(亿元)	13.12	3.22	-31.14	-3.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1222.42	1060.5	1052.14	--
存货周转次数(次)	0.06	0.06	0.06	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.04	--
现金收入比(%)	92.47	94.11	40.37	47.01
营业利润率(%)	4.70	9.51	5.49	20.66
总资本收益率(%)	1.98	2.36	1.48	--
净资产收益率(%)	1.20	1.70	1.19	--
长期债务资本化比率(%)	42.04	48.71	44.27	44.11
全部债务资本化比率(%)	52.38	55.54	51.13	51.16
资产负债率(%)	71.36	69.97	65.08	64.84
流动比率(%)	156.89	187.63	208.19	212.42
速动比率(%)	42.25	59.35	55.10	56.52
经营现金流动负债比(%)	7.23	1.96	-21.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.39	18.36	25.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.78	0.94	0.75	--

注：　2019 年一季度财务数据未经审计；已将其他流动负债及长期应付款调整至有息债务核算

附件 3　主要财务指标的计算公式

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

级别设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-2　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