

信用等级通知书

信评委函字[2016]0591D 号

常州天宁建设发展集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司
及贵公司拟发行的“常州天宁建设发展集团有限公司2018年
度第一期中期票据”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国
际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评
级展望为稳定，本期中期票据的信用等级为AA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年八月十三日

常州天宁建设发展集团有限公司 2018 年度第一期中期票据信用评级报告

发行主体	常州天宁建设发展集团有限公司
主体信用等级	AA
评级展望	稳定
中期票据信用等级	AA
注册额度	4 亿元
本期规模	本期基础发行规模 1 亿元 本期发行金额上限 2 亿元
发行期限	3 年
偿还方式	每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息
发行目的	用于归还金融机构借款

概况数据

天宁建设（合并口径）	2015	2016	2017	2018.3
总资产（亿元）	115.44	165.76	223.34	230.23
所有者权益合计（含少数股东权益）（亿元）	45.58	62.97	80.55	80.87
总负债（亿元）	69.87	102.78	142.79	149.36
总债务（亿元）	58.94	84.36	122.32	125.53
营业总收入（主营业务收入）（亿元）	7.50	11.27	12.97	3.91
经营性业务利润（营业利润）（亿元）	-0.71	-0.42	-0.72	-0.10
净利润（亿元）	1.14	1.36	1.42	0.32
EBIT（亿元）	1.18	1.82	2.66	-
EBITDA（亿元）	1.39	2.14	3.16	-
经营活动净现金流（亿元）	-25.36	-25.73	-17.85	-2.15
收现比（X）	1.01	1.23	1.70	2.23
总资产收益率（%）	1.19	1.28	1.37	-
营业毛利率（主营业务毛利率）（%）	0.97	5.99	5.60	11.62
应收类款项/总资产（%）	40.87	35.33	33.07	35.36
资产负债率（%）	60.52	62.01	63.93	64.87
总资本化比率（%）	56.40	57.26	60.29	60.82
总债务/EBITDA（X）	42.49	39.50	38.72	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.05	1.26	1.28	-

注：1、公司 2015 年财务报表执行旧会计准则编制，2016 年~2017 年及 2018 年一季报财务报表执行新会计准则编制，括号内指标适用于旧会计准则；2、为准确测算债务情况，已将公司各期末“其他应付款”和“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算，将“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算；3、公司将涉及土地整理的利息支出计入其他应收款，表中利息支出未包含此部分；4、企业未提供 2018 年一季度现金流量表补充资料、费用化及资本化利息支出数据，故相关财务指标失效。

分析师

项目负责人：杨晨晖 chhyang@ccxi.com.cn

项目组成员：杨娟 jyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 8 月 13 日

基本观点

中诚信国际评定常州天宁建设发展集团有限公司（以下简称“天宁建设”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；评定“常州天宁建设发展集团有限公司 2018 年度第一期中期票据”信用等级为 AA。

中诚信国际肯定了常州市及天宁区快速增长的区域经济实力、常州市及天宁区政府对公司的大力支持、公司在凤凰新城开发中占据垄断地位等对公司发展的积极作用。同时中诚信国际也关注到公司土地出让的不确定性、债务增长较快以及盈利能力偏弱等因素对公司整体信用状况的影响。

优势

- **不断增长的区域经济实力。**2017 年，常州市全年实现地区生产总值（GDP）6,622.3 亿元，按可比价计算增长 8.1%；同期，天宁区实现地区生产总值（GDP）778.34 亿元，按可比价计算增长 7.5%，持续增长的区域经济为公司提供了良好的外部发展环境。
- **有力的政府支持。**公司作为常州市及天宁区基础设施和安置房等投资、建设、经营的重要主体，在资金和政策等方面获得常州市及天宁区政府的大力支持。
- **公司在凤凰新城开发中占据垄断地位。**公司的控股子公司常州凤凰新城建设发展有限公司在凤凰新城的基础设施建设处于垄断地位，有较强的竞争优势和良好的发展前景。

关注

- **土地出让的不确定性。**受国家宏观经济环境和房地产行业政策等因素影响，公司土地出让存在一定的不确定性。
- **债务增长较快。**土地开发、基建以及安置房业务较大的资金需求推动公司债务规模增长较快，2017 年末，公司总负债增至 142.79 亿元，总债务增至 122.32 亿元，资产负债率和总资本化比率分别增至 63.93% 和 60.29%，债务规模上升较快。
- **盈利能力偏弱。**公司的土地开发、基础设施建设业务不确认收入，商品贸易、安置房销售、污水处理等业务毛利率低，公司盈利能力偏弱，对政府补贴的依赖性较大。

声 明

一、本次评级为公司委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对公司使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

公司概况

2008年12月15日，常州市天宁区人民政府发布《关于成立常州市天宁建设发展有限公司的通知》（常天政发[2008]89号），决定成立常州天宁建设发展有限公司。根据文件要求，公司于2008年12月25日注册成立，注册资本为0.5亿元，其中常州市天宁区城市改造办公室出资0.3亿元，常州市天宁区科技服务中心出资0.2亿元。后经过多次增资以及股权变更后，2013年3月，经常州市人民政府会议纪要（第7号）、常州市财政局常财办建[2013]4号、常州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“常州市国资委”）常国资[2013]11号等文件批准，常州市天宁区人民政府拥有的公司股权全部无偿划转至常州市人民政府，公司升格为市级平台，变更后公司为常州市人民政府出资设立的国有独资公司。常州市国资委依照《中华人民共和国公司法》和公司章程的规定履行出资人职责，天宁区人民政府受常州市人民政府委托对公司进行管理和运营。2015年8月，公司名称变更为常州天宁建设发展集团有限公司。2016年10月，根据常州市人民政府国有资产监督管理委员会文件《市国资委关于同意常州天宁建设发展集团有限公司增加注册资本的批复》（常国资[2016]149号），公司增加注册资本100,000万元，由常州市人民政府认缴。截至2018年3月末，公司注册资本15.00亿元，常州市人民政府持股100%，为公司的控股股东及实际控制人。

公司经营范围为城市建设项目的投资及经营管理，投资咨询，资产经营管理；金属材料、五金、交电、建筑装饰材料的销售；自有房屋租赁，绿化养护，科技中介服务。

截至2017年12月31日，公司总资产223.34亿元，所有者权益合计80.55亿元；2017年，公司实现营业总收入12.97亿元，净利润1.42亿元，经营活动净现金流-17.85亿元。

截至2018年3月31日，公司总资产230.23亿元，所有者权益合计80.87亿元；2018年1~3月，公司实现营业总收入3.91亿元，净利润0.32亿元，

经营活动净现金流-2.15亿元。

本期中期票据概况

发行条款

公司拟注册中期票据4.00亿元，本期基础发行规模1亿元，发行金额上限2亿元，期限为3年，每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。

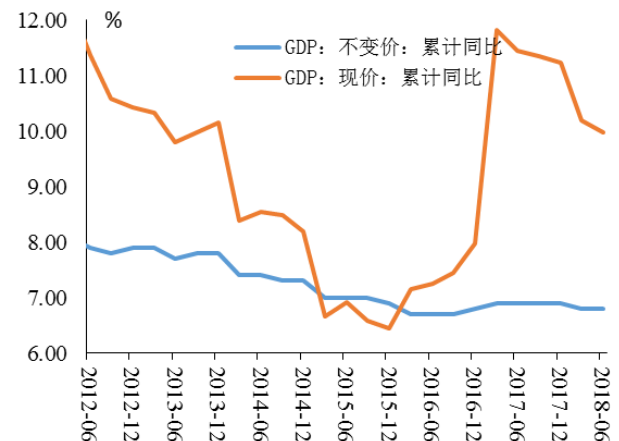
募集资金用途

本期中期票据募集资金将全部用于归还金融机构借款。

宏观经济与政策环境

2018年上半年，中国经济面临外部贸易战、内部去杠杆双重挑战，下行压力有所显现。GDP同比增长6.8%，较去年同期和去年底均回落0.1个百分点，名义GDP跌破10%。但GDP增速下行较为有限，经济仍具备较强韧性。下半年贸易战不确定性仍在，内外需求继续放缓，稳增长压力进一步加大，但受国内宏观政策边际调整、经济转型升级影响，下行幅度或有限，预计全年GDP增长6.6~6.7%。

图1：中国GDP增速



资料来源：国家统计局

上半年宏观数据喜忧参半。一方面，经济面临内外需求放缓，信用风险抬升等压力；“结构性去杠杆”下基建投资、国有企业投资等政策性投资大幅下行带动投资持续回落；以美元计价的出口增长较快，但受人民币汇率宽幅波动影响，与以人民币计价的出口走势分化，仅以美元计价考量出口存在

高估，并且贸易摩擦常态化等因素加大了出口继续改善不确定性；此外，金融严监管下流动性压力加大，信用违约事件明显增多。另一方面，经济运行中积极因素仍存：经济结构调整持续，第三产业增长继续快于第二产业，消费对经济增长贡献率高位上行；新动能增长较快，对经济增长贡献提升；规模以上工业和制造业稳中趋缓态势未改；民间投资回暖，制造业投资企稳运行；虽然以社会消费品零售总额为代表的消费个数运行，但如果将服务消费考虑在内，消费整体依然稳健；通胀水平可控，CPI 平稳运行，PPI 虽同比回落明显但无通缩压力。

贸易摩擦是今年以来中国经济面临的最大的外部不确定因素。贸易战后续发展存在很大不确定性，这容易对投资者情绪造成扰动，加剧金融市场波动；同时，贸易战暴露了我国高科技产业发展的不足，其对相关产业链的影响需要高度关注；此外，贸易战也增加了外部环境不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

从国内政策环境看，今年以来中央召开的历次会议都对防风险、降杠杆予以重点强调，防风险仍是政府工作重心。但近期以来，随着内外环境变化，宏观经济政策边际调整，重心由“去杠杆”转向“稳杠杆”。上半年货币政策由 2017 年的“紧货币”转向“稳货币”，又进一步向结构性宽松过渡，预计下半年在“保持流动性合理充裕”基调下，货币政策将维持稳健中性、边际宽松，一方面继续结构性降准为实体经济融资提供便利，另一方面上调政策利率避免中美利差持续收窄加大资本外流压力；同时，在货币政策受到掣肘背景下，财政政策有望成为调整重点，财政支出力度将加大；从监管政策看，严监管趋势未改，但资管新规实施细则出台降低了政策不确定性，未来将更注重节奏和力度的把握，着力避免“处置风险的风险”。

在经济韧性犹存、政策边际调整下，中国经济宏观风险依然可控，但短期仍需关注近期以来经济环境和政策变化可能带来的结构性风险：一方面，资金流向实体经济渠道仍未通畅，货币政策边际宽松有可能加剧金融杠杆反弹压力；另一方面，货币

政策调整虽有望降低企业融资成本，但中小企业和民企融资难问题难解，信用风险仍存；再次，人民币汇率虽然长期不具备贬值基础，但短期贬值压力并未根除，仍需警惕人民币汇率短期内剧烈波动。

中诚信国际认为，内外需求同步放缓加大了下半年中国经济下行压力。但是，经济结构调整转型提升了经济增长质量，生产企稳运行、消费总体稳健、民间投资回暖、新动能快速增长都对经济形成一定支撑，经济下行幅度依然有限。

区域经济环境

常州市区域经济

常州市位于江苏省南部，与上海、南京等距相望，与苏州、无锡联袂成片，构成苏锡常都市圈。

2015 年 5 月 30 日，根据国务院《关于同意江苏省调整常州市部分行政区划的批复》及省政府《关于调整常州市部分行政区划的通知》的批复同意，常州市将金坛市撤市设区，将原武进区（不含奔牛镇、郑陆镇、邹区镇）和戚墅堰区合并设立新的武进区，将原武进区的奔牛镇划归新北區管辖，将原武进区的郑陆镇划归天宁区管辖，将原武进区的邹区镇划归钟楼区管辖。在撤销戚墅堰区的同时，将戚墅堰经济开发区更名为江苏常州经济开发区，委托新的武进区管理。截至 2017 年末，常州市辖 5 个市辖区，代管 1 个县级市，面积 4,373 平方千米，全市常住人口 471.7 万人。

2017 年，常州市全年实现地区生产总值(GDP) 6,622.3 亿元，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 1.0%；第二产业增加值 3,081.2 亿元，增长 6.7%；第三产业增加值 3,384.0 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，按平均汇率折算达 20,812 美元。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。常州市民营经济活跃，对经济发展贡献突出，2017 年，民营经济完成增加值 4,464.1 亿元，按可比价计算增长 8.3%，占地区生产总值的比重为 67.4%。

2017年，常州市固定资产投资规模继续扩大，全市完成固定资产投资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%。全市高新技术产业完成投资851.9亿元，增长10.5%。全年房地产开发投资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%，年末商品房待售面积423.7万平方米，下降20.8%。

表1：2015年~2017年常州市主要经济指标（亿元）

	2015	2016	2017
地区生产总值	5,273.2	5,773.9	6,622.3
地区生产总值增速	9.2%	8.5%	8.1%
固定资产投资	3,399.0	3,605.1	3,896.3
固定资产投资增速	6.7%	6.5%	8.1%

资料来源：常州市统计公报

2017年，常州市工业经济稳中有进，按江苏省统一口径计算，全市规模以上工业增加值按可比价计算增长7.8%。十大产业链发展加快，全年规模以上工业十大产业链企业产值增长15.8%，对全市产值增长的贡献率达38.6%。建筑行业平稳增长，建筑企业全年完成施工产值1,390.4亿元，比上年增长9.2%；房屋施工面积9,572.7万平方米，增长3.6%；房屋竣工面积3,441.8万平方米，增长3.7%。

第三产业良好发展对全市经济稳定增长发挥了重要作用。全年实现社会消费品零售总额2,444亿元，增长11%。从城乡消费市场看，城镇消费品零售额2,275亿元，增长10.4%；农村消费品零售额169.1亿元，增长18.5%。对外贸易稳中转型，全年完成外贸进出口2,117.6亿元，增长16.4%。其中出口1,554.8亿元，增长13.1%，其中，对“一带一路”国家和地区出口513.1亿元，增长14.3%，占全市出口总额的33%。此外，常州市旅游产业快速增长，2017年，全市实现旅游总收入953.7亿元，比上年增长14.4%。

总体来看，常州市经济持续稳定增长，第二、第三产业较为发达，具有较强的经济实力。

天宁区区域经济

天宁区位于常州市中部，因天宁寺坐落其间而得名，东连戚墅堰区、西接钟楼区、南邻武进区、

北靠新北区，京杭运河、沪宁铁路、沪宁高速公路及312国道穿境而过。2015年5月常州市部分行政区划调整后，全区总面积扩大至153.96平方公里，总人口约46万人。2017年，天宁区全年实现地区生产总值（GDP）778.34亿元，按可比价计算增长7.50%，其中第一产业完成增加值8.2亿元，下降12.3%；第二产业完成增加值221.4亿元，增长6.0%；第三产业完成增加值548.7亿元，增长8.50%。三次产业结构由1.3:28.3:70.4调整为1.1:28.4:70.5。

固定资产方面，2017年天宁区固定资产投资小幅增长，全年完成全社会固定资产投资400.53亿元，比上年增长5.0%，工业、服务业分别完成投资80.7亿元和319.8亿元，分别比上年增长3.1%和5.5%。高新技术产业投资持续回升，全区共有高新技术产业项目74个，完成投资27.9亿元，其中医药制造业及智能装备制造业发展较快，分别完成投资7.6亿元和12.5亿元，同比分别增长55%和42%，占高新技术投资比重较去年分别提高17.6个和31.6个百分点，为高新技术产业投资的持续回升提供了支撑。高耗能行业投资增速回落较快，全区高耗能行业全年完成投资13亿元，同比下降20.8%，项目个数与同期相比减少了16个。

2017年，天宁区房地产开发投资完成67.3亿元，同比增长0.4%，房地产在建项目38个，较去年增加7个。到2017年底，全区商品房待售面积为94.9万平方米，下降8.4%，较2016年年底减少8.6万平方米。其中，住宅待售面积为23.4万平方米，下降3.7%，较2016年年底减少了0.9万平方米。

表2：2015年~2017年天宁区经济情况（亿元）

	2015	2016	2017
地区生产总值（GDP）	632.20	694.50	778.34
地区生产总值增速	8.20%	7.60%	7.50%
固定资产投资	360.60	381.40	400.53
固定资产投资增速	5.70%	5.80%	5.00%

资料来源：天宁区人民政府

竞争及抗风险能力

常州市人民政府将公司定位为市级国有资产和城建投资平台，在城市建设运营方面，公司得到常州市和天宁区人民政府各部门的大力支持和配合。

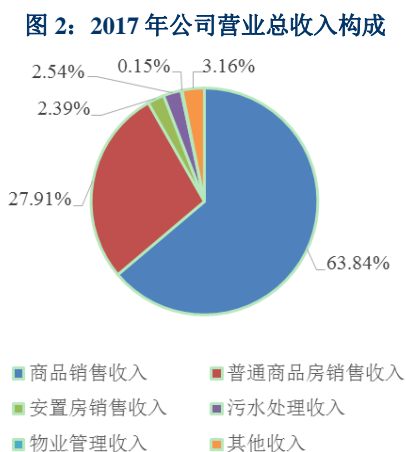
公司的子公司拥有土地一级开发职能，可对凤凰新城规划区内的国有城镇土地实行有序收购、开发整理和经营，相关土地出让后，政府将按比例返还部分收益。根据常州市人民政府常政发[2012]198号文，公司安置房建设业务可免交 50 万元/亩的轨道交通建设发展专项资金。同时，公司每年均可获得政府给予的财政补贴，2015 年~2017 年公司补贴收入分别为 1.67 亿元、1.60 亿元和 2.40 亿元。

此外，2016 年 12 月，常州市人民政府向公司增资 10.00 亿元，公司注册资本增至 15.00 亿元，资本实力获得增强。

总体来看，公司得到常州市及天宁区人民政府在政策、资金等方面的大力支持，抗风险能力很强。中诚信国际也关注到，由于常州市及天宁区基础设施、安置房等建设项目较多，未来几年公司将保持较大的投融资规模。

业务运营

目前公司主要负责常州市天宁区土地一级开发、基础设施建设、安置房及商品房建设和污水处理等，并积极开展商品销售业务。2017 年，公司实现营业总收入 12.97 亿元，较前两年保持增长，其中商品销售收入 8.28 亿元，普通商品房销售收入 3.62 亿元。



资料来源：根据公司财务报告整理

表 3：2017 年度公司已完成一级开发并在二级市场上上市的土地情况

宗地名称	地块位置	规划用途	容积率	面积 (平方米)	总投资 (亿元)	开发期	交易日期	收到财政返还款 (亿元)
九洲地块	劳动东路北侧、青洋路西侧	普住	1.8<R≤2.2	83,179	4.45	2013.06~2015.12	2017.06	8.69
全民健身中心	凤凰岛北路北	商业	R≤1.0	20,196	0.56	2015.01~	2017.06	0.42

土地一级开发业务

公司的土地一级开发业务主要集中在凤凰新城区域，由控股子公司常州凤凰新城建设发展有限公司（以下简称“凤凰新城公司”）负责。天宁区政府委托公司进行地块的开发成本支付，相关开发成本由公司支付，资金计入公司的往来款项。在对地块的具体征收工作中，民用房屋及企业的征收由所属街道实施，公司负责筹集征收补偿资金，资金主要来源于债务融资和土地出让金返还等。征收工作完成后，公司对地块进行平整，并达到通水、通电、通路的标准。土地整理完毕，公司将土地交由土地储备中心挂牌上市，拍卖取得的土地出让金存于常州市财政局财政专户。凤凰新城土地出让收益分成按市政府明确的省级开发区土地政策执行，同时按照整体运作的模式（即凤凰新城 10.36 平方公里范围内整体开发、整体核算成本），由市财政局将土地出让收益扣除相关规费后划拨到天宁区财政局，再由区财政局全额返还给公司。

2017 年度，公司累计对 5 个开发完毕的地块完成挂牌出让，规划用途包括商业、住宅两种形态，累计总投资 8.84 亿元，收到财政返还款共计 18.22 亿元，土地开发收益较好。公司在开发土地总投资 40.19 亿元，截至 2017 年末已投资 8.12 亿元，全部开发完成后预计收到财政返还款 58.02 亿元，拟定 2018 年~2020 年间挂牌上市。公司拟开发土地总投资 24.85 亿元，全部开发完成后预计收到财政返还款 31.10 亿元。

侧							2016.12		
加油站	中吴大道南侧、东南道路七十六西侧	商业	R≤0.5	2,000	0.10	2016.01~2016.12	2017.06	0.06	
田家炳北侧	龙游路东侧、三宝浜南侧	普住	1.8<R≤2.2	26,008	2.20	2015.06~2016.12	2017.06	2.47	
泰和之春北侧地	菱溪路东侧、光华路北侧	普住	1.8<R≤2.2	62,501	1.53	2015.01~2017.03	2017.10	6.58	
合计	-	-	-	193,884	8.84	-	-	18.22	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2017 年末公司在开发和拟开发土地情况

宗地名称	地块位置	面积（平方米）	总投资（亿元）	开发期	已投资（亿元）	预计上市时间	预计收到财政返还款（亿元）
在开发地块：							
凤凰公园周边地块	东南大道西侧、劳动东南路南侧	158,080.00	4.00	2012.11~2017.12	3.64	2018.08	5.80
采菱老工业园地块	青洋路西侧、中吴大道南侧	93,330.00	2.70	2013.05~2017.12	0.77	2018.07	3.80
杨家塘地块	东至青洋路、南至中吴大道、西至优胜路、北至老运河东至雕庄路、南至芳田村、茹家塘地块	67,200.00	2.14	2014.01~2017.07	0.67	2018.11	3.00
芳田村、茹家塘地块	中吴大道、西至芳田路、北至劳动东路	70,300.00	5.72	2014.02~2016.07	1.51	2019.12	6.50
钢材现货交易市场地块	劳动东路以北、凤凰路以东	102,770.00	4.53	2014.03~2018.12	0.73	2019.09	4.95
政成小区及周边地块	前浪浜东侧、优胜路西侧、劳动东南路南侧	47,756.00	2.51	2017~2020	0.27	2020.02	4.50
顾家塘地块	东至雕庄路、南至劳动东路、西至青洋路、北至京杭大运河	266,017.00	8.24	2017~2018	0.52	2018.12	9.47
西头村北岸头地块	劳动路以北、优胜路以西、菱溪路以东	334,870.00	10.35	2017~2018	0.01	2019.06	20.00
合计	-	1,140,323.00	40.19	-	8.12	-	58.02
拟开发地块：							
万都金属城及其东侧地块	东至雕庄路、南至新运河、西至青洋路、北至离宫路	100,000.00	18.00	2018~2020	-	2020.05	20.00
环岛路部分地块	东至大林物资东、西至东南工业废水、南至规划环岛路、北至老运河	50,000.00	2.00	2018~2020	-	2020.12	3.50
柏树坟及周边地块	东至凤凰南路、南至老三集团、西至菱港河、北至中吴大道	67,000.00	4.85	2018~2021	-	2021.06	7.60
合计	-	217,000.00	24.85	-	-	-	31.10

注：上述地块开发期为项目批复时确定，实际开发时间可能与上述时间存在差异

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司土地开发项目储备较为充足，但受国家宏观经济环境和房地产行业政策等因素

影响，公司土地出让存在一定的不确定性。

基础设施建设业务

公司的基础设施建设业务由公司本部、下属子公司常州市雕庄实业有限公司（以下简称“雕庄实业”）和凤凰新城公司负责实施，其业务范围分别为雕庄地区和凤凰新城规划范围内。

在基础设施建设过程中，常州市和天宁区人民政府根据城市规划确立建设项目，由市城乡建设局、水利局等主管部门作为项目业主与公司签订委托代建协议。公司负责资金的筹集、项目的实施及建设管理，天宁区城乡建设局、水利局及审计局等部门负责对实施过程进行监督。账务处理方面，项目前期开发资金由公司垫付，政府于每年年末和公司

进行结算，收到土地返还款时，公司冲减“其他应收款-基础设施建设成本”。

近年来，公司基础设施建设的重点主要在凤凰新城。根据常州市人民政府《关于凤凰新城建设的会议纪要》（第5号），在凤凰新城建设中，除光华东路、采菱路、凤凰岛路等道路及凤凰、菱溪两个公园由常州市城乡建设局负责外，其他道路由凤凰新城公司组织实施。公司自2012年底开始启动凤凰新城范围内的部分工程建设，截至2017年末，公司在建基础设施项目总投资预计9.77亿元，公司已完成投资1.15亿元，后续面临一定的资本支出压力。

表5：截至2017年末公司在建基础设施项目情况

项目名称	预计投资总额（万元）	已完成投资（万元）	建设期
柏树路	2,636.80	851.43	2014.08~2017.12
凤凰岛北路	14,360.00	3,772.95	2014.08~2019.12
方田路	3,565.02	182.00	2015.01~2018.12
奚杨路	4,054.90	2,012.00	2014.08~2018.12
雕庄滨河道	838.56	817.97	2014.08~2018.06
通济河河道	314.62	288.94	2015.02~2018.06
清溪河河道	843.52	615.87	2015.02~2018.06
优胜路延伸道路	1,564.36	165.88	2014.10~2018.05
卞庄路延伸道路	870.07	87.20	2014.10~2018.05
横墩路	1,358.50	198.30	2014.10~2018.05
清溪路	5,368.00	237.20	2014.12~2018.05
友谊路	4,249.00	549.38	2014.12~2018.05
凤凰岛西路	9,127.00	1,454.40	2014.12~2018.05
凤凰滨驳岸整修	1,309.00	2.21	2017.03~2020.12
前浪浜泵站移建及河道整修	1,155.00	129.91	2017.03~2020.12
清溪河景观河道工程	654.50	80.00	2017.03~2020.12
凤凰之星景观河道工程	431.20	10.92	2017.03~2020.12
凤凰驿古运河文化长廊	45,000.00	1.15	2016.05~2022.05
合计	97,700.05	11,457.71	-

注：上述地块开发期为项目批复时确定，实际开发时间可能与上述时间存在差异
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司在天宁区基础设施建设中发挥了重要作用，随着凤凰新城建设的逐步推进，公司承担了大量的基础设施建设任务，面临一定的投融资压力，中诚信国际将持续关注公司的回款情况。

安置房及商品房建设业务

公司的安置房建设业务主要由下属子公司常州东南经济开发有限公司（以下简称“东南开发公司”）和凤凰新城公司的全资子公司常州运河南岸

置业有限公司（以下简称“运河南岸公司”）负责实施。

公司所开发安置房项目由常州市和天宁区政府统一分配，建筑面积、建设套数等也由政府安排，设计及施工则由公司全权负责。2015年6月，国务院出台《国务院关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》后，全国各地开始推行货币化安置政策，公司之前承建的部分安置房项目由公司依照普通住宅房定价模式对外销售。公司通过“招拍挂”的方式取得土地后，根据市政府和区政府的规划进行建设，建设过程中开发资金系公司自有资金，列入工程建设成本核算。项目竣工验收后，安置房根据签订的销售合同，在办妥房地产移交手续后确认收入，同时结转相应工程成本。销售定价方面，公司大部分安置房由公司与常州市政府签订协议，政府以协议价格回购，其余部分由公司自主销售。公司自行销售部分，销售价格比照同区域同品质商品房住宅的价

格，具体由公司和销售对象协商决定，销售对象主要系天宁区内被征收和拆迁的居民。

截至2017年末，公司已完工的安置房项目主要为朝阳花园、采菱公寓和清溪人家，其中朝阳花园和采菱公寓均由子公司东南开发公司负责，清溪人家由子公司运河南岸公司负责。朝阳花园一至三期于2010年底完工并于2014年12月全部售罄；采菱公寓采取滚动开发模式，分六期建设，全部工程已于2013年底完工，截至2017年末，采菱公寓销售进度已完成八成；清溪人家项目位于劳动东路南侧、东南大道东侧，总投资4.65亿元，全部工程已于2017年10月未完工，截至2017年末，清溪人家销售进度约50%。目前，公司主要在建项目为运河南岸公司开发的菱溪名居项目，2015年推行货币化安置政策后，该项目性质由安置房转变为商品房，2015年10月部分达到预售条件并开始对外销售，目前后期项目仍在建设过程中。2017年，公司实现房地产销售收入3.93亿元。

表 6: 截至 2017 年末公司完工、在建安置房、商品房项目情况

项目名称	总投资 (亿元)	建筑面积 (平方米)	已投资 (亿元)	建设期
朝阳花园一、二期 (已售完)	2.23	146,800	2.23	2005.01~2010.08
朝阳花园三期 (已售完)	1.00	41,953	0.90	2008.05~2010.12
采菱公寓 (在售)	17.00	439,759	15.47	2007.12~2013.12
清溪人家 (在售)	4.65	96,348	3.97	2014.04~2017.10
菱溪名居 (在建)	23.03	408,586	20.47	2012.12~2018.10
合计	47.91	1,133,446	43.04	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司安置房项目的实施进一步推动了区域城市化进程，在提高居民生活质量等方面起到了很大的促进作用。预计随着安置房项目的逐步实施并完工，公司的营业收入将得到进一步提升，但项目性质决定了其盈利能力较弱。

污水处理业务

公司污水处理业务主要由下属子公司常州东南工业废水处理有限公司（以下简称“东南工业废水公司”）负责运营，专业从事雕庄街道印染废水的集中处理，其污水处理工程由北京市环境科学研究院与常州市环境保护研究所联合设计，生产采用半推流式活性污泥法（SPF）为主、混凝沉淀为辅的工艺。

截至2017年末，常州东南工业废水处理有限公司（以下简称“东南工业废水公司”）已建成15千米的废水收集管网，其中东线主管长5千米、南线主管长6.5千米、西线主管长3.5千米，覆盖了辖区所有印染排污企业。东南工业废水公司拥有7条污水处理生产线，设计污水处理能力为5万吨/日，实际污水处理量为1.16万吨/日，排放标准为 $COD \leq 180mg/L$ 。由于近年来环保要求较之建厂时提高较多，东南工业废水公司的设施无法达到现阶段太湖流域污水 $COD \leq 60mg/L$ 的排放标准。根据省市环保部门的要求，东南工业废水公司将每日处理的污水全部排入城市管网，执行排放标准 $COD \leq 500mg/L$ 。受环保政策及当地纺织印染企业经营状况的影响，近三年公司污水处理总量持续下

降，但污水处理价格不断上涨，使得收入整体保持稳定。

表 7：2015 年~2017 年公司污水处理情况

	2015	2016	2017
实际污水处理量（万吨/日）	1.28	1.21	1.16
客户数量（家）	31	27	23
污水管网（千米）	15	15	15
污水处理排放水质综合合格率	100%	100%	100%
污水处理总量（万吨）	466.79	440.01	422.53
污水处理成本（元/吨）	6.23	8.86	8.07
污水处理价格（元/吨）	6.96	8.92	9.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，东南工业废水公司作为常州天宁经济开发区纺织工业园的重要基础设施，对缓解城市污染、提升雕庄街道的生态环境具有较为重要的意义。近年来受环保监管因素影响，公司污水处理量有所减少，但受益于污水处理价格提高，污水处理收入较为稳定。

表 8：2015 年~2017 年公司商品贸易概况（吨、元/吨）

主要上下游客户			2015		2016		2017	
供应商	销售对象		销售数量	购销差 均价	销售数量	购销差 均价	销售数量	购销差 均价
钢铁	无锡新三洲特钢有限公司	常州联众商贸有限公司	33,334.80	0.38	-	-	-	-
电解镍	上海龙宇燃油股份有限公司、常州天迈新材料科技有限公司	常州龙宇江庆新材料科技有限公司、常州天乾国际贸易有限公司	3,230.28	287.93	-	-	-	-
电解铜	江苏汇鸿国际集团莱茵达有限公司、常州约特新材料科技有限公司、江苏省建工集团上海物贸发展有限公司	上海创大贸易有限公司、大同煤矿集团外经贸有限公司、江苏汇鸿国际集团莱茵达有限公司、常州天迈新材料科技有限公司、均和控股有限公司、常州宝齐莱新材料科技有限公司	9,373.08	106.34	11,726.34	17.58	4,995.00	158.40
乙二醇	常州约特新材料科技有限公司、宁波利康汇贸易有限公司、浙江江金世纪进出口有限公司	江苏汇鸿国际集团莱茵达有限公司	-	-	44,684.91	3.32	6,738.00	8.00
锆英砂	江苏汇鸿国际集团莱茵达有限公司	海南海拓矿业有限公司和海南文盛新材料科技股份有限公司	-	-	13,924.00	8.99	-	-
铜杆	江苏洛方国际贸易有限公司、铜陵有色股份有限公司、铜冠铜材有限公司	江苏汇鸿国际集团莱茵达有限公司	-	-	-	-	3,909.00	427.00
铝锭	广东广商物产有限责任公司、江阴市华发实业有限公司	常州爱斯特空调设备有限公司、常州宝齐莱新材料科技有限公司	-	-	-	-	29,771.00	44.08
煤炭	南京铁丰物资贸易有限公司	江苏汇鸿国际集团莱茵达有限公司	-	-	42,341.00	3.97	17,838.00	7.44

注：购销差均价=（销售总价-采购总价）/销售数量

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商品销售业务

公司商品销售业务由下属孙公司常州东吴信亿贸易有限公司（以下简称“东吴信亿”）负责，主要经营煤炭、钢材、有色金属及化工产品等贸易。具体来看，钢材贸易方面，由于市场不景气及购销差价过低，公司于 2016 年起缩减了该项业务。有色金属和化工贸易方面，2015 年，东吴信亿开始涉足电解镍、电解铜的贸易业务；2016 年新增锆英砂和乙二醇贸易，但购销差均价较低，且价格受市场波动影响较大，使得该项业务的盈利空间很小；2017 年新增铜杆、铝锭业务，销售状况良好，在铜杆和铝锭业务的提振下，2017 年商品贸易为公司贡献销售收入 8.28 亿元，但毛利率较低。

总体来看，公司贸易规模有所提升，但盈利空间较小，加之所涉足的行业周期性波动明显，商贸业务对公司利润贡献有限。

管理

产权状况

截至 2018 年 3 月末，公司注册资本 15.00 亿元，常州市人民政府持股 100%，为公司的控股股东及实际控制人。公司纳入合并报表范围内的子公司共 17 家，其中全资及控股一级子公司共 8 家，二三级子公司共 9 家。

法人治理结构

公司按照《公司法》、《公司登记管理条例》及现代企业制度要求，建立了由董事会、监事会、管理层组成的规范化法人治理结构体系，形成集中控制、分级管理、责权分明的管理机制。公司不设股东会，由常州市人民政府国有资产监督管理委员会履行出资人职责，出资人依照《公司法》和《常州天宁建设发展集团有限公司章程》行使股东职权。天宁区人民政府受常州市人民政府委托对公司进行管理和运营，在授权范围内承担国有资产保值增值职责。

管理水平

公司财务核算与管理工作的公司本部计划财务部统一负责。计划财务部在公司本部分管领导的组织领导下，开展各项财务管理工作，独立行使财务监督权，对公司本部总经理、分管领导负责并报告工作。此外，公司制定了完善的资金管理、财务预算管理、现金管理、投资管理及内部控制管理等办法制度。

公司近年来不断完善各项管理规章制度，全方位规范公司的运作，防范公司的经营、财务、对外投资和管理等方面风险，对于公司未来的持续、健康运作起着积极作用。

战略规划

公司按照常州市发展规划的要求，以市场化运作、公司化经营的方式，对列入公司业务范围的重

大项目进行筹资、投资、经营、管理，全力推进各项建设进程，拓展核心业务，吸收优质资产，拓宽经营领域，逐步使公司发展成为多元化投资、规模化经营、资本化运作的现代企业集团。

围绕上述目标的实现，公司将进一步对下属公司进行归并整合，做好城市基础设施、土地一级开发、安置房建设、水务和商品销售几大板块。同时拓展新的市场业务，加快金之都物流区建设，尽快形成仓储、物流板块；实施文化创意、旅游、养老产业板块建设；提升国有资产经营板块；探索投资业务，有选择性地适时进入融资担保、融资租赁等领域。

从具体实施措施来看，公司对现有业务板块进行梳理调整，归并同类业务，组建新公司运作拓展业务；纯融资性的公司在妥善处理债权债务关系后原则上不再保留。公司将成立国有资产经营子公司运营现有权证齐全资产，并通过市场购买方式获取区域内政府闲置的经营性资产；建立健全符合人才成长规律的激励约束机制，形成多层次、分类别、多渠道、大规模的人才培养新格局，培养和造就优秀的经营人才队伍、管理人才队伍和技能人才队伍；推行现代企业管理体制和市场化的薪酬体系，在管理方面不断创新。

总体来看，公司依托于常州市和天宁区人民政府的大力支持，不断完善内部治理结构，加强资源整合、人才培育和管理创新，可持续发展能力逐步增强。

财务分析

以下分析基于公司提供的经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年~2017 年财务报告及 2018 年一季报。其中，公司 2015 年财务报表执行旧会计准则编制，2016 年~2017 年财务报表及 2018 年一季报执行新会计准则编制。

资本结构

近年来，随着具有土地开发职能的子公司凤凰新城公司正式投入运营，同时公司承接的常州市天宁区安置房建设大规模推进，公司资产规模快速增

长。2015年~2017年末，公司总资产分别为115.44亿元、165.76亿元和223.34亿元，年均复合增长率达39.09%；2018年3月末，公司总资产进一步增加至230.23亿元。

从资产结构来看，公司资产主要为流动资产，2015年~2018年3月末，公司流动资产分别为112.66亿元、137.99亿元、177.36亿元和184.24亿元，占总资产的比重分别为97.59%、83.25%、79.42%和80.02%。公司流动资产占比较大，主要是由于公司将安置房和土地一级开发业务的支出分别计入存货和其他应收款两个科目进行核算所致。

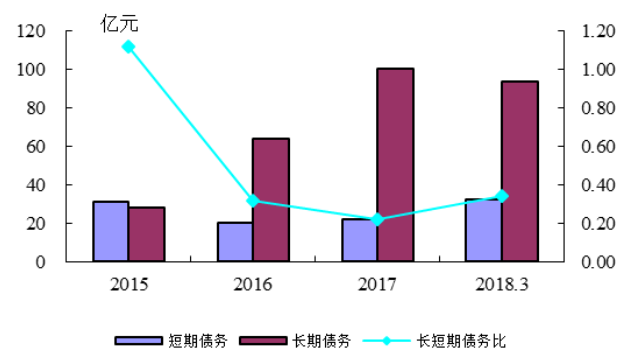
流动资产方面，公司流动资产主要由其他应收款、存货和货币资金构成。2015年~2018年3月末，公司其他应收款分别为47.08亿元、58.15亿元、73.20亿元和79.59亿元，逐年持续增长，其中2017年末公司其他应收款主要为应收常州市天宁区财政局及天宁区红梅街道办事处代付土地开发成本、常州市万昶建设发展有限公司和常州市天宁创新投资发展有限公司往来款、常州市天宁郑陆资产经营有限公司借款等，前五名金额合计为55.52亿元，占其他应收款总额的74.81%；从账龄上看，大部分其他应收款账龄在2年以内，整体回收风险不大。2015年~2018年3月末，公司存货分别为49.73亿元、48.90亿元、56.86亿元和65.47亿元，由于公司承担的基础设施建设业务和房地产开发项目（含保障性住房项目）不断推进，同时土地资产有所增加，因此2017年以来存货规模有较大幅度提升。2015年~2018年3月末，公司货币资金分别为11.08亿元、14.47亿元、36.60亿元和31.03亿元，2017年及2018年一季度，货币资金上升较快，系融资规模快速扩张所致。

非流动资产方面，公司非流动资产占比相对较小，2015年~2018年3月末，非流动资产占总资产比例分别为2.41%、16.75%、20.58%和19.98%，主要由可供出售金融资产和投资性房地产构成。2017年末可供出售金融资产36.51亿元，主要为公司对郑陆镇地块和青龙地块的合作开发投资共33.92亿元，以及对常州凤凰新城棚改投资中心的投资2.00亿元。2017年末投资性房地产为8.43亿元，主要

为公司名下的办公楼、商铺以及车库等。

负债方面，2015年~2018年3月末，公司总负债分别为69.87亿元、102.78亿元、142.79亿元和149.36亿元；其中有息债务分别为58.94亿元、84.36亿元、122.32亿元和125.53亿元，呈快速增长趋势。土地一级开发和安置房建设业务较大的资金需求推升了公司的债务规模。从债务结构来看，2015年~2018年3月末，公司短期债务分别为31.08亿元、20.45亿元、22.02亿元和32.10亿元，2018年3月末较年初增长10.08亿元，主要系应付票据及一年内到期的非流动负债增长所致。同期，公司长期债务分别为27.87亿元、63.91亿元、100.30亿元和93.43亿元，占总债务的比例分别为47.29%、75.76%、82.00%和74.43%，债务结构逐渐调整为以长期债务为主；2016年及2017年，债券的发行和长期借款的增加使得公司的长期债务规模迅速扩大；2018年一季度略有下降，系部分即将到期的长期借款调整至短期债务所致。2017年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由2015年末的1.12倍下降至0.22倍，债务结构虽有所优化，但需防范债务规模持续扩大所带来的偿债风险。总体来看，以长期债务为主的债务结构符合公司业务建设周期长、资金投入量大的特点。

图3：2015年~2018年3月公司债务结构分析

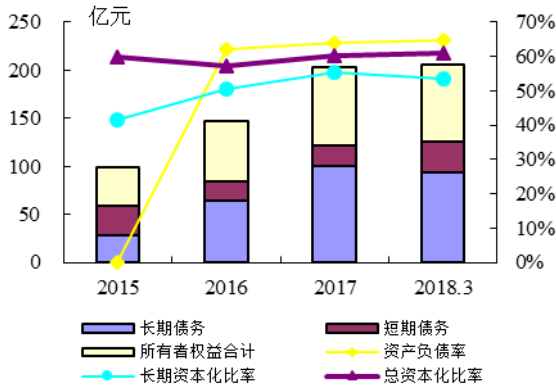


资料来源：公司财务报告

所有者权益方面，2015年~2018年3月末，公司所有者权益（含少数股东权益）分别为45.58亿元、62.97亿元、80.55亿元和80.87亿元，持续增长主要系政府对公司的资产划转、公司将收到的财政拨款计入资本公积及股东增资所致；同期资产负

债率分别为 60.52%、62.01%、63.93% 和 64.87%，总资本化比率分别为 56.40%、57.26%、60.29% 和 60.82%，近年来债务规模的较快增长大幅推升了公司负债率水平。

图 4：2015 年~2018 年 3 月公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告

总体而言，公司在土地整治、城市基建以及安置房建设方面有较大的资金需求，推动债务规模持续较快增长，中诚信国际将对公司债务情况及偿债能力保持关注。

盈利能力

2015 年~2017 年，公司营业总收入分别为 7.71 亿元、11.27 亿元和 12.97 亿元，毛利率分别为 0.97%、5.99% 和 5.60%，2016 年营业总收入及毛利率大幅增长，系受普通商品房销售业务提振。从构成来看，公司未将土地一级开发和基础设施建设业务投入计入收入，公司营业总收入（主营业务收入）主要由商品销售收入、普通商品住宅房销售收入、

安置房销售收入、污水处理收入及物业管理收入等业务构成。商品销售业务方面，2015 年~2017 年分别实现收入 6.39 亿元、6.50 亿元和 8.28 亿元，近年来增加了有色金属及化工产品贸易，推升了商品贸易板块收入，但毛利率很低，对公司利润贡献较小。普通商品住宅销售方面，受 2015 年推行货币化安置政策影响，菱溪名居项目性质由安置房转为商品房，但当年销售对象仍以被拆迁安置居民为主，因此定价相对较低，2015 年实现收入 0.77 亿元，毛利率为 2.91%；2016 年及 2017 年，随着销售规模扩大和销售对象非特定化，收入及毛利率均大幅提升，2016 年及 2017 年，分别实现商品房销售收入 4.04 亿元和 3.62 亿元，毛利率分别为 16.46% 和 18.36%，是公司利润的主要来源。安置房业务方面，2015 年仅实现 3 个车库销售收入 0.002 亿元，未有安置房出售，因此毛利率较高，与往年不具有可比性；2016 年实现安置房销售收入 0.04 亿元，但因结转了近两年的公摊成本，导致 2016 年毛利率为负值；2017 年实现安置房销售收入 0.31 亿元，毛利率为 8.50%。污水处理业务方面，由于量跌价升，各年收入和毛利率总体保持稳定。物业管理收入规模较小，各期管理费用支出尚不稳定，毛利率随之波动。其他收入方面，2015 年公司自有房屋出租推升了毛利率，2016 年~2017 年毛利率有所回落。综上所述，公司整体毛利率水平较低。2018 年 1~3 月，公司营业总收入为 3.91 亿元，毛利率为 11.62%。

表 9：2015 年~2017 年公司营业总收入构成及毛利率（亿元、%）

	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
商品销售收入	6.39	0.23	6.50	0.10	8.28	0.41
普通商品房销售收入	0.77	2.91	4.04	16.46	3.62	18.36
安置房销售收入	0.002	33.76	0.04	-14.14	0.31	8.50
污水处理收入	0.32	10.49	0.34	8.00	0.33	8.01
物业管理收入	0.007	7.35	0.005	-107.16	0.02	18.44
其他收入	0.22	66.78	0.34	-4.19	0.41	-6.74
合计	7.71	0.97	11.27	5.99	12.97	5.60

注：公司 2015 年财务报表执行旧会计准则，合计收入中包含主营业务收入及其他业务收入。

资料来源：公司财务报告

从期间费用构成来看，由于业务经营特点的原因，公司销售费用很小。公司将大部分利息支出资

本化，加之所购买理财产品利息收入的抵消影响，财务费用相对较低，但 2016 年以来也随债务规模

扩大而大幅增长。公司 2015 年计提的固定资产折旧和坏账准备规模较大，使得管理费用较高，2016 年起公司执行新企业会计准则，部分会计政策和会计估计变更，导致费用计提发生较大变化，管理费用有所下降，如将已出租的房产由固定资产调整为投资性房地产使得当年固定资产折旧减小、将计提坏账准备的方法由按余额百分比法调整为账龄分析法使得当年坏账准备规模缩减。三费收入占比方面，2015 年~2017 年分别为 10.54%、5.72% 和 9.15%，其中 2016 年受营业总收入快速增长影响，三费收入占比降幅明显，2017 年随着融资规模及利息支出攀升，三费占比上涨。2018 年 1~3 月，三费收入占比为 8.18%。

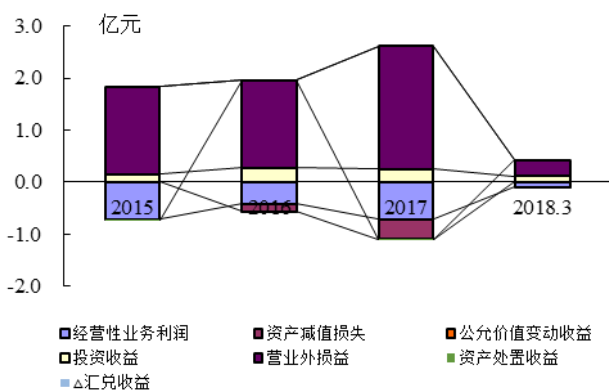
表 10：2015 年~2018 年 3 月公司三费分析（亿元、%）

	2015	2016	2017	2018.3
销售费用（营业费用）	0.03	0.04	0.19	0.06
管理费用	0.69	0.26	0.32	0.17
财务费用	0.07	0.34	0.67	0.09
三费合计	0.79	0.64	1.19	0.32
营业总收入（主营业务收入）	7.50	11.27	12.97	3.91
三费收入占比	10.54	5.72	9.15	8.18

资料来源：公司财务报告

公司经营性业务利润持续亏损，2015 年~2018 年 3 月分别为-0.71 亿元、-0.42 亿元、-0.72 亿元和 -0.10 亿元，整体盈利水平不高；公司利润总额主要来自于政府补贴，2015 年~2018 年 3 月，公司利润总额分别为 1.11 亿元、1.40 亿元、1.52 亿元和 0.32 亿元，其中收到的天宁区财政局补贴及其他财政拨款合计分别为 1.67 亿元、1.60 亿元、2.40 亿元和 0.30 亿元。

图 5：2015 年~2018 年 3 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体而言，公司土地一级开发及基础设施建设业务不确认收入，而安置房建设公益性的特征使得其对公司利润贡献程度不高，公司盈利对政府补贴存在很强的依赖。

现金流

经营活动现金流方面，2015 年~2018 年 3 月，公司经营活动净现金流分别为-25.36 亿元、-25.73 亿元、-17.85 亿元和-2.15 亿元。公司经营活动现金流入主要来自商品贸易、安置房及普通商品房销售的收入，此外，由于公司土地一级开发、基建及安置房建设投入规模较大，导致公司经营活动现金整体呈净流出。未来，随着公司住宅项目销售推进，以及政府对代建基础建设项目陆续回购，公司经营性现金流有望得到改善。

投资活动现金流方面，2015 年~2018 年 3 月，公司投资活动净现金流入分别为 0.55 亿元、-22.89 亿元、-6.43 亿元和 0.50 亿元。投资活动现金流入方面，2017 年现金流入规模为 55.32 亿元，其中收回投资收到的现金为 46.19 亿元，系赎回到期理财收回的资金。投资活动现金流出方面，2016 年和 2017 年流出规模增加，主要系购买理财产品、新增地块合作开发投资以及支付其他单位的借款所致。

随着凤凰新城开发建设投入的增加，经营活动现金流存在较大缺口，公司每年都保持较大规模的筹资活动现金流入。2015 年~2018 年 3 月，公司筹资活动现金流入分别为 77.60 亿元、219.04 亿元、209.65 亿元和 39.52 亿元，2016 年及 2017 年流入规模显著上升，其中 2016 年公司取得银行借款 82.47 亿元、从其他单位借款 122.26 亿元，2017 年取得借款 65.66 亿元、从其他单位借款 128.11 亿元；同期筹资活动净现金流分别为 24.35 亿元、54.34 亿元、44.73 亿元和-3.91 亿元，近年来净流入规模较大。未来，随着工程项目的不断增多，公司投资需求将使融资压力逐渐增大。总体来看，公司目前融资渠道较为多样，但须警惕未来由于市场和政策变化导致融资渠道收窄的风险。

表 11：2015 年~2018 年 3 月公司现金流情况（亿元）

	2015	2016	2017	2018.3
经营活动现金流入	9.40	17.74	25.75	9.05

经营活动现金流出	34.75	43.47	43.60	11.20
经营活动净现金流	-25.36	-25.73	-17.85	-2.15
投资活动现金流入	3.20	7.45	55.32	0.69
投资活动现金流出	2.65	30.35	61.76	0.19
投资活动净现金流	0.55	-22.89	-6.43	0.50
筹资活动现金流入	77.60	219.04	209.65	39.52
其中：吸收投资	-	10.00	-	-
借款	31.60	82.47	65.66	7.50
发行债券	12.00	22.84	10.00	-
筹资活动现金流出	53.26	164.71	164.92	43.43
其中：偿还债务	18.38	56.10	33.19	8.37
筹资活动净现金流	24.35	54.34	44.73	-3.91
现金及现金等价物净增加额	-0.47	5.72	20.45	-5.57

数据来源：公司财务报告

偿债能力

2015年~2017年，公司总债务分别为58.94亿元、84.36亿元和122.32亿元；截至2018年3月末，公司总债务进一步增加至125.53亿元，其中长期债务由2015年末的27.87亿元增加至93.43亿元；短期债务为32.10亿元，面临较大的偿债压力。

较大的资本支出压力使得公司近年来债务规模迅速扩张，与此同时，偿债指标也总体处于较弱水平。但随着公司总收入增加和盈利能力增强，EBITDA对债务本息的覆盖能力均略有增强，2015年~2017年，公司总债务/EBITDA分别为42.49倍、39.50倍和38.72倍；EBITDA利息倍数分别为1.05倍、1.26倍和1.28倍。公司经营活动净现金流持续为负，无法覆盖总债务和利息。中诚信国际将持续关注公司获现情况对偿债能力的影响。

表 12：2015年~2018年3月公司偿债能力分析

	2015	2016	2017	2018.3
总债务（亿元）	58.94	84.36	122.32	125.53
短期债务（亿元）	31.08	20.45	22.02	32.10
长期债务（亿元）	27.87	63.91	100.30	93.43
EBITDA（亿元）	1.39	2.14	3.16	-
经营活动净现金流（亿元）	-25.36	-25.73	-17.85	-2.15
总债务/EBITDA（X）	42.49	39.50	38.72	-
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.43	-0.30	-0.15	-0.07
EBITDA利息保障系数（X）	1.05	1.26	1.28	-
经营活动净现金流利息保障系数（X）	-19.12	-15.16	-7.25	-

注：1、数据存在四舍五入差异；2、2018年一季报中，经营活动净现金流/总债务指标为年化数据。

资料来源：公司财务报告

截至2017年末，公司通过发行债务融资工具

和新增银行长期借款，优化了债务结构，在一定程度上缓解了短期偿债压力，但公司2018年和2019年仍面临一定债务偿还压力，未来公司主要债务到期分布如下表所示：

表 13：截至2017年末公司主要债务到期情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021及以后
短期借款	10.20	-	-	-
应付票据	3.80	-	-	-
长期借款	6.16	13.68	9.76	34.23
应付债券	7.40	17.40	2.40	14.80
合计	27.56	31.08	12.16	49.03

注：未统计其他应付款等科目中包含的有息债务

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，公司与银行机构保持了良好的业务合作关系，截至2017年末，公司银行授信额度为104.06亿元，其中未使用额度29.04亿元，为公司提供了一定的流动性支持。

受限资产方面，截至2017年末，公司受限资产金额合计26.07亿元，占总资产的比例为11.67%，主要为货币资金中7.88亿元定期存单质押及保证金、存货中12.93亿元房地产项目土地使用权抵押、其他流动资产中2.62亿元理财产品质押、投资性房地产中2.50亿元房屋建筑物抵押。此外，公司投资性房地产和固定资产中有1.99亿元项目未办妥产权证书。

对外担保方面，截至2017年末，公司对外担保37.07亿元，占净资产46.02%，主要是向常州弘辉控股集团有限公司提供担保16.50亿元、向江苏舜宁投资建设有限公司提供担保6.10亿元、向常州市天宁郑陆资产经营有限公司提供担保5.17亿元，被担保公司系常州市天宁区及武进区下属国有企业，目前均运营良好，公司对外担保风险基本可控。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2018年7月2日，公司不存在不良信贷和违约情形。公司各项存续债券的到期利息均按时支付。

评级展望

中诚信国际肯定了常州市及天宁区快速增长的区域经济、常州市及天宁区政府对公司的大力支持、在凤凰新城开发中占据垄断地位等因素对公司

发展的积极作用。同时中诚信国际也关注到公司土地出让的不确定性、其他应收款规模较大、债务增长较快、未来面临较大投资压力以及盈利能力偏弱等因素对公司整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

结 论

中诚信国际评定常州天宁建设发展集团有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“常州天宁建设发展集团有限公司 2018 年度第一期中期票据”信用等级为 **AA**。

中诚信国际关于常州天宁建设发展集团有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

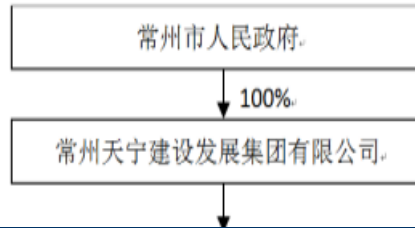
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期票据的存续期内对本期票据每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在本期票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2018 年 8 月 13 日

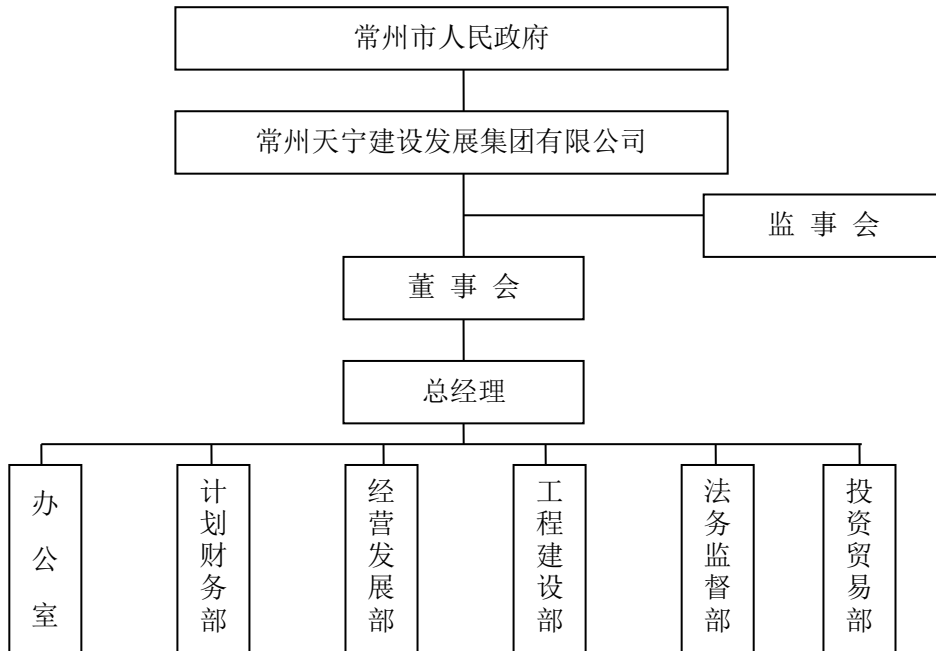
附一：常州天宁建设发展集团有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



序号	子公司名称	直接持股比例	间接持股比例
1	常州凤凰新城建设发展有限公司	75.00%	-
2	常州天隆建设实业有限公司	100.00%	-
3	常州东南工业废水处理厂有限公司	100.00%	-
4	常州东南经济开发有限公司	100.00%	-
5	常州雕庄实业有限公司	100.00%	-
6	江苏金溪投资有限公司	100.00%	-
7	常州凯创建材商城有限公司	100.00%	-
8	常州天儒建筑工程有限公司	100.00%	-
9	常州凤凰驿文化创意有限公司	-	75.00%
10	常州品诚房地产经纪有限公司	-	75.00%
11	常州运河南岸置业有限公司	-	75.00%
12	常州天泰置业有限公司	-	100.00%
13	安信颐和（常州）置业有限公司	-	51.00%
14	常州中吴建设发展有限公司	-	100.00%
15	常州中吴物业服务服务有限公司	-	100.00%
16	常州金之都物流有限公司	-	100.00%
17	常州东吴信亿贸易有限公司	-	100.00%

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

附二：常州天宁建设发展集团有限公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附三：常州天宁建设发展集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	110,788.40	144,736.52	365,973.32	310,317.75
应收账款（应收账款净额）	1,070.77	4,210.94	6,540.16	18,227.35
其他应收款	470,787.19	581,486.08	731,962.99	795,900.05
存货（存货净额）	497,266.06	489,042.42	568,579.57	654,652.41
可供出售金融资产	0.00	197,471.08	365,097.94	365,097.94
长期股权投资	8,457.61	0.00	4,713.01	4,528.01
在建工程	0.00	10.40	742.38	1,647.87
无形资产	1,371.49	1,331.91	1,312.92	1,310.30
总资产	1,154,407.24	1,657,556.38	2,233,377.80	2,302,288.48
其他应付款	60,328.38	90,862.42	68,582.07	29,635.55
短期债务	310,779.31	204,454.89	220,197.88	321,637.88
长期债务	278,659.92	639,148.67	1,002,975.43	934,275.43
总债务	589,439.23	843,603.57	1,223,173.31	1,255,313.31
总负债	698,655.35	1,027,840.64	1,427,864.79	1,493,563.40
费用化利息支出	740.54	4,218.06	11,381.65	-
资本化利息支出	12,520.75	12,752.55	13,240.60	-
实收资本	50,000.00	150,000.00	150,000.00	150,000.00
少数股东权益	61,803.14	64,292.06	100,199.98	101,926.75
所有者权益合计（含少数股东权益）	455,751.90	629,715.74	805,513.01	808,725.08
营业总收入（主营业务收入）	74,960.18	112,669.15	129,691.61	39,134.03
经营性业务利润（营业利润）	-7,088.97	-4,226.38	-7,181.54	-991.06
投资收益	1,575.81	2,764.60	2,556.09	1,196.30
营业外收入（含补贴收入）	17,502.71	16,954.25	24,042.20	3,007.00
净利润	11,362.69	13,636.05	14,233.16	3,212.08
EBIT	11,842.21	18,191.75	26,616.57	-
EBITDA	13,872.12	21,358.84	31,589.95	-
销售商品、提供劳务收到的现金	75,963.48	138,175.87	220,102.07	87,339.61
收到其他与经营活动有关的现金	17,873.27	38,908.52	37,403.22	3,139.83
购买商品、接受劳务支付的现金	169,031.79	191,314.06	156,080.62	106,106.43
支付其他与经营活动有关的现金	169,018.17	237,488.96	272,105.56	1,613.71
吸收投资收到的现金	0.00	100,000.00	0.00	0.00
资本支出	721.53	142.09	837.07	1,007.28
经营活动产生现金净流量	-253,556.39	-257,267.09	-178,483.65	-21,541.11
投资活动产生现金净流量	5,453.64	-228,945.99	-64,348.44	4,974.02
筹资活动产生现金净流量	243,450.96	543,369.10	447,345.49	-39,088.48
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率（主营业务毛利率）（%）	0.97	5.99	5.60	11.62
三费收入比（%）	10.54	5.72	9.15	8.18
应收类款项/总资产（%）	40.87	35.33	33.07	35.36
收现比（X）	1.01	1.23	1.70	2.23
总资产收益率（%）	1.19	1.28	1.37	-
流动比率（X）	2.69	3.56	4.18	3.30
速动比率（X）	1.50	2.30	2.84	2.13
资产负债率（%）	60.52	62.01	63.93	64.87
总资本化比率（%）	56.40	57.26	60.29	60.82
长短期债务比（X）	1.12	0.32	0.22	0.34
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.43	-0.30	-0.15	-0.07
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.82	-1.26	-0.81	-0.27
经营活动净现金流/利息支出（X）	-19.12	-15.16	-7.25	-
总债务/EBITDA（X）	42.49	39.50	38.72	-
EBITDA/短期债务（X）	0.04	0.10	0.14	-
货币资金/短期债务（X）	0.36	0.71	1.66	0.97
EBITDA 利息倍数（X）	1.05	1.26	1.28	-

注：1、公司 2015 年财务报表执行旧会计准则编制，2016 年~2017 年及 2018 年一季度财务报表执行新会计准则编制，括号内指标适用于旧会计准则；2、为准确测算债务情况，已将公司各期末“其他应付款”和“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算，将“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算；3、公司将涉及土地整理的利息支出计入其他应收款，表中利息支出未包含此部分；4、企业未提供 2018 年一季度现金流量表补充资料、费用化及资本化利息支出数据，故相关财务指标失效；5、2018 年一季度中，经营活动净现金流/总债务、经营活动净现金流/短期债务指标为年化数据。

附四：基本财务指标的计算公式

短期债务（新）=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+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
短期债务（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款+债务调整
长期债务（新）=长期借款+应付债券+其他债务调整项
长期债务（旧）=长期借款+应付债券+债务调整
总债务（新/旧）=长期债务+短期债务
净债务（旧）=总债务-货币资金
营业成本合计（新）=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
经营性业务利润（新）=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益
营业毛利率（新）=（营业总收入-营业成本合计）/营业总收入
主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入
三费合计（新）=财务费用+管理费用+销售费用
三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入
三费收入比（旧）=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入
EBIT（息税前盈余）（新）=利润总额+费用化利息支出
EBIT（息税前盈余）（旧）=利润总额+计入财务费用的利息支出
EBITDA（息税折旧摊销前盈余）（新/旧）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
资本支出（新/旧）=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
应收类款项/总资产（新）=（应收账款+其他应收款+长期应收款）/总资产
收现比（新）=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入
总资产收益率（新/旧）=EBIT/总资产平均余额
流动比率（新/旧）=流动资产/流动负债
速动比率（新/旧）=（流动资产-存货）/流动负债
现金比率（新）=（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）/流动负债
资产负债率（新/旧）=负债总额/资产总额
总资本化比率（新/旧）=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））
长短期债务比（新/旧）=短期债务/长期债务
EBITDA 利息倍数（新）=EBITDA/（费用化利息支出+资本化利息支出）
EBITDA 利息倍数（旧）=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

附六：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。