

宜兴拓业实业有限公司  
及其发行的 14 陶都债与 18 陶都债 01  
跟踪评级报告

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2020]100376】

**评级对象:** 宜兴拓业实业有限公司及其发行的 14 陶都债与 18 陶都债 01

	14 陶都债	18 陶都债 01
<b>主体/展望/债项/评级时间</b>		
<b>本次跟踪:</b>	AA/稳定/AA/2020 年 6 月 24 日	AA/稳定/AAA/2020 年 6 月 24 日
<b>前次跟踪:</b>	AA/稳定/AA/2019 年 6 月 21 日	AA/稳定/AAA/2019 年 6 月 21 日
<b>首次评级:</b>	AA/稳定/AA/2014 年 5 月 20 日	AA/稳定/AAA/2018 年 2 月 5 日

### 主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
<b>金额单位: 人民币亿元</b>			
<b>发行人母公司数据:</b>			
货币资金	9.64	11.18	5.15
刚性债务	47.41	56.75	50.58
所有者权益	55.49	56.44	57.76
经营性现金净流入量	-15.36	-3.71	5.13
<b>发行人合并数据及指标:</b>			
总资产	161.48	173.95	164.90
总负债	90.84	101.66	90.24
刚性债务	80.77	87.62	75.45
所有者权益	70.64	72.28	74.66
营业收入	13.87	15.84	17.46
净利润	1.83	1.74	2.37
经营性现金净流入量	-15.21	-5.43	11.33
EBITDA	3.30	3.21	3.76
资产负债率[%]	56.25	58.44	54.73
长短期债务比[%]	175.87	58.30	84.79
营业利润率[%]	16.49	15.35	18.20
短期刚性债务现金覆盖率[%]	110.00	45.43	40.64
营业收入现金率[%]	100.00	104.35	98.44
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-15.49	-4.94	13.47
EBITDA/利息支出[倍]	0.73	0.95	0.78
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.05
<b>担保方数据:</b>			
总资产	122.24	143.93	172.17
所有者权益	71.73	75.27	104.52
期末保责任余额	722.45	883.97	664.72
担保放大倍数[倍]	6.30	8.17	-

注:发行人数据根据宜兴拓业经审计的 2017-2019 年财务数据整理、计算。担保方数据根据江苏再担保经审计的 2017-2019 年财务数据整理、计算。

### 分析师

覃斌 qb@shxsj.com  
许婧 xujing@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对宜兴拓业实业有限公司(简称宜兴拓业、发行人、该公司或公司)及其发行的 14 陶都债与 18 陶都债 01 的跟踪评级反映了 2019 年以来宜兴拓业在区域环境及业务地位等方面保持优势,同时也反映了公司在自身盈利能力、债务偿付压力、往来款回收及资产流动性等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **区域环境的优势。**宜兴市经济实力强,多年位列全国百强县前列。陶瓷园是以陶瓷为特色的省级开发区,近年来经济稳步增长。
- **业务地位的优势。**宜兴拓业是陶瓷园重要的建设主体,承担了园区内主要重大项目的建设工,在园区及周边地区的建设开发领域一直处于绝对主导地位,具有区域垄断优势。
- **担保优势。**江苏再担保为 18 陶都债 01 提供不可撤销连带责任保证担保。江苏再担保具有较强经营能力,偿债能力能够得到保障。

#### 主要风险:

- **债务偿付压力较大。**跟踪期内,宜兴拓业刚性债务规模有所减少,但债务偿付压力仍然较大。且随着陶瓷产业园建设进程的推进,未来公司投融资需求较大,仍然面临较大的融资平衡压力和资金支出压力。
- **自身主营业务盈利能力较弱。**宜兴拓业主业盈利能力较弱,政府补助对公司整体盈利提供一定程度的补充。

- **往来款回收风险。**宜兴拓业应收宜兴市丁蜀镇财政和资产管理局的往来款

笼速度偏缓。

- **资产流动性较弱。**宜兴拓业资产主要沉淀于货币资金、其他应收款和存货。其中，货币资金中受限金额较大；其他应收款以政府相关部门往来款为主，回收时间存在不确定性；存货周转受项目去化、土地出让市场景气度等影响，总体上资产流动性较弱。

### ➤ 未来展望

通过对宜兴拓业及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为 14 陶都债还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA 信用等级；江苏再担保为 18 陶都债 01 提供不可撤销连带责任保证担保，认为本期债券还本付息能力极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 宜兴拓业实业有限公司

### 及其发行的 14 陶都债与 18 陶都债 01

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照 2014 年宜兴拓业实业有限公司公司债券（简称“14 陶都债”）和 2018 年宜兴拓业实业有限公司公司债券（品种一）（简称“18 陶都债 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据宜兴拓业提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据，对宜兴拓业的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2014 年 5 月 28 日发行了总额为 12 亿元的 14 陶都债。该期债券期限为 7 年，采用固定利率形式，单利按年计息，逾期不另计利息。该期债券设提前偿还条款，自该期债券存续期的第 3 年末起至第 7 年末，每年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还本金，当期利息随本金一起支付。公司分别于 2017 年 5 月、2018 年 5 月、2019 年 5 月和 2020 年 5 月分别兑付该期债券发行总量 20% 的本金，截至 2020 年 5 月末，该期债券待偿还本金余额为 2.40 亿元。

该公司于 2018 年 4 月 13 日发行了总额为 5 亿元的 18 陶都债 01。该期债券期限为 7 年，采用固定利率形式，单利按年计息，逾期不另计利息。该期债券设提前偿还条款，自该期债券存续期的第 3 年末起至第 7 年末，每年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还本金，当期利息随本金一起支付。截至 2020 年 5 月末，该期债券待偿还本金余额为 5 亿元。

截至 2020 年 5 月末，该公司已发行未到期债券本金余额合计 21.40 亿元，具体如图表 1 所示。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	剩余金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	特殊条款/增信措施
14 陶都债	12.00	2.40	7	7.60	2014 年 6 月	附提前偿还条款。
17 陶都 01	3.00	3.00	5	6.50	2017 年 9 月	回售，调整票面利率。
18 宜兴拓业 PPN001	6.00	6.00	3	6.50	2018 年 1 月	--
18 陶都债 01	5.00	5.00	7	5.99	2018 年 4 月	附提前偿还条款，由江苏省信用再担保集团有限公司提供不可撤销连带责任保证担保。
20 陶都 01	5.00	5.00	5	6.10	2020 年 1 月	回售，调整票面利率，交叉保护。

资料来源：宜兴拓业

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## （2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继43号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017年至2018年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，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。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机

制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019年末，我国城镇化率为60.60%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018年3月，财政部发布《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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

2018年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发

《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），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

### （3）区域经济环境

**宜兴市位于沪宁杭都市圈，交通较为便利。近年来，该市经济维持较快发展，但近年来增速有所放缓。**

宜兴市地处长三角腹地，位于沪宁杭三角中心，已成为江苏省南北向交通与浙江、安徽两省连接的一个重要枢纽。宜兴市总面积 1996.6 平方千米（其中太湖水面 242.29 平方千米），共有 2 个国家级开发区（环保科技工业园和宜兴经济技术开发区）、1 个省级开发区（陶瓷产业园）；下辖 14 个镇，4 个街道；截至 2019 年末，全市户籍总人口数为 107.97 万人。

近年来，宜兴市经济保持较快发展速度，2003 年以来一直位列全国百强县前十名，在 2019 年百强县排名中列第七位。根据《江苏省》2019 年宜兴市国民经济和社会发展统计公报披露的数据，2019 年宜兴市全年实现地区生产总值 1,770.12 亿元，按可比价增长 7.0%。全年农作物播种面积 119.0 万亩，比上年减少 4.39 万亩，下降 3.6%。工业经济高开稳走，全年完成工业总产值 3,305.84 亿元，按可比价增长 11.3%，完成规模以上工业增加值 559.02 亿元，同比增长 9.8%。服务业加速发展，2019 年完成服务业增加值 795.98 亿元，按可比价增长 6.0%。2019 年全市实现社会消费品零售总额 727.66 亿元，按可比价增长 9.1%。

2019年，宜兴市全社会完成固定资产投资总额448.86亿元，同比增长5.0%。其中，实现工业投资249.25亿元，同比增长7.1%，服务业投资199.61亿元，同比增长6.5%。全年房地产业实现增加值121.00亿元，比上年增长13.3%。全年完成房地产开发投资142.52亿元，比上年增长42.2%。

**图表2. 2017-2019年宜兴市房屋建设、销售情况（单位：万平方米）**

项目	2017年		2018年		2019年	
	面积	增速(%)	面积	增速(%)	面积	增速(%)
商品房施工面积	508.36	-17.4	595.97	17.2	621.00	4.2
商品房销售面积	145.67	7.8	136.36	-6.4	169.52	24.3

资料来源：宜兴市统计局

2019年，宜兴市房地产市场未延续2018年“施工规模继续扩大、商品房销售减少”的运行态势，开始呈现“施工规模和商品房销售均有所增长”的特点。全年房地产开发投资完成142.52亿元，比上年增长42.2%；房屋施工面积621.00万平方米，比上年增长4.2%，其中住宅施工面积506.40万平方米，比上年增长4.2%；房屋竣工面积99.49万平方米，比上年下降5.6%，其中住宅竣工面积80.74万平方米，比上年增长23.3%。全年商品房销售面积169.52万平方米，比上年增长24.3%，其中住宅销售面积157.27万平方米，比上年增长30.1%；商品房销售额192.49亿元，比上年增长33.0%，其中住宅销售额178.18亿元，比上年增长35.4%。

根据中指数据，宜兴市土地出让呈现波动状态，2017-2019年宜兴市土地出让总面积分别为204.41万平方米、307.81万平方米和240.19万平方米，对应的土地出让总价分别为49.82亿元、71.71亿元和87.29亿元。近年来工业用地出让价格较为稳定，三年平均出让价格在400元/平方米左右，商住用地出让价格波动大，2018年价格回落后2019年大幅攀升。

**图表3. 2017-2019年宜兴市土地市场交易情况**

项目	2017年	2018年	2019年
土地出让总面积（万平方米）	204.41	307.81	240.19
其中：工业土地出让面积（万平方米）	107.40	127.90	83.97
商住用地出让面积（万平方米）	88.56	174.87	149.88
土地出让总价（亿元）	49.82	71.71	87.29
其中：工业用地出让总价（亿元）	4.28	4.97	3.70
商住用地出让总价（亿元）	44.86	66.28	83.11
土地出让均价（元/平方米）	2,437.04	2,329.68	3,634.36
其中：工业用地出让单价（元/平方米）	398.78	388.30	440.34
商住用地出让单价（元/平方米）	5,065.76	3,790.44	5,545.04

资料来源：中指数据

陶瓷园为省级开发园区，经过多年发展已形成以陶瓷为特色，新材料为主体的产业结构。近年来，园区经济稳步增长，但经济总量规模仍较小。

宜兴陶瓷产业园成立于1993年12月，位于宜兴市丁蜀镇的北面、宜兴主城区的南面，是连接丁蜀镇、宜兴主城区的重要工业走廊，也是宜兴“一心双城”空间结构（即龙背山为绿心，宜城、丁蜀为双城）的重要组成部分。2006年7月，陶瓷园被国家发改委审核批准为省级经济技术开发区，同时被国家科技部授予“国家非金属材料产业基

地”，并在 2012 年被省科技厅确认为省级科技产业园。现园区规划区域面积为 10.36 平方公里。目前，园区共有企业 929 家，其中销售额 10 亿元以上 2 家，1 亿元以上的 20 家。2017-2019 年，园区经济稳步发展，2019 年完成地区生产总值 154.73 亿元，同比增长 5.65%；完成工业总产值 252.39 亿元，完成规模以上工业总产值 143.18 亿元，完成全社会固定资产投资 33.71 亿元。

**图表 4. 2017-2019 年陶瓷园主要经济指标（单位：亿元）**

经济指标	2017 年	2018 年	2019 年
地区生产总值	137.47	146.46	154.73
工业总产值	242.61	249.29	252.39
规模以上工业总产值	152.45	156.52	143.18
固定资产投资	54.02	32.50	33.71

资料来源：宜兴拓业

陶瓷园成立以来，坚持打造以陶瓷为特色，以新材料为主体，以高端线缆、精密机械装备及通讯设备为补充的产业结构。新材料产业主要包括非金属材料 and 特种合金材料两大板块，其中非金属材料的主要产品有工业陶瓷、艺术陶瓷、高档日用陶瓷、园林陶瓷、建筑陶瓷、高档特种耐火材料、精细化工材料、新型纺织工程材料等；特种合金材料主要产品包括稀土分离材料、镍合金、钼合金、钨合金等。从应税销售收入来看，陶瓷园前三大行业分别为机电、冶金和陶瓷行业，合计占比达到 60%以上。

2019 年，陶瓷园共实施工业项目 11 个，计划总投资 41.75 亿元；完成投资金额 11.12 亿元，同比增长 6.6%。当年园区主要工作包括两方面：一方面，园区跟踪推进重大工业项目的建设和审批进度，其中海翼飞机零部件研发制造项目建设投资金额 2.5 亿元，目前已竣工 2019 年富陶科陶板扩能项目正在办理厂房建设手续，进行土地平整；丁蜀通用机场于 2019 年 7 月场道工程正式进场施工，目前已完成总体工程的 40%，完成投资额 3.33 亿元；亚捷航空项目已完成项目备案、用地前期评审及项目公司设立工作，正在对上申请用地指标；泛美航空项目正在联系落实项目公司设立和立项事宜，用地指标已落实。另一方面，园区跟踪推进艾度、贝尔等重大通航信息项目的落户进程。

## 2. 业务运营

**该公司主要负责陶瓷园的土地整理与工程施工任务，经营业务的成本补偿机制较明确，近年来营业收入整体实现增长。未来随着陶瓷园开发建设的深入，公司对项目投资资金的需求将持续增加，融资压力加大。**

该公司受陶瓷园管委会及地方国有企业委托负责陶瓷园内的土地整理、基础设施建设和安置房建设等。2017-2019 年公司营业收入分别为 13.87 亿元、15.84 亿元和 17.46 亿元。主营业务收入构成中，2017 年以来受土地市场行情低迷影响，公司收入结构中土地整理业务占比相对较小，工程收入占比较大，近七成左右。由于土地整理及工程业务成本补偿机制明确，近年来公司主营业务毛利率变化不大。

图表 5. 公司营业收入构成及毛利率情况

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
营业收入	13.87	100.00	15.84	100.00	17.46	100.00
工程施工	9.11	65.69	11.74	74.13	12.33	70.59
土地整理	4.76	34.31	4.10	25.87	5.14	29.41
毛利率(%)		17.22		16.17		16.55
工程施工(%)		12.95		12.95		12.85
土地整理(%)		25.41		25.41		25.41

资料来源：宜兴拓业

## 1. 工程施工

该公司工程施工业务主要包括园区基础设施建设与安置房建设。

基础设施建设方面，园区管委会及地方国有企业委托公司进行陶瓷产业园区的基础设施建设，公司主要通过代建的形式参与陶瓷产业园区内的基础设施项目建设。项目完工后，委托方会拨付公司投资成本并给予一定的合理利润，公司按工程完工进度来确认施工收入。公司工程施工业务主要由公司本部及子公司兴陶建设负责实施。委托方根据实际发生的工程成本加上一定的利润的方式向该公司支付项目代建收入，项目竣工后再统一决算，核定最终的收入。根据宜兴市规划部门完成的《陶瓷工业园控制性详细规划》，宜兴市政府计划对陶瓷产业园区进行进一步的调整补充与东扩，在蠡河东侧规划了新的陶瓷工业产业聚集区，规划总面积 10.36 平方公里，是集工业、居住、市政金融、仓储于一体的现代化新型工业园，其中工业总用地面积 6.42 平方公里。为此，园区管委会将逐步推进陶瓷产业园区东扩计划，加快园区道路改造和新建工程建设进程，逐步搬迁陶都路西侧沿线企业，以优化配套园区新格局。

安置房建设方面，该公司及子公司兴陶建设作为安置房的开发建设主体，根据宜兴市及江苏宜兴陶瓷产业园区的统一工作安排，确定安置房建设区域，并开展拆迁、安置房建设、销售以及安置房建设完成后的房屋交付等工作。发行人可获得向拆迁居民收取的安置房全部销售价款。2010 年以来，公司参与了查林安置房工程、蜀山安置房以及龙溪花园安置房等工程，积累了丰富的安置房建设经验。

2017-2019 年，该公司工程施工收入分别为 9.11 亿元、11.74 亿元和 12.33 亿元；同期，毛利率分别为 12.95%、12.95%和 12.85%。2019 年公司主要在建项目丁山监狱整体迁建和丁山监狱民警（职工）安置房（二期）项目等项目陆续竣工。目前，公司主要在建工程项目包括丁蜀镇查林安置房二期 C 区项目、丁蜀镇通蜀西路北侧安置房、丁蜀镇范蠡路白宕路常安西路改造工程、农村生活污水纳管及雨污分流改造工程和丁蜀特色小镇建设综合治理项目。其中丁蜀特色小镇建设综合治理项目计划投资金额为 13.42 亿元，项目主要包括蜀山区域环境治理、居民小区改造、道路基础设施改造提升建设，2020 年项目计划投资 1.69 亿元。截至 2019 年末公司主要在建项目计划总投资 37.48 亿元，已投入 12.91 亿元，2020 年计划投入 6.98 亿元，仍存在一定的融资压力。

图表 6. 公司工程施工业务主要在建项目概况（单位：亿元）

项目名称	总投资	建设期	已投入金额	建设进度	2020 年计划投入金额
丁山监狱整体迁建	7.40	2 年	7.37	竣工	0.03

项目名称	总投资	建设期	已投入金额	建设进度	2020年计划投入金额
丁山监狱民警（职工）安置房（二期）项目	2.37	3年	1.55	竣工	0.82
丁蜀镇查林安置房二期C区项目	2.87	3年	0.68	在建	1.32
古南街历史文化街区保护改造一期项目	7.80	2年	0.55	在建	1.25
丁蜀镇通蜀西路北侧安置房	1.08	2年	0.54	在建	0.54
丁蜀镇范蠡路白宕路常安西路改造工程	1.07	2年	0.40	在建	0.67
农村生活污水纳管及雨污分流改造工程	1.47	2年	0.81	在建	0.66
丁蜀特色小镇建设综合治理项目	13.42	4年	1.01	在建	1.69
<b>合计</b>	<b>37.48</b>		<b>12.91</b>		<b>6.98</b>

资料来源：宜兴拓业

截至 2019 年末，该公司有多个拟建项目，但单个项目计划投资额较小，公司拟建项目计划总投资合计 9.51 亿元，主要拟建项目有浦南二期安置房项目和丁蜀镇文化旅游环境配套提升项目，其中浦南二期项目计划投资 1.22 亿元，项目总用地面积 3.49 万平方米，拟建设住宅 294 套，配套停车位 305 个；丁蜀镇文化旅游配套提升项目计划总投资 5.91 亿元。其余项目主要是道路建设、旧城改造项目及安置房建设。

**图表 7. 公司工程施工业务主要拟建项目概况（单位：亿元）**

项目名称	总投资	资金来源	建设期间
龙窑路南延	0.62	自筹	1年
紫砂路北延	0.51	自筹	1年
宝龙路	0.19	自筹	1年
东坡西路	0.27	自筹	1年
东风新村改造	0.18	自筹	1年
东贤市场改造	0.35	自筹	1年
美陶地块安置房	0.26	自筹	2年
浦南二期安置房	1.22	自筹	3年
丁蜀镇文化旅游环境配套提升项目	5.91	自筹+融资	1-2年
<b>合计</b>	<b>9.51</b>	-	-

资料来源：宜兴拓业

## 2. 土地整理

该公司土地整理业务由公司本部及其子公司兴陶建设负责实施。土地开发整理业务的具体业务模式为公司与管委会签订了土地一级开发项目委托协议书，在管委会的授权下，组织开展土地的拆迁、整治等工作，负责土地的“七通一平”等配套开发建设，土地储备工作完成后，委托宜兴市土地交易中心统一公开出让。土地出让后，实现的土地出让收入直接缴入宜兴市财政局设立的专户，市财政局将需上缴的相关费用扣除后，全额返还至宜兴陶瓷产业园区财政局，由园区财政局核定公司相关成本后，按照成本加成模式向公司支付土地开发整理业务收入。

该公司土地整理业务 2017-2019 年分别确认收入 4.76 亿元、4.10 亿元和 5.14 亿元。2019 年土地整理业务收入较上年增长 25.37%，主要是因为出让土地面积增加所致。公司土地整理业务一直维持了较高的毛利率水平，近三年均为 25.41%。2017-2019 年度陶瓷园分别出让土地 349 亩、182.26 亩和 630.44 亩，2017-2018 年土地出让面积较前两年大幅减少，是基于前几年的供地及开发建设高峰，市场已累积了大量的库存商品房和安

置房，在国家去库存政策的影响之下，园区政府在土地供应上保持较为谨慎的态度，在需求不足的情况下，市场土地供应量也不断下滑；2019年受出让镇政府西侧原丁山监狱整体搬迁后空出的净地约462.83亩形成交易金额15.32亿元带动，土地出让面积及交易金额较上年大幅上升。截至2019年末，陶瓷园在手土地整理（包括已整理、在整理和待整理的土地）面积合计5,228亩，其中可供出让土地面积3,807亩。公司存量可供出让土地数量较大，在实现出让后，可成为公司收入与盈利的重要来源。

**图表 8. 2017-2019 年陶瓷园土地出让情况<sup>1</sup>（单位：亩、亿元）**

土地性质	2017年		2018年		2019年	
	面积	交易金额	面积	交易金额	面积	交易金额
工业用地	121.19	0.30	-	-	65.75	0.16
商业住宅混合用地	228.00	3.46	182.46	5.27	564.69	16.94
<b>合计</b>	<b>349.19</b>	<b>3.76</b>	<b>182.46</b>	<b>5.27</b>	<b>630.44</b>	<b>17.10</b>

资料来源：宜兴拓业

目前，该公司土地一级开发项目主要包括查林蜀山风景区项目、丁蜀通用机场一期项目、紫砂村地段等地块。上述在整理地块土地面积合计4,156.00亩，总投资额为56.72亿元，截至2019年末已投资25.63亿元，后续尚需投入的金额较大。

**图表 9. 截至 2019 年末公司土地整理主要项目概况（单位：亩、亿元）**

项目/地块名称	土地面积	土地性质	项目开工时间	总投资额	已投资额	2020 年计划投资额
蜀山风景区项目	900.00	商住	2014 年 4 月	12.00	5.51	1.49
老 104 国道东侧项目	151.00	商住	2014 年 5 月	5.00	4.50	0.50
紫砂村地段	1,145.00	商住	2014 年 10 月	15.27	6.83	1.47
青龙河南企业	320.00	商住	2014 年 7 月	4.28	3.90	0.38
查林高铁新城区域	450.00	商住	2015 年 12 月	5.50	3.72	0.88
陶渊谷度假小镇项目	343.00	商住	2019 年 10 月	4.00	0.08	1.42
太湖凤凰山康养谷项目	350.00	商住	2019 年 9 月	4.68	0.44	1.46
丁蜀通用机场一期项目	497.00	商住	2019 年 1 月	5.99	0.65	1.35
<b>合计</b>	<b>4,156.00</b>			<b>56.72</b>	<b>25.63</b>	<b>8.95</b>

资料来源：宜兴拓业

整体而言，该公司土地整理业务项目较为充足，后续收入来源较有保障。但投资规模大，资金平衡面临较大压力，同时土地出让也易受当地土地市场行情波动的影响。

## 管理

**跟踪期内，该公司股权结构及组织架构均未发生变化，高级管理人员有较大变动。**

跟踪期内，该公司股权结构、内部组织结构均未发生变化，实际控制人仍为江苏宜兴陶瓷产业园区管委会。公司产权状况详见附录一。

2019年根据宜兴市纪委、监委清理在编行政事业单位工作人员不得担任国有企业股东、法人、实际控制人、董事、监事等职务的意见，公司董事会成员及监事会成员有较大变动，免去余亚英、顾瑛职工董事职务，选举刘永军、李忠为职工董事；免去李

<sup>1</sup>近三年公司出让的土地不在园区中心地带，且规划容积率较低，因而土地出让价格相对不高。

天涛、吕俊明职工监事职务，选举夏奇、庄丽为职工监事。其中董事会决议免去朱达经理职务，聘任王华为公司经理。

该公司关联交易较少，根据审计报告显示，跟踪期内仅有一笔对宜兴市东坡陶文化建设投资有限公司 0.50 亿元的其他应付款。

根据中国人民银行征信系统信息（由该公司提供的 2020 年 5 月 13 日的《企业基本信用信息报告》）、审计报告披露信息，及公司所提供的其他信息显示，2015-2019 年公司信贷信息中无不良贷款记录。

## 财务

随着陶瓷园区建设的深入，该公司对资金的需求加大，已累积较大的刚性债务规模，偿债压力较大。公司未来仍存在较大的融资需求，而资产变现能力较弱，流动性风险日益积聚。公司营业收入主要来自土地整理和工程施工业务，主业盈利能力一般，政府补助对公司盈利提供一定程度的补充。

### 1. 公司财务质量

亚太（集团）会计师事务所有限公司对该公司的 2019 年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。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定（统称“企业会计准则”）。

跟踪期内，该公司合并范围未发生变动。截至 2019 年末，公司合并范围内子公司合计 6 家，其中二级子公司 5 家，三级子公司 1 家。

### 2. 公司偿债能力

#### (1) 债务分析

##### A. 债务结构

随着园区内土地整理和安置房等项目的持续推进，该公司负债规模维持高位，2017-2019 年末负债总额分别为 90.84 亿元、101.66 亿元和 90.24 亿元。同期末，公司资产负债率分别为 56.25%、58.44%和 54.73%，目前负债水平适中。其中，2017 年由于市场上整体债务融资成本上升，公司偿付了部分银行借款和债券，当年末财务杠杆水平有所下降；由于 2018 年发行了 6 亿元“18 宜兴拓业 PPN001”和 5 亿元“18 陶都债 01”，当年末公司财务杠杆较上年末上升 2.19 个百分点；2019 年内无新发债券，加之公司一年内到期的非流动负债较上年末大幅减少，负债总额有小幅下降。随着园区建设进程的推进，公司后续仍有一定资本补充及融资压力。

2017-2019 年末，该公司所有者权益分别为 70.64 亿元、72.28 亿元和 74.66 亿元，分别较上年末增长 8.31%、2.32%和 3.28%。其中实收资本和资本公积近三年来均无变

化，分别为 9.00 亿元和 42.83 亿元，2019 年末在所有者权益中占比分别为 12.05%和 57.37%，资本结构较为稳健。

**图表 10. 2017-2019 年末公司负债构成情况（单位：亿元）**

核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末
<b>刚性债务</b>	<b>80.77</b>	<b>87.62</b>	<b>75.45</b>
应交税费	3.86	5.31	6.74
其他应付款	6.21	8.73	8.06
<b>刚性债务占比（%）</b>	<b>88.92</b>	<b>86.19</b>	<b>83.61</b>
应交税费占比（%）	4.25	5.23	7.47
其他应付占比（%）	6.83	8.59	8.93

资料来源：宜兴拓业

该公司负债以刚性债务、应交税费和其他应付款为主。其中，2017-2019 年末刚性债务分别为 80.77 亿元、87.62 亿元和 75.45 亿元；应交税费分别为 3.86 亿元、5.31 亿元和 6.74 亿元。其他应付款主要是与丁蜀镇查林村、宜兴市兴陶资产管理有限公司、丁蜀镇潜洛村等单位三年以内的往来款项，2019 年末余额为 8.06 亿元。公司刚性债务规模大，占负债总额的比例高，已累计较大的偿债压力。

## B. 刚性债务

2019 年末，该公司刚性债务为 75.45 亿元，较上年末减少 13.89%，占负债总额的 83.61%，中长、短期刚性债务分别为 41.41 亿元和 34.04 亿元。公司短期刚性债务中短期借款为 9.89 亿元，较上年末增加 4.04 亿元，均为保证借款，主要用于园区市政工程、安置房建设及土地整理业务。应付票据为 8.50 亿元，较上年末增长 177.01%，主要系公司当年采用票据结算规模增加所致，公司应付票据均为银行承兑汇票。一年内到期的非流动负债为 14.96 亿元，较上年末大幅减少主要系 2018 年公司大量长期借款一年内集中到期偿付，公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款（5.80 亿元）、一年内到期的其他非流动负债（0.76 亿元）和一年内到期的应付债券（8.40 亿元）构成，其中一年内到期的其他非流动负债来自紫金信托有限责任公司，借款利率为 5.6%。同期末，因开展园区市政工程、安置房建设及土地整理业务需要，公司长期借款较上年末增长 44.53%至 16.34 亿元，公司长期借款均为保证借款，借款利率在 4.9%-5.46%之间；应付债券为 21.27 亿元，与上年末基本持平；应付债券为 21.27 亿元；其他非流动负债为 3.80 亿元，系与华泰证券（上海）资产管理有限公司签订的 5 年期的项目收益权转让与回购合同（2.00 亿元），及子公司兴陶建设和中银理财有限责任公司签订的 2 年期的债权投资合同（1.80 亿元）。

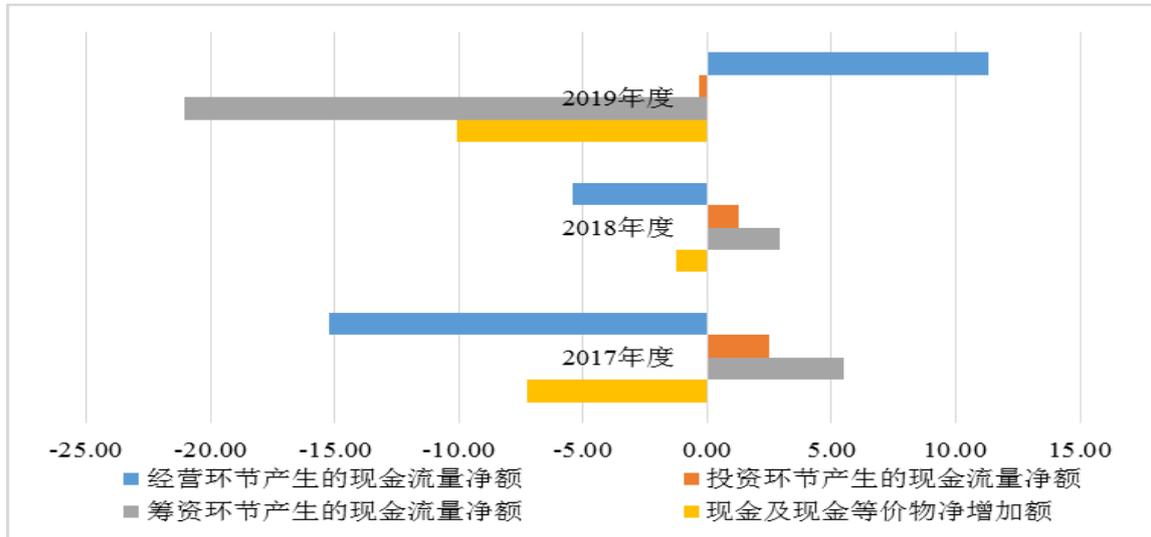
## C. 或有负债

或有负债方面，截至 2019 年末，该公司合并范围外的担保金额合计 5.05 亿元，担保比率为 6.77%，主要是对宜兴市金水潭现代农业服务有限公司、宜兴市湖盛兴绿化工程有限公司和宜兴市白宕山紫砂陶有限公司的担保，形式多为单人担保，存在一定的或有负债风险。

## (2) 现金流分析

该公司每年均能根据营业收入获得稳定的管委会支付的款项，近三年营业收入现金率分别为 100.00%、104.35%和 98.44%，经营性现金流状况主要受往来款项的影响。2017-2019 年度公司经营性现金流量净额分别为-15.21 亿元、-5.43 亿元和 11.33 亿元，经营性现金流主要包括与丁蜀镇政府相关部门之间的往来款和资金拆借，2017-2018 年主要受开发项目投入不断扩大，需要的投资金额大及往来款流出影响，公司经营性现金流呈现持续净流出状态；2019 年收到宜兴市财政局补贴收入、丁蜀财政局现金支付的往年度欠款，以及其他公司现金支付的欠款等，经营性现金呈大额净流入状态。公司投资活动较少，近三年投资活动净现金流分别为 2.50 亿元、1.27 亿元和-0.35 亿元，其中 2019 年较上年减少 1.62 亿元，主要系公司购买银行理财及存单的现金增加所致。同期，公司筹资活动现金净流入分别为 5.47 亿元、2.92 亿元和-12.00 亿元，其中 2019 年公司偿还了部分债权及到期的银行借款。随着陶瓷园区土地一级开发、基础设施建设以及安置房建设的推进，公司将会面临较大的资金缺口，后续筹资力度仍会提升。

图表 11. 近三年公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：宜兴拓业

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出等构成，2017-2019 年 EBITDA 分别为 3.30 亿元、3.21 亿元和 3.76 亿元。2019 年因公司资本化利息增加，EBITDA 对利息支出覆盖能力变差，总体来看 EBITDA 对公司负债无法形成有效覆盖。公司业务现金回笼能力较好，2019 年受公司经营性现金呈现较大净流入的影响，对负债的覆盖程度大幅改善。

图表 12. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.73	0.95	0.78
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.04	0.05
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-45.63	-11.19	20.04
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-18.53	-6.45	13.90
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-38.14	-8.57	19.43
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-15.49	-4.94	13.47

资料来源：宜兴拓业

### (3) 资产质量分析

图表 13. 2017-2019 年末公司资产构成情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	160.22	172.46	163.41
	99.22	99.14	99.10
其中：货币资金（亿元）	25.15	22.80	13.83
其他应收款（亿元）	64.04	79.78	81.65
存货（亿元）	69.04	69.36	67.64
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	1.26	1.49	1.49
	0.78	0.86	0.90
其中：可供出售金融资产（亿元）	0.80	0.80	0.80
长期股权投资（亿元）	0.11	0.60	0.60
固定资产（亿元）	0.09	0.09	0.08

资料来源：宜兴拓业

近三年，该公司资产规模逐年增长，2017-2019 年末分别为 161.48 亿元、172.46 亿元和 163.41 亿元。由于公司以开发建设职能为主，非流动资产占比很小，2019 年末流动资产占总资产的比重为 99.10%。

从流动资产构成看，该公司流动资产主要由货币资金、其他应收款及存货构成。2019 年末，货币资金为 13.83 亿元，其中使用受限资金为 9.84 亿元，受限资金占比较高，主要为质押的定期存单和定期存款；其他应收款为 81.65 亿元，比上年末增长 2.35%，其中与宜兴市丁蜀镇财政和资产管理局 1 年内的往来款达 28.19 亿元，宜兴市政府承诺了相关往来款的还款来源<sup>2</sup>，另有与宜兴市通蜀兴陶商贸有限公司<sup>3</sup> 2 至 3 年的往来款 16.81 亿元；存货为 67.64 亿元，同比下降 2.48%，均为开发成本，其中账面价值为 9.65 亿元的待开发土地已用于借款抵押。同期末，公司应收票据 0.29 亿元，较上年末增加 0.27 亿元；其他流动资产均为银行理财，2019 年末为 25.00 万元较上年末大幅减少。

图表 14. 2019 年末公司前五名其他应收款情况（单位：亿元）

其他应收	款项性质	年末余额	账龄	占其他应收款总额比例
宜兴市财政与资产管理局	往来款	28.19	1 年以内	34.52%
宜兴市通蜀兴陶商贸有限公司	往来款	16.81	2-3 年	20.58%
宜兴市金水谭现代农业服务有限公司	往来款	11.55	2-3 年	14.14%
宜兴市白岩山紫砂陶有限公司	往来款	9.78	2 年以内	11.97%
宜兴市丁蜀房屋征收事务有限公司	往来款	9.08	2-3 年	11.12%
合计	-	75.41	-	92.33%

资料来源：宜兴拓业

从非流动资产构成看，该公司非流动资产主要为可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产。2019 年末，可供出售金融资产为 0.80 亿元，系对宜兴市东陂陶文化建设和投资有限公司的股权投资；长期股权投资为 0.60 亿元，主要系对无锡丁蜀通用机场有

<sup>2</sup> 根据宜兴市政府出具的《市政府关于宜兴拓业实业有限公司应收政府部门款项还款资金安排的决定》（宜政法发【2015】169 号），同意将丁蜀镇区域内的 2 宗面积合计约 1232 亩的商住用地未来出让收入的 70% 部分作为公司上述应收政府部门款项的还款资金来源。

<sup>3</sup> 宜兴市通蜀兴陶商贸有限公司股东为宜兴市丁蜀镇农业服务中心。

限公司、宜兴陶誉科技创业服务有限公司和宜兴丁蜀养老产业服务有限公司的股权投资；固定资产为 0.08 亿元，较上年末减少 0.01 亿元，主要系房屋及建筑物折旧。

#### (4) 流动性/短期因素

2019 年末，该公司流动比率为 334.62%，较上年末上升 66.08 个百分点，流动比率明显上升，主要系公司一年内到期非流动负债减少，但公司存货和其他应收款在流动资产中占比较大，而其他应收款项回收周期较长，公司实际资产流动性弱于指标显示；现金比率为 28.33%，较上年末下降 7.17 个百分点，主要系货币资金受银行存款减少影响，较上年末大幅下降；受货币资金明显减少的影响，公司短期刚性债务现金覆盖率较上年下降 4.66 个百分点。整体来看，公司资产整体流动性较弱，流动性压力较大。

图表 15. 公司资产流动性指标 (%)

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率	486.58	268.54	334.62
现金比率	76.37	35.50	28.33
短期刚性债务现金覆盖率	110.00	45.43	40.64

资料来源：宜兴拓业

截至 2019 年末，该公司受限资产包括土地和货币资金中的受限部分，共计 19.49 亿元，其中货币资金中受限部分合计 9.84 亿元，占货币资金科目比例为 71.13%，占比较大，受限货币资金包括票据保证金 1.85 亿元、定期存款 2.59 亿元和质押定期存单 5.40 亿元；存货中抵押土地账面价值为 9.65 亿元。

图表 16. 截至 2019 年末公司受限资产情况

名称	受限金额 (亿元)	受限金额占该科目的比例 (%)
货币资金	9.84	71.13
存货	9.65	14.27
合计	19.49	-

资料来源：宜兴拓业

### 3. 公司盈利能力

该公司营业收入的主要来源为土地整理收入和工程施工收入。2017-2019 年公司分别实现营业收入 13.87 亿元、15.84 亿元和 17.46 亿元。近年来由于土地市场行情不景气，毛利率较高的土地整理业务收入相对较少，导致综合毛利率不高，近三年公司综合毛利率分别为 17.22%、16.17%和 16.55%。

该公司没有销售费用，期间费用只包括管理费用和财务费用，其中以财务费用为主。近三年公司利息费用分别为 0.96 亿元、0.55 亿元和 -0.01 亿元，其中 2019 年财务费用为负主要系受公司借款规模减少影响，利息支出有小幅下降而利息收入受保证金、定期存单到期结算存款利息影响而大幅上升，利息净支出为负。财务费用的波动导致期间费用和期间费用率同步下降。2017-2019 年，公司期间费用率分别为 7.95%、4.73%和 1.08%。此外，公司每年可收到一定规模的政府补助，2017-2019 年宜兴市财政局对公司的财政补贴分别为 1.00 亿元、0.60 亿元和 0.51 亿元。同期，公司净利润分别为 1.83 亿元、1.74 亿元和 2.37 亿元。整体而言，公司主营业务盈利能力一般，政府补助使公司盈利得到一定补充。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

该公司是宜兴市陶瓷产业园的建设平台，承担了园区内主要重大项目的建设，在园区及周边地区的建设开发领域一直处于绝对主导地位，具有区域垄断优势。

### 2. 外部支持因素

该公司是陶瓷园重要的建设主体，自成立以来获得了园区管委会在资产整合、资金投入、土地注入以及财政补贴等多方面的支持。

该公司与多家商业银行保持了较好的合作关系。截至 2019 年末，公司获得的金融机构总授信额度为 82.27 亿元，其中已使用 74.21 亿元，未使用 8.06 亿元。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 1. 外部担保

18 陶都债 01 由江苏省信用再担保集团有限公司（简称“江苏再担保”）提供不可撤销连带责任保证担保。江苏再担保成立于 2009 年 12 月，初始注册资本 30 亿元，是由江苏省人民政府、江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏乾明投资有限公司、波司登股份有限公司和江苏雨润食品产业集团有限公司共同出资组建的国有控股企业<sup>4</sup>。经过多次增资及股权变更，截至 2014 年末，江苏再担保注册资本增至 37.34 亿元。2015 年以来，江苏再担保与江苏省各级政府开展战略合作，并持续吸收各地政府资金，截至 2019 年末，注册资本增至 75.13 亿元，股东均为江苏省各级地方政府及国有企业，实际控制人为江苏省人民政府。

江苏再担保的经营范围包括：再担保业务，担保业务，投资和资产管理，财务顾问，市场管理，商务服务，社会经济咨询，资产评估，机械设备租赁。目前主要在江苏省内从事再担保、直接担保、融资租赁、小额贷款和典当等业务。

截至 2019 年末，江苏再担保经审计的合并口径资产总额为 172.17 亿元，所有者权益为 104.52 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 98.46 亿元）；当年实现营业收入 19.21 亿元，净利润 5.04 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 4.37 亿元）。2019 年末，母公司直保业务在保余额为 648.56 亿元，再担保业务在保余额为 581.87 亿元。

江苏再担保是江苏省政府为有效缓解省内中小企业融资难问题，推动金融机构增加对中小企业的信贷投放，更好地为经济发展服务而批准设立的政策性专业信用再担保机构，可在业务开展、风险化解和资本补充等方面获得江苏省各级政府的有力支持。江苏再担保具有较强的经营能力，业务增长较快，货币资金存量充裕，偿债能力能够得到保障。作为政策性和非营利性的再担保机构，江苏再担保的再担保业务收费偏低，资金运

<sup>4</sup>2013 年 8 月，江苏雨润食品产业集团有限公司向东台市人民政府出让全部股份。

用、融资租赁、小额贷款、典当等市场化业务经营效益较好，但也对其风险管控能力提出更高要求。

整体来看，江苏再担保提供的担保进一步增强了 18 陶都债 01 的安全性。

## 跟踪评级结论

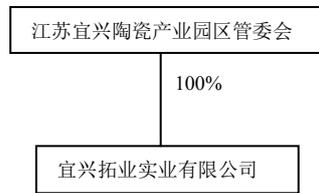
该公司是陶瓷园重要的建设主体，承担了园区内主要重大项目的建设，在园区及周边地区的建设开发领域一直处于绝对主导地位，具有区域垄断优势。

该公司主要负责陶瓷园的土地整理与工程施工任务，经营业务的成本补偿机制较明确，近年来营业收入整体实现增长。未来随着陶瓷园开发建设的深入，公司对项目投资资金的需求将持续增加，融资压力加大。

随着陶瓷园区建设的深入，该公司对资金的需求加大，已累积较大的刚性债务规模，偿债压力较大。公司未来仍存在较大的融资需求，而资产变现能力较弱，流动性风险日益积聚。公司营业收入主要来自土地整理和工程施工业务，主业盈利能力一般，政府补助对公司盈利提供一定程度的补充。

附录一：

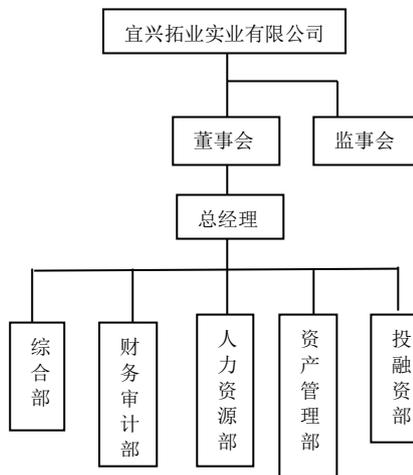
公司股权结构图



注：根据宜兴拓业提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据宜兴拓业提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	161.48	173.95	164.90
货币资金 [亿元]	25.15	22.80	13.83
刚性债务[亿元]	80.77	87.62	75.45
所有者权益 [亿元]	70.64	72.28	74.66
营业收入[亿元]	13.87	15.84	17.46
净利润 [亿元]	1.83	1.74	2.37
EBITDA[亿元]	3.30	3.21	3.76
经营性现金净流入量[亿元]	-15.21	-5.43	11.33
投资性现金净流入量[亿元]	2.50	1.27	-0.35
资产负债率[%]	56.25	58.44	54.73
长短期债务比[%]	175.87	58.30	84.79
权益资本与刚性债务比率[%]	87.46	82.50	98.95
流动比率[%]	486.58	268.54	334.62
速动比率[%]	276.93	160.54	196.12
现金比率[%]	76.37	35.50	28.33
短期刚性债务现金覆盖率[%]	110.00	45.43	40.64
利息保障倍数[倍]	0.72	0.94	0.78
有形净值债务率[%]	128.59	140.64	120.88
担保比率[%]	6.75	10.21	6.77
毛利率[%]	17.22	16.17	16.55
营业利润率[%]	16.49	15.35	18.20
总资产报酬率[%]	2.06	1.91	2.22
净资产收益率[%]	2.70	2.44	3.23
净资产收益率*[%]	2.70	2.44	3.23
营业收入现金率[%]	100.00	104.35	98.44
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-45.63	-11.19	20.04
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-18.53	-6.45	13.90
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-38.14	-8.57	19.43
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-15.49	-4.94	13.47
EBITDA/利息支出[倍]	0.73	0.95	0.78
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.05

注：表中数据依据宜兴拓业经审计的 2017-2019 年度财务数据整理、计算。

## 附录四：

## 担保方主要财务数据及指标表

项目	2017年	2018年	2019年
实收资本（亿元）	57.34	63.08	75.13
股东权益（亿元）	71.73	75.27	104.52
总资产（亿元）	122.24	143.93	172.17
货币资金（亿元）	28.46	23.77	37.66
风险准备金（亿元）	14.75	17.10	21.31
营业收入（亿元）	10.34	12.02	13.92
担保业务收入（亿元）	5.52	12.15	10.25
营业利润（亿元）	4.29	4.93	6.42
净利润（亿元）	3.19	3.78	4.81
平均资本回报率（%）	2.77	2.96	5.35
风险准备金充足率（%）	2.36	3.59	3.21
直保放大倍数（倍）	6.30	8.17	-
担保发生额（亿元）	1,036.63	1,215.72	1,230.43
期末在保责任余额（亿元）	722.45	883.97	664.72
累计担保代偿率（%）	0.09	0.10	-
累计代偿回收率（%）	56.41	60.73	-

注 1：表中数据依据江苏再担保经审计的 2017-2019 年度财务数据整理、计算。

注 2：担保放大倍数=期末在保责任余额/期末股东权益。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]
平均资本回报率	净利润/[(上期末净资产+本期末净资产)/2]×100%
风险准备金充足率	担保风险准备余额/期末担保余额×100%
累计担保代偿率	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%

注1. 上述指标计算以公司/担保方合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。