

# 江苏天目湖（集团）有限公司

## 2016年公开发行公司债券、2018年公开发行公司债券

### 跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：徐璐 [lxu@ccxi.com.cn](mailto:lxu@ccxi.com.cn)

项目组成员：梁绍宁 [shnliang@ccxi.com.cn](mailto:shnliang@ccxi.com.cn)

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020年6月29日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。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。

■ 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。

■ 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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 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。

■ 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，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪2032号

## 江苏天目湖（集团）有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“16 天目湖”、“18 天目湖”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

二零二零年六月二十九日

**评级观点：**中诚信国际维持江苏天目湖（集团）有限公司（以下简称“天目湖集团”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“16 天目湖”和“18 天目湖”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了溧阳市经济保持发展态势、地方政府对公司支持力度较强等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司土地出让业务受地方规划影响较大，收入具有不确定性，基建项目资金支出压力较大和债务规模不断增大，EBITDA 对债务本息的保障能力下降等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

天目湖集团（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	111.14	115.86	168.39
所有者权益合计（亿元）	70.61	72.06	110.37
总负债（亿元）	40.53	43.80	58.01
总债务（亿元）	40.18	42.42	56.72
营业总收入（亿元）	11.08	10.34	9.43
经营性业务利润（亿元）	2.45	1.62	1.58
净利润（亿元）	2.12	1.46	1.33
EBITDA（亿元）	4.91	4.55	5.04
经营活动净现金流（亿元）	3.56	3.70	5.24
收现比(X)	1.02	0.98	0.85
营业毛利率(%)	38.94	39.49	37.57
应收类款项/总资产(%)	10.31	12.72	11.60
资产负债率(%)	36.47	37.80	34.45
总资本化比率(%)	36.26	37.05	33.94
总债务/EBITDA(X)	8.18	9.33	11.26
EBITDA 利息倍数(X)	2.63	2.15	1.83

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告财务报表整理。

### 正面

■ **持续增长的区域经济。**2019 年溧阳市实现地区生产总值 1,010.50 亿元，同比增长 7.8%。公司负责开发的天目湖旅游度假区系国家首批 5A 级景区及国家首批生态旅游示范区，旅游资源丰富。溧阳市持续增长的经济实力以及天目湖度假区的稳步发展均为公司提供了良好的外部环境。

■ **地方政府对公司支持力度较强。**公司是溧阳市重要的旅游资源开发和基础设施建设主体之一，2019 年，天目湖旅游度假区管理委员会向公司拨付 36.98 亿元用于补充资本公积；2020 年 6 月，公司股东由“江苏省溧阳市沙河水库管理处”变更为“溧

阳市国有资产管理中心”，股权层级上移，在国资体系中的地位更为明确。

### 关注

■ **公司债务规模增长较快，即期偿债压力上升。**截至 2019 年末，公司总债务为 56.72 亿元，同比增加 33.70%，其中短期债务 19.55 亿元，同比增加 85.01%；短期债务/总债务为 34.48%，较上年末提高 9.56 个百分点。公司新增债务以短期债务为主，即期偿债压力上升。

■ **土地出让业务受地方规划影响较大，收入具有不确定性。**受地方规划影响，公司调整在整理地块用途，跟踪期内无土地开发业务收入。公司的土地开发业务易受地方规划影响，收入具有不确定性，需关注该业务未来推进情况。

■ **基建项目资金支出压力较大。**随着公司在当地旅游开发及基础设施建设项目不断推进，对资金的需求量增大。截至 2019 年末，公司在建项目总投资 19.80 亿元，尚需 13.16 亿元的后期投入；拟建项目规划总投资 21.10 亿元，2020 年拟投资 5.40 亿元，需关注公司未来资本支出压力。

### 评级展望

中诚信国际认为，江苏天目湖（集团）有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**溧阳市经济实力显著增强；公司资本实力得到显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**地方经济环境严重恶化；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司财务指标出现明显恶化；再融资环境恶化导致流动性压力大幅上升等。

### 同行业比较

2019 年溧阳市基础设施投融资企业主要指标对比表（亿元、%）

公司名称	总资产	所有者权益	资产负债率	总债务	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
溧阳城建	423.49	169.32	60.02	122.79	13.42	1.41	-1.07
昆仑城建	142.51	72.80	48.91	26.51	17.51	1.77	6.01
天目湖集团	168.39	110.37	34.45	56.72	9.43	1.33	5.24
江苏中关村	417.84	194.28	53.50	185.41	40.48	1.96	4.85
溧阳交建	160.32	66.50	58.52	23.30	7.31	1.10	-3.49

注：“溧阳城建”为“溧阳市城市建设发展集团有限公司”简称；“昆仑城建”为“溧阳昆仑城建集团有限公司”简称；“江苏中关村”为“江苏中关村科技产业园控股集团有限公司”简称；“溧阳交建”为“溧阳市交通建设发展有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
16 天目湖	AA	AA	10.00	6.29	2016/10/21~2021/10/24(3+2)
18 天目湖	AA	AA	10.00	10.00	2018/09/26~2023/09/27(2+2+1)

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“16 天目湖”于 2016 年 10 月 24 日起息，2021 年 10 月 24 日到期，发行金额为 10 亿元，扣除发行费用后，80,400.00 万元用于偿还银行贷款，16,738.79 万元用于支付工程款，其余 1,626.21 万元用于偿还银行贷款利息，与募集资金法定用途一致；“18 天目湖”于 2018 年 9 月 27 日起息，2023 年 9 月 27 日到期，发行金额为 10 亿元，扣除发行费用后，34,000.00 万元用于偿还银行贷款，剩余资金用于补充公司运营资金，与募集资金法定用途一致。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致 2020 年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进

展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性

动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

**中诚信国际认为**，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

### 溧阳市经济财政实力稳步增长，受刚性支出增加影响，财政平衡率有所下滑

溧阳隶属于江苏省常州市，地处苏浙皖交界，交通便利。2019 年溧阳市经济不断发展，综合实力持续提升。2019 年，溧阳市全年实现地区生产总值 (GDP) 为 1,010.54 亿元，按可比价计算比上年增长 7.8%，人均 GDP 达到 13.23 万元（按常住人口）。从三次产业完成情况看，第一产业增加值 52.14 亿元，同比持平；第二产业增加值 513.96 亿元，增长 12.9%；第三产业增加值 444.44 亿元，增长 2.8%，三次产业增加值比例为 5.2:50.8:44。

财政实力方面，2019 年，溧阳市一般公共预算收入完成 70.30 亿元，较上年增长 6.0%，其中税收收入 60.35 亿元，同比增长 4.1%。2019 年，溧阳市一般公共预算支出为 101.91 亿元，主要系民生、教育、科技及资源勘探等方面的支出增加较多。2019 年受财政支出增加影响，财政平衡率有所下滑。

2019 年，溧阳市政府性基金收入为 237.68 亿元，仍受益于国有土地出让收入的增加。

**表 1：2017~2019 年溧阳市主要财政指标（亿元）**

	2017	2018	2019
一般公共预算收入	61.38	66.29	70.27
其中：税收收入	50.19	57.99	60.35
一般公共预算支出	81.63	87.17	101.91
政府性基金收入	138.90	222.99	237.68
政府性基金支出	161.14	249.88	258.10
财政平衡率	75.19%	76.05%	68.96%

注：财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出

资料来源：溧阳市财政局，中诚信国际整理

地方政府债务方面，截至 2019 年末，溧阳市地方政府债务余额 178.23 亿元，其中一般债务 60.42 亿元，专项债务 117.81 亿元。

天目湖旅游度假区被誉为“江南明珠”，1992 年被评为国家 AAAAA 级景区，系国家首批 5A 级景区，2014 年获批为国家首批生态旅游示范区，2015 年 10 月成功入选国家旅游局评定的首批 17 个国家级旅游度假区之一，同时，2015 年 1 月天目湖森林公园被评为国家级森林公园。丰富的旅游资源为当地旅游业的产品开发和产业扩张奠定了坚实的基础。随着天目湖旅游度假区开发建设的稳步推进，近年来溧阳市旅游行业不断发展，2019 年接待游客突破 2 千万人次，实现旅游总收入 252 亿元。旅游业以及相关的旅游景区开发产业已经成为了溧阳市国民经济体系中的战略性支柱产业。

总体来看，溧阳市区位优势良好，经济实力及财政实力较强，对公司业务发展提供了良好的外部条件。

### 2020 年以来伴随溧阳市国企改革，公司股权上移，职能定位更加明确，业务架构基本保持

2020 年 6 月 4 日，公司发布公告称，根据溧阳市国有资产管理中心出具的《关于加强市属国有企业股权管理的通知》，为规范市属国有企业股权管理，强化企业领导，经溧阳市政府批准，将江苏省溧阳市沙河水库管理处持有的公司 100% 股权无偿划转至溧阳市国有资产管理中心名下，公司控股股东由“江苏省溧阳市沙河水库管理处”变更为“溧

阳市国有资产管理中心”，公司实际控制人保持不变，仍为溧阳市人民政府。

作为市属 7 大国有企业之一，公司定位清晰，仍作为天目湖旅游度假区的投资开发及基础设施建设主体，负责区域内的整体开发建设和资产运营。

### 公司土地储备较为丰富，但当地规划影响，跟踪期内公司无完工地块出让，业务受土地政策及当地规划影响较大

公司承担区域内土地资源的开发职能，并享有土地出让分成。从实际出让情况来看，受土地开发进度及当地政府规划影响，2018 年以来，公司无已完工地块，亦无相应土地开发收入。2019 年，受地方政府调整土地规划用途影响，公司相应调整原在整理涵田周边地块、中德产业园地块和健诊数据产业园地块性质，暂不作为出让用途。

跟踪期内，公司无新增在开发土地。截至 2020 年 3 月末，公司共有土地储备面积合计 168.12 万平方米，已全部办理土地权证，主要规划用途为商业和住宅用地，主要位于天目湖镇。上述土地账面价值（取得价格）约 36.58 亿元，成本相对较低，当前溧阳市商住土地出让均价已达到 500 万元/亩，溢价空间较大。

总体来看，公司土地储备较为丰富，但土地整理业务受土地政策及当地政府规划影响较大，业务收入的稳定性偏弱。中诚信国际将对公司土地整理业务未来推进情况保持关注。

### 跟踪期内，公司基础设施及安置房代建业务经营状况稳定，在手项目充足，项目完工及政府回购进度较为正常，但在手项目仍需较大规模的资金投入，未来面临一定的资金压力

公司承担了天目湖景区多个重点项目及度假区内的拆迁安置和各项基础设施配套建设的职能，包括基础设施和安置房建设。业务模式为政府按成本加成 5~10% 回购，并根据建设进度和验收情况分期支付。

截至 2019 年末，公司完成并结转代建项目总投资 20.85 亿元，结算金额 22.82 亿元。2019 年以来，政府回购了茶亭花园项目、污水处理工程项目及生态建设、废弃矿山覆绿工程、道路改造等相关项目及江苏软件园天目云谷一期工程项目，当期回款 6.71 亿元。截至 2019 年末，公司已完工尚待结转项目共 5 个，总投资 9.97 亿元，预计结算金额 11.85 亿元。

表 2：截至 2019 年末公司已完工代建项目结转进度（万元）

项目名称	总投资	已结算金额	建设期
<b>已结算：</b>			
迎宾大道、明珠大道工程	3,923.95	4,316.35	2014
天目湖游客集散中心、百花广场、百花广场绿地	12,024.41	13,106.61	2010-2014
污水管网城区代建工程	8,053.00	8,858.30	2011-2012
天目湖旅游度假区市政基础设施 2014 年 BT 工程	5,566.46	6,067.44	2014
S241 省道节点绿化工程	2,118.50	2,309.17	2012-2013
天目湖镇政府服务中心装修工程	2,705.21	2,975.73	2012-2013
天目湖大坝工程	2,549.20	2,804.12	2012-2013
东麻路两侧绿化工程	1,840.00	2,018.48	2011-2013
杨村至黄岗岭三级公路新建工程	11,292.47	12,521.74	2012-2013
湿地公园建设工程 1 标段	13,145.05	14,459.56	2012-2013
天目湖新村二期	6,818.18	7,500.00	2015-2016
溧阳市天目湖镇农村公路升级工程 2 标	20,234.40	22,257.83	2015-2017
天目湖上游湿地保护与恢复一期工程	15,786.82	17,365.51	2015-2017
外国语学校工程	11,525.42	11,932.33	2015-2017

天目湖上游湿地保护与恢复二期工程	16,878.10	18,476.27	2015
茶亭花园	22,531.74	24,596.56	2013-2019
天目湖上游湿地保护与恢复三期工程	5,054.00	5,532.55	2015-2016
污水处理工程	8,105.46	8,916.01	2017
天目湖上游平桥石坝生态带建设工程	7,102.48	7,812.73	2017
平桥、梅岭废弃矿山覆绿工程	5,089.65	5,598.62	2018
天目湖集镇区雨、污水分流工程及道路改造工程	1,700.15	1,870.17	2018
天目湖国家湿地公园湿地科普馆深化设计、装修、布展施工工程	912.19	1,003.41	2018
天目湖镇杨村河、杨庄河人工湿地生态治理工程	767.89	844.68	2018
江苏软件园天目云谷一期工程	22,789.00	25,067.90	2018
<b>已结转项目小计</b>	<b>208,513.73</b>	<b>228,212.07</b>	-
<b>项目名称</b>	<b>总投资</b>	<b>拟结算金额</b>	<b>建设期</b>
<b>完工未结转:</b>			
天目湖乡村俱乐部还湖造林覆绿工程	30,027.85	42,009.34	2016-2018
天目湖工业园区美林路道路建设工程	2,192.93	2,201.04	2017-2019
滨湖农民新村	30,406.56	33,447.22	2013-2017
滨湖农民新村二期工程	11,600.00	12,760.00	2017
小学东安置房	25,498.14	28,047.95	2017-2018
<b>未结转项目小计</b>	<b>99,725.48</b>	<b>118,465.55</b>	-
<b>总计</b>	<b>308,239.21</b>	<b>346,677.62</b>	-

资料来源：公司提供

在建项目方面，公司主要在建项目预计总投资额为 19.80 亿元，拟回够金额 21.68 亿元。截至 2019 年末已完成投资 6.64 亿元，尚需 13.16 亿元的后投入。

**表 3：截至 2019 年末公司未完工代建项目情况（万元）**

项目名称	预计投资总额	已投资	预计回收金额	建设期
江苏软件园天目云谷二期、三期工程	90,000.00	10,183.62	99,000.00	2018-2021
茶亭花园二期三期	99,398.26	49,722.50	108,344.10	2018-2025
天目湖国家湿地公园建设工程 1 标段	2,555.10	1,916.33	2,810.61	2016-2020
天目湖国家湿地公园建设工程 2 标段	6,045.05	4,533.79	6,649.56	2016-2020
<b>总计</b>	<b>197,998.41</b>	<b>66,356.24</b>	<b>216,804.27</b>	--

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2019 年末，公司计划在 2020 年陆续开工建设的安置房项目、基础设施项目规划总投资 21.10 亿元，2020 年拟投资 5.40 亿元。

**表 4：截至 2019 年末公司拟建代建项目情况（万元）**

项目名称	规划总投资	建设期	预计回收金额	2020 年拟投资
天目家园安置房	34,800.00	2020-2023	38,280.00	12,000
古县村西侧安置房	153,300.00	2020-2024	168,630.00	35,000
城南新区幼儿园	4,100.00	2020-2023	4,510.00	1,000
天目湖集镇菜场	3,200.00	2020-2023	3,520.00	1,000
天目湖中心卫生院改造	1,000.00	2020-2021	1,100.00	500
天目湖水环境综合治理	14,572.00	2020-2022	16,029.2	4,500
<b>合计</b>	<b>210,972.00</b>	--	<b>232,069.20</b>	<b>54,000.00</b>

资料来源：公司提供



总体来看，公司基础设施及安置房代建业务经营状况稳定，在手项目充足，跟踪期内项目完工及政府回购进度较为顺利。但公司在手项目仍需较大规模的资金投入，未来将面临一定的资金压力。

### 苗木及水产销售是公司重要的盈利补充。跟踪期内，受市场需求及价格因素影响，公司苗木和水产销售收入同比有所下滑

依靠天目湖当地优越的自然环境及丰富的资源优势，公司从事苗木销售和水产销售等业务，经营模式稳定。

公司苗木销售主要供应当地道路和城市景观绿化等，受地方建设进度对苗木需求下降等因素影响，2019年公司苗木销售量为63.71万株，销售收入为2.47亿元，同比减少17.17%。同期，公司苗木销售业务毛利率为28.56%，较上年提高1.13个百分点，得益于公司在当地购销渠道的垄断地位，板块毛利率水平稳中有升。

表 5：2019 年公司苗木销售情况（元/株、株、万元）

品种	采购单价	销售单价	购销量	销售金额
广玉兰	86~1,080	120~1,680	83,110	4,961.90
香樟	7~1,021	10~1,823	86,595	1,189.22
山玉兰苗木	1.6~380	1~558	73,101	975.57
桂花	670	919~928	14,961	1,386.42
板栗树	68~663	103~1,060	48,836	2,187.52
地柏	0.7~3.5	1~7	56,039	18.49
高杆女贞	5~1,532	8~2,468	133,817	4,259.39
银杏	10.8~330	14~460	56,563	1,253.30
木槿	82~170	110~241	30,121	503.39
朴树	163~1,872	206~2,680	54,002	7,978.12
合计	--	--	637,145	24,713.32

资料来源：公司提供

水产销售方面，公司通过采购鱼苗投入天目湖自然生长，并雇佣人员进行捕捞，业务成本较低。公司水产主要品种包括鲢鱼、草鱼、鲫鱼和青鱼等，2019年销量为2.04万吨，销售收入为2.50亿元。受市场需求下滑影响，跟踪期内，公司水产销售收入同比下滑18.65%。毛利率方面，2019年公司水产销售业务毛利率为91.50%，较上年提高1.28个

百分点，得益于天目湖景区优厚的自然资源优势，公司水产销售业务利润较高，对净利润的贡献较大。

表 6：2019 年公司水产销售情况（元/斤、斤、万元）

品种	销售均价	销量	销售金额
白鲢鱼	21,800	4,640	10,135.72
花鲢鱼	10,000	3,970	3,986.18
草鱼	6,379	4,081	2,613.07
鲫鱼	14,300	3,720	5,325.00
青鱼	7,400	4,010	2,967.40
合计	--	20,421	25,027.37

资料来源：公司提供

### 公司商业地产开发业务项目周期较长，板块未来收入具有不确定性

公司于2018年新增商业地产开发业务，运营主体为二级子公司江苏软件园天目湖开发有限公司。2018年公司商业地产板块实现销售收入0.80亿元。跟踪期内，公司商业地产板块暂无新增收入。截至2019年末，公司江苏软件园天目云谷二期、三期项目仍处于在建阶段，预计总投资9亿元，截至2019年末已完成投资1.02亿元，规划建设为人才公寓和写字楼，预计2021年完成建设。此外公司另有天目湖国际茶文化城项目，目前该项目处于在建阶段，规划总投资5.1亿元，已完成投资3.17亿元，项目完工后，可用于自营或进行整体转让。

整体来看，公司基础设施和安置房代建项目经营较为稳定，但仍需关注未来资金压力；得益于天目湖丰富的自然资源和水产资源及公司在当地购销渠道的垄断地位，公司苗木及水产销售对主营业务收入及利润的贡献较高；公司土地开发业务受地方规划影响较大，商业地产开发业务项目周期较长，板块未来收入具有不确定性。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的2017~2019年度审计报告，各期财务报表均按照新会计准则编制，均为当期财务报表期末数且均为

合并口径。

**跟踪期内，公司代建业务经营表现向好，但受毛利率较高的苗木及水产销售业务收入下滑影响，公司营业收入下降，综合毛利率有所下行，期间费用收入占比上升较快**

2019 年公司实现营业总收入 9.34 亿元，同比减少 8.80%，收入来源主要包括旅游景区开发与管理业务、水产销售和苗木销售，其中旅游景区开发与管理业务是公司主要收入来源，得益于项目进度

较为顺利，2019 年实现收入 4.20 亿元，同比增长 28.70%；受市场需求下滑影响，公司苗木销售及水产销售分别为 2.47 亿元和 2.50 亿元，同比分别下滑 17.16%和 18.65%；此外，公司 2019 年度未形成商业地产收入。综合上述因素，公司 2019 年收入进一步下滑。毛利率方面，公司各板块毛利率较为稳定，其中，水产销售成本仅包括鱼苗采购及捕捞费用，毛利率维持在较高水平。受毛利率较高的苗木及水产销售板块收入下滑影响，2019 年公司综合毛利率为 36.67%，同比下降 2.05 个百分点。

**表 7：近年来公司收入及毛利率情况（亿元、%）**

业务名称	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
旅游景区开发与管理	58,093.97	19.11	32,641.65	8.65	42,009.34	8.77
水产销售	25,472.50	91.48	30,766.75	90.21	25,027.37	91.50
苗木销售	25,204.81	28.56	29,834.29	27.44	24,713.32	28.56
商业地产	--	--	8,022.70	5.54	--	--
<b>合计</b>	<b>108,771.28</b>	<b>38.94</b>	<b>101,265.38</b>	<b>39.49</b>	<b>91,750.02</b>	<b>36.67</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用和财务费用组成。2019 年公司债务规模有所增加，使得财务费用同比增长 27.76%至 2.68 亿元，受此影响，公司期间费用率同比增加 10.34 个百分点至 38.35%，对公司利润侵蚀程度较高。

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润组成。2019 年，受收入规模下滑影响，公司经营业务利润同比下降；同期，公司计入经营业务利润的政府补贴（其他收益）为 1.80 亿元，持续的政府补助对经营业务利润形成了有效补充。

**表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2017	2018	2019
期间费用合计	2.42	2.90	3.62
期间费用率(%)	21.88	28.01	38.35
经营性业务利润	2.45	1.62	1.58
其中：其他收益	0.60	0.60	1.80
投资收益	-0.04	0.22	-0.01
利润总额	2.41	1.81	1.57

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际认为，跟踪期内，公司代建业务经

营表现向好，但受到毛利率较高的苗木及水产销售业务收入下滑影响，公司营业收入下降，综合毛利率有所下行，期间费用收入占比上升较快，在财政补助力度加大情况下，盈利规模仍有小幅下滑。

**2019 年政府现金注资大幅提升了公司自有资本实力，但债务规模增加较快，同时短期债务占比上升**

跟踪期内，天目湖旅游度假区管理委员会向公司拨付 36.98 亿元现金用于补充资本公积。得益于此，加之留存收益的不断积累，2019 年公司所有者权益继续增长，资产负债率较上年降低 3.35 个百分点至 34.45%，总资本化比率较上年降低 3.11 个百分点至 33.94%。

**表 9：近年来公司所有者权益主要构成情况（亿元）**

	2017	2018	2019
实收资本	4.01	4.01	4.01
资本公积	60.59	60.59	97.57
未分配利润	6.01	7.46	8.79
<b>所有者权益合计</b>	<b>70.61</b>	<b>72.06</b>	<b>110.37</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产结构方面，公司资产一直系以非流动资产

为主，截至 2019 年末，公司非流动资产占总资产比重为 71.18%。其中无形资产 118.14 亿元，占非流动资产的 98.56%，主要系土地使用权。2019 年末公司无形资产同比增长 66.06%至 118.14 亿元，主要系当期公司通过拍地取得茶亭路与茶山路周边 6 处地块及创新路东侧与石狮庙路周边 2 处地块合计账面价值 47.49 亿元土地使用权。未来，上述 8 处地块将主要用于住宅和商服用途。

**表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2017	2018	2019
货币资金	11.66	6.80	9.01
其他应收款	10.47	13.55	16.92
存货	13.64	20.26	18.85
<b>流动资产</b>	<b>38.02</b>	<b>43.17</b>	<b>48.53</b>
无形资产	71.70	71.14	118.14
<b>非流动资产</b>	<b>73.12</b>	<b>72.69</b>	<b>119.86</b>
<b>资产总计</b>	<b>111.14</b>	<b>115.86</b>	<b>168.39</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司流动资产占总资产比重为 28.82%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成，上述三项占流动资产的比重分别为 18.56%、34.86%和 38.84%。其中货币资金 9.01 亿元，同比增长 32.46%，其中 7.90 亿元的其他货币资金因用于质押，使用权受限；其他应收款 16.92 亿元，同比增长 24.90%，主要为公司对政府单位及地方国有企业的代垫款；存货 18.85 亿元，同比减少 6.95%，系部分代建工程项目结转收入所致，公司存货中主要包括未完工项目 6.64 亿元、已完工待结转项目 12.14 亿元及消耗性生物资产（水产品）726.32 万元。

**表 11：截至 2019 年末公司其他应收款前五名单位（亿元）**

单位名称	款项性质	期末余额	账龄
溧阳市天目湖旅游度假区管理委员会	代垫款	13.70	1 年以内
溧阳市天目湖旅游管理有限公司	借款	2.97	1~2 年
溧阳市天目湖市政园林有限公司	股权转让款	0.21	1 年以内
溧阳市国土管理局	保证金	0.04	5 年以上
溧阳市物业管理处	代垫物业维修费	0.007	1 年以内
<b>合计</b>		<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债结构方面，截至 2019 年末，公司负债总额为 58.01 亿元，同比增长 32.45%；同期末，公司非流动负债为 37.35 亿元，占总负债比重为 64.37%，且主要由长期借款和应付债券组成。截至 2019 年末，公司长期借款为 5.10 亿元，同比增长 145.19%，系公司抵押借款增加所致；应付债券为 32.06 亿元，同比增长 7.70%，主要为公司历年发行公司债券及通过银行理财直融和债权融资形成的部分。截至 2019 年末，公司流动负债为 20.67 亿元，占总负债比重为 35.63%，且主要由短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成。截至 2019 年末，公司短期借款为 13.37 亿元，同比增长 91.84%，系公司当期投资支出增加，通过外部融资补充流动资金所致；应付票据为 4.10 亿元，系当期新增银行承兑汇票；一年内到期的非流动负债为 2.08 亿元，同比减少 42.15%。

**表 12：近年来公司主要负债情况（亿元）**

	2017	2018	2019
短期借款	10.12	6.97	13.37
应付票据	--	--	4.10
一年内到期的非流动负债	7.08	3.60	2.08
<b>流动负债</b>	<b>17.55</b>	<b>11.69</b>	<b>20.67</b>
长期借款	8.12	2.08	5.10
应付债券	14.86	29.77	32.06
<b>非流动负债</b>	<b>22.98</b>	<b>32.11</b>	<b>37.35</b>
<b>负债合计</b>	<b>40.53</b>	<b>43.80</b>	<b>58.01</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务方面，公司总债务近年呈逐年增加趋势，2019 年末公司总债务为 56.72 亿元，同比增长 33.70%；短期债务/总债务为 34.48%，较上年末提高 9.56 个百分点，公司债务期限结构以长期债务为主，与其业务性质较为匹配，但仍需关注短期债务规模增长对公司短期偿债能力的影响。

债务到期分布方面，2020~2022 年，公司到期有息债务分别为 13.37 亿元、13.22 亿元和 12.63 亿元。

**表 13：截至 2019 年末公司有息债务到期分布（亿元）**

2020	2021	2022	2023	2024 年及以后
13.37	13.22	12.63	9.92	1.40

资料来源：公司提供

### 跟踪期内，公司代建业务政府回购进度较为顺利，经营活动净现金流同比增加；但债务规模增长导致当期利息支出增加，偿债指标有所下降

现金流方面，2019年随着项目竣工结算，公司经营活动净现金流同比增长41.59%至5.24亿元；同期，受购买土地使用权规模较大等因素影响，公司投资活动净现金流呈大幅净流出态势，当期净流出55.18亿元；受政府拨付36.98亿元补充资本公积及公司扩大外部融资等因素影响，公司筹资活动现金净流入46.94亿元。

偿债能力方面，公司EBITDA主要由利润总额和利息支出构成，受当期债务规模增长导致公司利息支出同比增长27.76%至2.68亿元影响，2019年公司EBITDA同比小幅增加，但对公司债务本息的保障程度降低。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	3.56	3.70	5.24
投资活动净现金流	-0.10	-5.32	-55.18
筹资活动净现金流	2.62	-4.47	46.94
EBITDA	4.91	4.55	5.04
货币资金/短期债务	0.68	0.64	0.46
经营活动净现金流/利息支出	1.91	1.75	1.90
总债务/EBITDA	8.18	9.33	11.26
EBITDA 利息倍数	2.63	2.15	1.83

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司备用流动性一般，无对外担保，但资产受限规模较大，流动性受限

银行授信方面，截至2019年末，公司共获得银行授信49.71亿元，其中已使用授信32.31亿元，未使用授信为17.40亿元，备用流动性一般。

或有事项方面，截至2019年末，公司不存在对外担保，亦不存在重大未决诉讼。

受限资产方面，截至2019年末，公司受限资产合计25.07亿元，占公司净资产比重为22.71%，包括公司在银行办理票据贴现产生的结构性存款质押7.90亿元，以及为银行贷款进行抵质押形成的受限固定资产0.42亿元、受限无形资产16.75亿元。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的企业信用报告，截至2020年6月23日，公司近三年未发生债务违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的债务违约事件。

## 外部支持

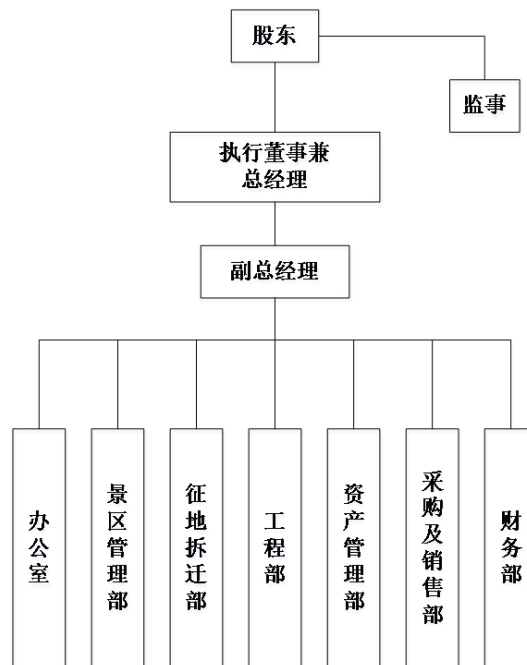
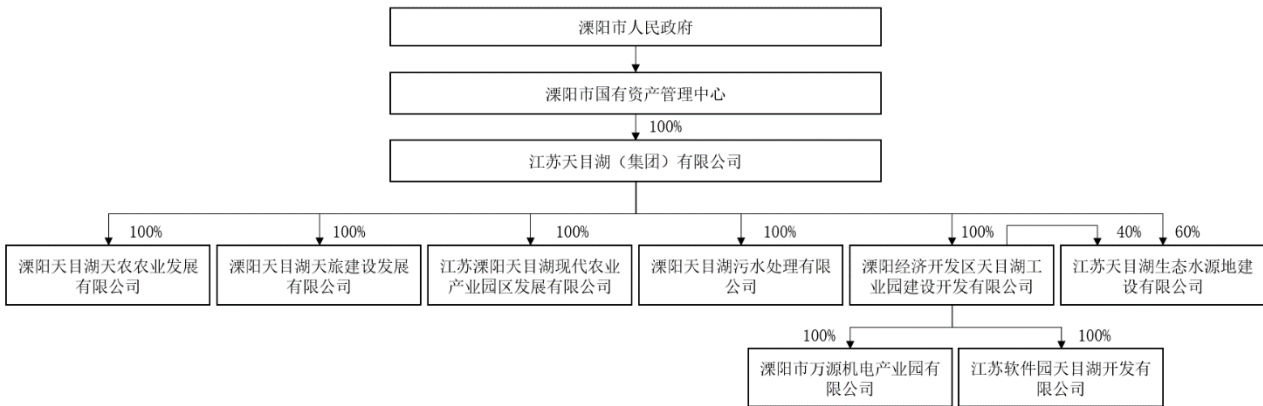
### 跟踪期内，公司股权层级上移，且获得政府补助及资本公积注入规模较大，地方政府对公司的支持力度较强

2020年6月，公司股权层级上移，控股股东由“江苏省溧阳市沙河水库管理处”变更为“溧阳市国有资产管理中心”。2019年，天目湖旅游度假区管理委员会向公司拨付36.98亿元现金，用于补充资本。此外，2019年，公司获得地方政府基础设施建设综合补贴1.80亿元。公司作为溧阳市重要的旅游资源开发和基础设施建设主体之一，能够在项目获取及财政补贴上得到地方政府的大力支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持江苏天目湖（集团）有限公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；维持“16天目湖”和“18天目湖”的债项信用等级为**AA**。

## 附一：江苏天目湖（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 6 月 5 日）



资料来源：公司提供

## 附二：江苏天目湖（集团）有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	116,560.30	68,001.40	90,072.85
应收账款	9,968.02	11,906.07	26,204.31
其他应收款	104,651.41	135,462.62	169,195.21
存货	136,403.18	202,569.13	188,486.95
长期投资	3,426.60	2,474.52	3,144.01
在建工程	--	--	--
无形资产	716,969.52	711,399.07	1,181,354.60
总资产	1,111,395.73	1,158,645.00	1,683,884.69
其他应付款	--	5,285.63	5,088.25
短期债务	171,950.00	105,690.00	195,534.35
长期债务	229,809.91	318,506.10	371,629.79
总债务	401,759.91	424,196.10	567,164.15
总负债	405,297.58	438,025.02	580,144.11
费用化利息支出	18,667.64	21,179.31	27,537.65
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
实收资本	40,100.00	40,100.00	40,100.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	706,098.15	720,619.99	1,103,740.59
营业总收入	110,788.65	103,445.97	94,341.10
经营性业务利润	24,461.81	16,234.72	15,796.33
投资收益	-393.68	2,193.80	-50.51
净利润	21,230.83	14,621.84	13,320.60
EBIT	42,735.76	39,314.00	43,254.90
EBITDA	49,085.84	45,466.00	50,366.22
销售商品、提供劳务收到的现金	113,503.81	101,149.03	80,152.17
收到其他与经营活动有关的现金	8,718.77	7,231.54	20,562.69
购买商品、接受劳务支付的现金	80,559.01	62,366.44	41,148.72
支付其他与经营活动有关的现金	834.88	2,434.78	2,615.83
吸收投资收到的现金	--	--	369,800.00
资本支出	3,291.16	430.88	478,919.27
经营活动产生现金净流量	35,581.52	36,998.96	52,386.59
投资活动产生现金净流量	-973.50	-53,244.47	-551,777.18
筹资活动产生现金净流量	26,197.36	-44,713.39	469,447.04

财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	38.94	39.49	37.57
期间费用率(%)	21.88	28.01	38.35
应收类款项/总资产(%)	10.31	12.72	11.60
收现比(X)	1.02	0.98	0.85
总资产收益率(%)	3.84	3.46	3.04
资产负债率(%)	36.47	37.80	34.45
总资本化比率(%)	36.26	37.05	33.94
短期债务/总债务(%)	42.80	24.92	34.48
FFO/总债务(X)	0.12	0.09	0.09
FFO 利息倍数(X)	2.50	1.88	1.81
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.91	1.75	1.90
总债务/EBITDA(X)	8.18	9.33	11.26
EBITDA/短期债务(X)	0.29	0.43	0.26
货币资金/短期债务(X)	0.68	0.64	0.46
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.63	2.15	1.83

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	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。

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

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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。