

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（2021）

项目负责人：徐璐 lxu@ccxi.com.cn

项目组成员：赵辰 chzhao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 6 月 28 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）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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1698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”和“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

二零二一年六月二十八日

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**。中诚信国际肯定了持续增长的区域经济、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收入受到区域规划影响，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）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	115.86	168.39	188.36
所有者权益合计（亿元）	72.06	110.37	111.73
总负债（亿元）	43.80	58.01	76.63
总债务（亿元）	42.42	56.72	75.18
营业总收入（亿元）	10.34	9.43	10.01
经营性业务利润（亿元）	1.62	1.58	1.57
净利润（亿元）	1.46	1.33	1.36
EBITDA（亿元）	4.55	5.04	5.82
经营活动净现金流（亿元）	3.70	5.24	9.65
收现比(X)	0.98	0.85	0.97
营业毛利率(%)	39.49	37.57	34.38
应收类款项/总资产(%)	12.72	11.60	11.58
资产负债率(%)	37.80	34.45	40.68
总资本化比率(%)	37.05	33.94	40.22
总债务/EBITDA(X)	9.33	11.26	12.91
EBITDA 利息倍数(X)	2.15	1.83	1.71

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告财务报表整理。

正面

- **持续增长的区域经济。**2020 年溧阳市实现地区生产总值 1,086.36 亿元，同比增长 4.6%。溧阳市持续增长的经济实力为公司发展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。2020 年，公司股东由“江苏

同行业比较

2020 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	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
溧阳城建	521.96	216.14	58.59	11.82	1.36	-25.03
天目湖集团	188.36	111.73	40.68	10.01	1.36	9.65

注：“溧阳城建”为“溧阳市城市建设发展集团有限公司”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	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
16 天目湖	AA	AA	2020/6/29	10	6.29	2016.10.25~2021.10.24	回售条款、票面利率选择权
18 天目湖	AA	AA	2020/6/29	10	6.90	2018.9.28~2023.9.27	回售条款、票面利率选择权

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，该年度，公司收到政府补贴 2.8 亿元。

关注

- **公司债务规模增长较快，即期偿债压力上升。**截至 2020 年末，公司总债务为 75.18 亿元，同比增长 32.56%；短期债务/总债务为 52.03%，较上年末提高 17.56 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。
- **土地出让收入受区域规划影响，可持续性值得关注。**受地方规划影响，公司调整在整理地块用途，2020 年无土地开发业务收入，公司土地开发业务可持续性值得关注。
- **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 2020 年末，公司在建项目尚需 6.95 亿元的后投入；拟建项目规划总投资 21.10 亿元，未来仍面临较大的资本支出压力。

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。

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

公司于 2016 年 10 月发行“16 天目湖”，募集资金 10 亿元，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金已使用完毕，符合募集说明书约定用途。根据公司 2019 年 9 月公司发布的《江苏天目湖（集团）有限公司 2016 年公开发行公司债券回售实施结果公告》，“16 天目湖”回售金额 3.71 亿元，已全部回售完毕，债余额 6.29 亿元。根据 2019 年 9 月公司发布的《江苏天目湖（集团）有限公司 2016 年公开发行公司债券票面利率调整公告》，“16 天目湖”票面利率由 3.23% 调整至 5.23%，于 2019 年 10 月 24 日起息。

公司于 2018 年 9 月发行“18 天目湖”，募集资金 10 亿元，附第 2 年末和第 4 年末的发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金已使用完毕，符合募集说明书约定用途。根据公司 2020 年 9 月发布的《江苏天目湖（集团）有限公司 2018 年公开发行公司债券回售实施结果公告》，“18 天目湖”回售金额 3.1 亿元，已全部回售完毕，债券余额 6.9 亿元。根据公司 2020 年 8 月发布的《江苏天目湖（集团）有限公司 2018 年公开发行公司债券 2020 年票面利率调整公告》，“18 天目湖”票面利率由 6.78% 调整至 5.30%，于 2020 年 9 月 27 日起息。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个

季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带

来的扰动。

宏观政策: 2021年政府工作报告再次强调,“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”,政策不会出现急转弯,但如我们之前所预期,随着经济修复,出于防风险的考虑,宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧,但积极力度仍超疫情前,减税降费支持微观主体,财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显;总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧,强调灵活精准、合理适度,在转弯中力求中性,继续强调服务实体经济。值得一提的是,3月15日召开的国务院常务会议明确提出,“要保持宏观杠杆率基本稳定,政府杠杆率要有所降低”,这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后,第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路,显示了中央对地方政府债务风险的高度重视,相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望: 即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下,但中国经济总体仍处在持续修复过程中,基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势,剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为,2021年中国经济仍将以修复为主线,宏观政策将兼顾风险防范与经济修复,注重对微观主体修复的呵护,并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看,中国市场潜力巨大,畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅,扩大内需的基础更加广泛,中国经济增长韧性持续存在。

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。2020年溧阳市经济不断发展,综合实力持续提升。2020年,溧阳市全年实现地区生产总值

(GDP)为1,086.36亿元,按可比价计算同比增长4.6%。从三次产业完成情况看,第一产业增加值54.44亿元,同比增长1.9%;第二产业增加值539.98亿元,同比增长4.6%;第三产业增加值491.94亿元,同比增长4.8%。三次产业增加值比例为5.0:49.7:45.3。其中,全市“四大经济”全产业累计完成增加值563.23亿元,同比增长9.0%

固定资产投资方面,2020年,全市固定资产投资增长5.1%。其中工业投资下降8.1%,服务业投资增长25.3%,高技术投资占比19.8%,较去年同期提升1.2个百分点,全年引进10亿元以上项目32个。2020年,全市工业总产值1,732.57亿元,同比增长8.8%,其中规模以上工业总产值1,578.98亿元,同比增长10.4%。

产业方面,溧阳市立足先进制造、高端休闲、现代健康和新型智慧“四大经济”,引进时代新能源锂离子电池长三角基地、上汽时代新能源动力电池生产基地、赛得利莱赛尔、德龙高端不锈钢、江苏时代动力及储能锂电池研发与生产等项目。2020年,动力电池、智能电网、农牧与饲料机械、汽车及零部件等四大重点产业产值占规上工业产值的比重达40%。现代服务业方面,溧阳市以“三山两湖一团城”为重点的全域旅游格局初步形成,创成“国家全域旅游示范区”。

财政实力方面,2020年,溧阳市一般公共预算收入完成73.80亿元,较上年增长5.02%,其中税收收入63.41亿元,同比增长5.07%。2020年,溧阳市一般公共预算支出为116.20亿元,财政平衡率为63.51%。2020年,溧阳市政府性基金收入为239.63亿元。

表 1: 2018-2020 年溧阳市主要财政指标 (亿元、%)

	2018	2019	2020
一般公共预算收入	66.29	70.27	73.80
其中: 税收收入	57.99	60.35	63.41
一般公共预算支出	87.17	101.91	116.20
政府性基金收入	222.99	237.68	239.63
政府性基金支出	249.88	258.10	290.33
财政平衡率	76.05%	68.96	63.51

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 2020 年末，溧阳市地方政府债务限额 230.90 亿元，地方政府债务余额 228.74 亿元，政府负债率 21.06%，政府债务率 58.72%。

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，公司股权层级上移，实际控制人变更为溧阳市政府，公司职能定位及业务模式未有调整，仍负责天目湖旅游度假区的土地整理以及基础设施建设工作，但未来区划调整或将对公司业务开展有

一定影响

2020 年，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，实际控制人变更为溧阳市人民政府。公司职能定位未有改变，仍负责天目湖旅游度假区的基础设施建设以及土地整理工作，同时经营水产以及苗木销售等业务。由于天目湖旅游度假区部分区域被划分至溧阳市生命康原片区规划范围内，公司的业务范围以及业务模式可能会所有调整，但截至 2021 年 6 月，暂未发生变化，中诚信国际将持续关注上述事项对公司业务开展的影响。

表 2：近年公司各业务板块收入情况（万元、%）

业务名称	2018 年			2019 年			2020		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅游景区开发与管理	32,641.65	32.23	8.65	42,009.34	45.79	8.77	53,354.49	54.49	9.09
水产销售	30,766.75	30.38	90.21	25,027.37	27.28	91.5	22,519.02	23.00	91.60
苗木销售	29,834.29	29.46	27.44	24,713.32	26.94	28.56	22,039.33	22.51	33.76
商业地产	8,022.70	7.92	5.54	--	--	--	--	--	--
合计	101,265.30	100	39.49	91,750.02	100	36.67	97,912.84	100.00	33.62

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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。跟踪期内，公司基础设施建设和安置房建设业务模式未发生变化。

截至 2020 年末，公司已完工并确认收入项目总投资 11.50 亿元，并确认收入 12.61 亿元，其中 2020 年确认收入 5.34 亿元，为滨湖农民新村以及小学东安置房项目部分确认收入。截至 2020 年末，公司已完工尚未确认收入项目 5 个，总投资 5.2 亿元。

表 3：2020 年末公司已完工代建项目结转进度（万元）

项目	投资额	确认收入	成本加成比例
已确认收入项目			
污水处理工程	8,105.46	8,916.01	10%
天目湖上游平桥石坝生态带建设工程	7,102.48	7,812.73	10%
平桥、梅岭废弃矿山覆绿工程	5,089.65	5,598.61	10%
天目湖镇集雨区、污水分流工程及道路改造工程	1,700.15	1,870.16	10%
天目湖上游湿地保护与恢复二期工程	16,878.12	18,476.27	9%
天目湖上游湿地保护与恢复三期工程	5,054.00	5,532.55	9%
茶亭花园一期	14,645.63	15,963.74	9%
茶亭花园	7,886.10	8,632.82	9%
滨湖农民新村	30,406.56	33,447.22	10%

小学东安置房 ¹	18,097.52	19,907.27	10%
小计	114,965.67	126,157.38	--
未确认收入项目			
滨湖农民新村二期	11,600.00	--	--
天目湖乡村俱乐部还湖造林覆绿工程	28,934.92	--	--
天目湖工业园区美林路道路建设工程	2,201.04	--	--
天目湖国家湿地公园建设工程 1 标段	2,733.55	--	--
天目湖国家湿地公园建设工程 2 标段	6,567.58	--	--
小计	52,037.09		
合计	167,002.76	126,157.38	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，公司主要在建项目预计总投资 20.52 亿元，已完成投资 13.57 亿元，尚需 6.95 亿元的后期投入。

表 4：截至 2020 年末公司未完工代建项目情况（万元、年）

项目	总投资	已投资	建设期
天目湖生态环境治理工程	50,000.00	38,128.53	2020-2021
茶亭花园二期三期	99,398.26	75,198.70	2018-2025
永安东苑建设项目工程	55,801.72	22,351.54	2020-2022
合计	205,199.98	135,678.77	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2020 年末，公司计划在 2021 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。

表 5：截至 2020 年末公司拟建代建项目情况（万元、年、平方米）

项目	预计总投资	建筑面积	建设期
天目家园安置房	34,800.00	99,500.00	2021-2023
古县村西侧安置房	153,300.00	438,000	2021-2024
天目湖集镇菜场	3,200.00	--	2021-2023
天目湖中心卫生院改造	1,000.00	--	2021-2021
天目湖水环境综合治理	14,572.00	--	2021-2022
城南新区幼儿园	4,100.00	--	2021-2023
合计	210,972.00	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。

公司土地储备较为丰富，但受区域规划影响，公司土地整理收入可持续性值得关注，生命康原片区的规划对公司土地整理业务推进的影响值得关注

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，2020 年公司无土地整理收入产生。2021 年 3 月，公司整理的“溧阳市天目湖东麻路南侧地块”拍出，该地块公司整理成本 1.4 亿元，公司预计回款 2 亿元。

跟踪期内，公司在整理土地为大溪地开发地块，项目总投资 2 亿元，已投资 1.6 亿元。截至 2020

¹ 小学东安置房项目尚存在 0.74 亿元未结算。

年末，公司共有土地储备面积合计 3,244.36 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 118.35 亿元，计入公司无形资产科目，成本相对较低。同时由于公司所负责的部分区域规划与溧阳市生命康原片区规划有所重叠，公司业务范围以及业务模式可能有所调整，截至 2021 年 6 月，暂未发生变化，中诚信国际将对上述事项对公司业务拓展的影响持续关注。

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，业务收入的可持续性值得关注。中诚信国际将对公司土地整理业务未来推进情况持续关注。

受疫情影响，2020 年公司苗木和水产销售收入同比有所下滑，商业地产板块开发周期长，受区域规划影响，存在一定不确定性

依托于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，2020 年公司苗木销售量为 54.68 万株，销售收入为 2.20 亿元，由于疫情影响，同比减少 10.93%。同期，公司苗木销售业务毛利率为 33.76%，因公司加强成本控制，较上年提高 5.2 个百分点。

表 6：2020 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	628.8	761.30	71,548	4,254.44
香樟樟树	1,411.5	1,723.00	4,204	747.19
香樟	31.22	36.90	69,142	225.78
山玉兰苗木	126.33	151.23	63,993	835.58
桂花	789	923.50	12,369	1,146.06
板栗树	385.88	470.25	41,315	1,861.28
地柏	2.91	3.73	47,622	15.78
高杆女贞苗木	27.01	32.94	81,418	266.19
高杆女	1,075.13	1,282.88	32,782	3,527.49

品种	采购单价	销售单价	购销量	销售金额
银杏	199.35	236.13	48,348	1,073.14
木槿	143.67	251.17	24,378	408.18
朴树	1,382.30	1,649.60	49,694	7,653.22
合计	--	--	546,813	22,039.33

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，2020 年销量为 18.37 万吨，销售收入为 2.25 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 10.02%。毛利率方面，2020 年公司水产销售业务毛利率为 91.60%，与上年基本持平，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 7：2020 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	4,210.00	9,177.80
花鲢鱼	10,000	3,540.00	3,540.00
草鱼	6,380	3,650.00	2,328.70
鲫鱼	14,300	3,330.00	4,761.90
青鱼	7,400	3,644.98	2,697.28
合计	--	18,374.98	22,505.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

同时，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，为天目云谷一期产生的销售收入，江苏软件园天目云谷一期已于 2016 年竣工，目前账面价值 2.28 亿元。截至 2020 年末，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 2020 年末已完成投资 3.53 亿元。由于区域规划原因，江苏软件园天目云谷二期、三期项目规划或将有所调整，项目处于搁置阶段，中诚信国际将对上述项目后续的规划以及开发进度持续关注。跟踪期内，公司商业地产板块暂无新增收入。

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2018~2020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，收入占比提高，综合毛利率有所下行，期间费用率上升较快，对公司利润形成较大侵蚀

2020年公司实现营业总收入9.79亿元，由于

表8：近年公司各业务板块收入以及毛利率情况（万元、%）

业务名称	2018年		2019年		2020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	32,641.65	8.65	42,009.34	8.77	53,354.49	9.09
水产销售	30,766.75	90.21	25,027.37	91.50	22,519.02	91.60
苗木销售	29,834.29	27.44	24,713.32	28.56	22,039.33	33.76
商业地产	8,022.70	5.54	--	--	--	--
合计	101,265.38	39.49	91,750.02	36.67	97,912.84	33.62

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。2020年，由于土地摊销的增加，管理费用同比增长71.16%至1.59亿元，公司期间费用率提升6.47个百分点至44.83%，期间费用对公司利润侵蚀程度较高。公司利润总额主要由经营性业务利润组成。2020年，由于政府补贴（其他收益）增至2.8亿元，且管理费用有所增长，公司经营性业务利润与上年基本持平；持续的政府补助对经营性业务利润形成了有效补充。

表9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020
期间费用合计	2.90	3.62	4.49
期间费用率(%)	28.01	38.35	44.82
经营性业务利润	1.62	1.58	1.57
其中：其他收益	0.60	1.80	2.80
投资收益	0.22	-0.01	0.01
利润总额	1.81	1.57	1.58

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年公司债务规模增长较快，财务杠杆比率上升，且短期债务占比提升，偿债压力上升

代建业务（旅游景区开发与管理）收入的增长，公司营业收入同比增加6.64%；受市场需求下滑影响，公司苗木销售及水产销售分别为2.50亿元和2.25亿元，收入均有小幅下降；此外，公司2020年未形成商业地产收入。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。受代建业务收入占比提高影响，2020年公司综合毛利率为33.62%，同比下降3.05个百分点。

2020年末，受益于利润留存的增加，公司所有者权益同比增长1.23%至111.73亿元。

表10：近年来公司所有者权益主要构成情况（亿元）

	2018	2019	2020
实收资本	4.01	4.01	4.01
资本公积	60.59	97.57	97.57
未分配利润	7.46	8.79	10.14
所有者权益合计	72.06	110.37	111.73

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产结构方面，公司资产以非流动资产为主，截至2020年末，公司非流动资产占总资产比重为63.56%。公司流动资产占主要由货币资金、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28.63%、26.45%和36.43%。其中货币资金19.94亿元，较上年大幅增长，其中其他货币资金17.13亿元因用于质押，使用权受限；其他应收款18.42亿元，同比增长8.87%，主要为公司对政府单位及地方国有企业的代垫款以及股权转让款等；存货25.37亿元，由于代建项目持续投入，同比增加34.59%，公司存货中主要包括开发成本17.10亿元、开发产品8.22亿元以及消耗性生物资产（水产品）550万

元。公司非流动资产主要系无形资产，2020年末，公司无形资产118.35亿元，主要为土地使用权，且大部分为商业以及住宅用地。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020
货币资金	6.80	9.01	19.94

表 12：截至 2020 年末公司其他应收款前五名单位（万元）

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额合计数的比例（%）
溧阳市天目湖旅游度假区管理委员会	代垫款	150,750.70	1 年以内	81.83
溧阳市天目湖旅游管理有限公司	借款	29,697.65	1-2 年	16.12
溧阳天目湖市政园林有限公司	股权转让款	2,102.44	1-2 年	1.14
黄志春	股权转让款	1,230.00	1 年以内	0.67
溧阳市国土管理局	保证金	367.52	5 年以上	0.20
合计		184,148.31		99.96

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 2020 年末，公司负债总额为 76.63 亿元，同比增长 32.10%；同期末，公司非流动负债为 40.38 亿元，占总负债比重为 52.69%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成。截至 2020 年末，公司短期借款为 10.61 亿元，其中抵押借款 9.56 亿元，保证借款 1.05 亿元；应付票据为 16.92 亿元，同比增长 312.68%，系公司以票据结算的工程款；一年内到期的非流动负债为 11.59 亿元，同比增加 457.21%，包括一年内到期的应付债券 11.26 亿元以及一年内到期的长期借款 0.33 亿元。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券组成。截至 2020 年末，公司长期借款为 7.34 亿元，包括抵押借款 4.91 亿元，信用借款 1.90 亿元，保证兼抵押借款 0.86 亿元；应付债券为 28.72 亿元，由于 11.26 亿元于一年内到期转入一年内到期非流动负债科目，以及部分债券于当期偿还，同时当期新发行“20 天目 01”等私募债，同比下降 10.42%。

表 13：近年来公司主要负债情况（亿元）

	2018	2019	2020
短期借款	6.97	13.37	10.61
应付票据	--	4.10	16.92
一年内到期的非流动负债	3.60	2.08	11.59
流动负债	11.69	20.67	40.38
长期借款	2.08	5.10	7.34
应付债券	29.77	32.06	28.72

其他应收款	13.55	16.92	18.42
存货	20.26	18.85	25.37
流动资产	43.17	48.53	69.64
无形资产	71.14	118.14	118.35
非流动资产	72.69	119.86	119.72
资产总计	115.86	168.39	188.36

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

非流动负债	32.11	37.35	36.25
负债合计	43.80	58.01	76.63

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，2020 年末公司总债务为 75.18 亿元，同比增长 32.56%；短期债务/总债务为 52.03%，较上年末提高 17.56 个百分点，短期债务占比有所提升，公司面临一定短期偿债压力。

债务到期分布方面，2021~2023 年，公司到期有息债务分别为 21.02 亿元、11.69 亿元和 21.99 亿元。

表 14：截至 2020 年末公司有息债务到期分布（亿元）

	2021	2022	2023	2024 年及以后
到期债务分布	21.02	11.69	21.99	3.57

注：该债务口径不包含应付票据

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所下降

现金流方面，受益于完工项目的现金回流，2020 年公司经营活动净现金流同比增长 84.16%至 9.65 亿元；同期，公司投资活动净现金净流出 1.27 亿元；由于当期偿还债务规模较大，公司筹资活动现金净流出 6.67 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，2020 年公司 EBITDA 同比小幅增加，但受债务规模增长较快的影响，EBITDA 对公司债务本息的保障能力有所下降。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	3.70	5.24	9.65
投资活动净现金流	-5.32	-55.18	-1.27
筹资活动净现金流	-4.47	46.94	-6.67
EBITDA	4.55	5.04	5.82
货币资金/短期债务	0.64	0.46	0.51
经营活动净现金流/利息支出	1.75	1.90	2.83
总债务/EBITDA	9.33	11.26	12.91
EBITDA 利息倍数	2.15	1.83	1.71

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 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信 56.15 亿元，其中已使用授信 39.06 亿元，未使用授信为 17.09 亿元，备用流动性一般。

或有事项方面，截至 2021 年 3 月末，公司对外担保 2.68 亿元，担保对象均为溧阳市当地国有企业，对外担保风险基本可控。截至 2021 年 3 月末，公司不存在重大未决诉讼。

表 16：截至 2021 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

被担保方	担保金额
江苏长荡湖建设投资发展有限公司	0.50
溧阳市祺绚实业有限公司	1.20
溧阳天目湖市政园林有限公司	0.49
溧阳市天目湖汇业物资贸易有限公司	0.49
合计	2.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产合计 25.39 亿元，占公司净资产比重为 22.72%，包括公司在银行办理票据贴现产生的货币资金质押 17.13 亿元，以及为银行贷款进行抵质押形成的受限无形资产 8.26 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 2021 年 6 月 2 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

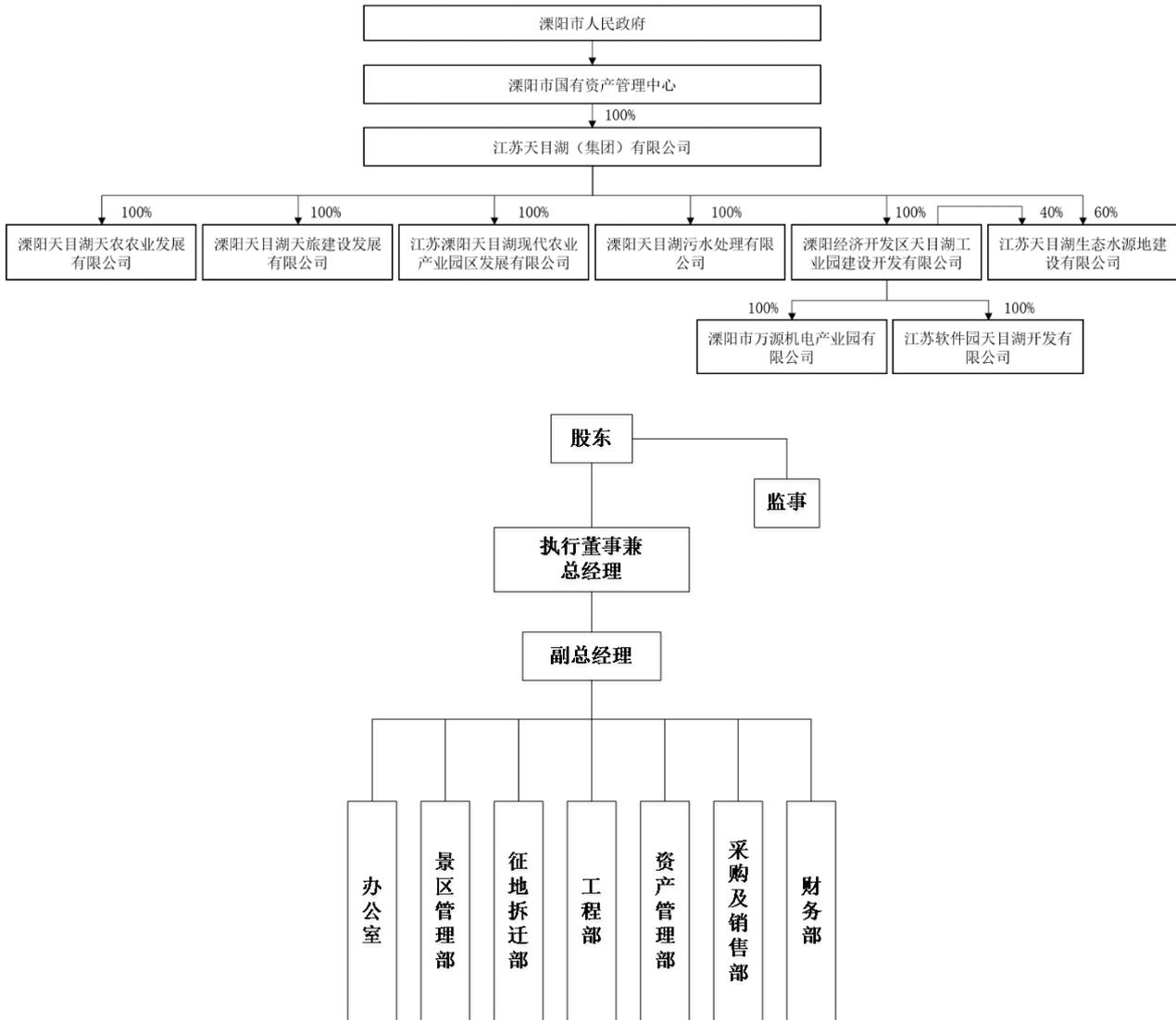
跟踪期内，公司股权层级上移，且获得政府补助及规模较大，地方政府对公司的支持力度尚可

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”。此外，2020 年，公司获得地方政府基础设施建设综合补贴 2.8 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 年末）



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）	2018	2019	2020
货币资金	68,001.40	90,072.85	199,440.40
应收账款	11,906.07	26,204.31	33,965.61
其他应收款	135,462.62	169,195.21	184,214.42
存货	202,569.13	188,486.95	253,708.13
长期投资	2,474.52	3,144.01	20.00
在建工程	--	--	0.00
无形资产	711,399.07	1,181,354.60	1,183,543.59
总资产	1,158,645.00	1,683,884.69	1,883,623.12
其他应付款	5,285.63	5,088.25	8,144.03
短期债务	105,690.00	195,534.35	391,202.30
长期债务	318,506.10	371,629.79	360,634.07
总债务	424,196.10	567,164.15	751,836.37
总负债	438,025.02	580,144.11	766,301.55
费用化利息支出	21,179.31	27,537.65	29,341.03
资本化利息支出	0.00	0.00	4,769.18
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	720,619.99	1,103,740.59	1,117,321.57
营业总收入	103,445.97	94,341.10	100,090.67
经营性业务利润	16,234.72	15,796.33	15,688.69
投资收益	2,193.80	-50.51	144.38
净利润	14,621.84	13,320.60	13,580.98
EBIT	39,314.00	43,254.90	45,147.87
EBITDA	45,466.00	50,366.22	58,243.66
销售商品、提供劳务收到的现金	101,149.03	80,152.17	97,333.91
收到其他与经营活动有关的现金	7,231.54	20,562.69	31,648.27
购买商品、接受劳务支付的现金	62,366.44	41,148.72	19,082.43
支付其他与经营活动有关的现金	2,434.78	2,615.83	8,815.80
吸收投资收到的现金	--	369,800.00	0.00
资本支出	430.88	478,919.27	14,858.95
经营活动产生现金净流量	36,998.96	52,386.59	96,547.35
投资活动产生现金净流量	-53,244.47	-551,777.18	-12,713.12
筹资活动产生现金净流量	-44,713.39	469,447.04	-66,666.68
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	39.49	37.57	34.38
期间费用率(%)	28.01	38.35	44.82
应收类款项/总资产(%)	12.72	11.60	11.58
收现比(%)	0.98	0.85	0.97
总资产收益率(%)	3.46	3.04	2.53
资产负债率(%)	37.80	34.45	40.68
总资本化比率(%)	37.05	33.94	40.22
短期债务/总债务(%)	24.92	34.48	0.52
FFO/总债务(X)	0.09	0.09	0.07
FFO 利息倍数(X)	1.88	1.81	1.64
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.75	1.90	2.83
总债务/EBITDA(X)	9.33	11.26	12.91
EBITDA/短期债务(X)	0.43	0.26	0.15
货币资金/短期债务(X)	0.64	0.46	0.51
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.15	1.83	1.71

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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	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
偿债能力	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。