



# 2024 年度常州天宁建设发展集团有限公司信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20241750M-01

---

## 声明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2024 年 6 月 24 日至 2025 年 6 月 24 日。主体评级有效期内，中诚信国际将对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 24 日

<b>评级对象</b>	常州天宁建设发展集团有限公司
<b>主体评级结果</b>	AA <sup>+</sup> /稳定
<b>评级观点</b>	<p>中诚信国际认为常州市天宁区的区位优势显著，经济财政实力及增长能力较强，潜在的支持能力强；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”）作为天宁区重要的国有资产运营和城市基础设施建设的主体，负责天宁区青龙街道外的土地整理以及基础设施建设的工作，具备强的区域重要性和强的政府关联性。同时，公司业务布局趋于稳定，资产规模保持增长，能维持资本市场认可度，保持良好的再融资能力；但需关注公司资产流动性较弱、债务负担较重以及或有负债风险对其经营和整体信用状况造成的影响。</p>
<b>评级展望</b>	<p>中诚信国际认为，常州天宁建设发展集团有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。</p>
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>地方经济实力显著增强；公司资本实力显著增强，资产质量显著提升或盈利能力大幅增长且具有可持续性。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>地方经济环境大幅恶化；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；核心子公司股权划出，财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性趋紧等。</p>
<b>正面</b>	
<ul style="list-style-type: none"><li>■ <b>持续增长的区域经济实力。</b>常州市天宁区的区位优势显著，经济财政实力及增长能力较强，可为公司发展提供良好的外部环境。</li><li>■ <b>区域地位突出。</b>公司作为天宁区重要的基础设施建设主体，负责天宁区青龙街道外的土地整理以及基础设施建设的工作，区域重要性突出。</li><li>■ <b>政府支持力度较大。</b>近年来，公司在资金注入、资产划拨、政府补贴等方面得到了有力的外部支持，资本实力不断提升。</li></ul>	
<b>关注</b>	
<ul style="list-style-type: none"><li>■ <b>资产流动性较弱。</b>截至2023年末，公司其他应收款及存货合计370.17亿元，占总资产的比重为64.82%，主要为往来款和未结算的代建工程款，规模较大，对公司资金形成一定占用。</li><li>■ <b>债务负担较重。</b>公司财务杠杆水平较高，债务负担仍旧较重。</li><li>■ <b>或有负债风险。</b>截至2024年3月末，公司对外担保余额为175.73亿元，占当期末所有者权益的比重为87.44%，对外担保规模较大，且对单一主体担保比例高，需关注或有负债风险。</li></ul>	

项目负责人：李婧喆 jzhli@ccxi.com.cn  
项目组成员：桂鹏程 pchgui@ccxi.com.cn

评级总监：  
电话：(021)60330988  
传真：(021)60330991

## 财务概况

天宁建设（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	519.58	509.55	553.37	580.06
经调整的所有者权益合计（亿元）	174.35	178.93	185.89	185.74
负债合计（亿元）	345.22	330.62	367.48	394.32
总债务（亿元）	315.89	310.30	354.18	381.84
营业总收入（亿元）	25.73	36.12	31.40	2.90
经营性业务利润（亿元）	2.81	2.97	1.97	0.08
净利润（亿元）	3.09	2.25	1.73	0.04
EBITDA（亿元）	4.28	4.35	3.63	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	11.91	4.99	-57.67	-3.01
总资本化比率（%）	64.44	63.43	65.58	67.28
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.18	0.32	0.28	--

注：1、中诚信国际根据天宁建设提供的其经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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理；其中，2021 年~2023 年财务数据分别采用了 2021 年~2023 年审计报告期末数；2、中诚信国际将其他应付款、其他流动负债中的带息债务和和其他权益工具中的部分永续债调入短期债务，将长期应付款中的带息债务和其他权益工具中的部分永续债调入长期债务；3.本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 同行业比较（2023 年数据）

项目	天宁建设	海润城发	启东城投
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
地区	江苏省-常州市-天宁区	江苏省-南通市-海门区	江苏省-南通市-启东市
GDP（亿元）	972.40	1,621.68	1,391.14
一般公共预算收入（亿元）	49.98	56.13	67.15
经调整的所有者权益合计（亿元）	185.89	246.96	294.95
总资本化比率（%）	65.58	55.56	52.87
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.28	0.53	0.42

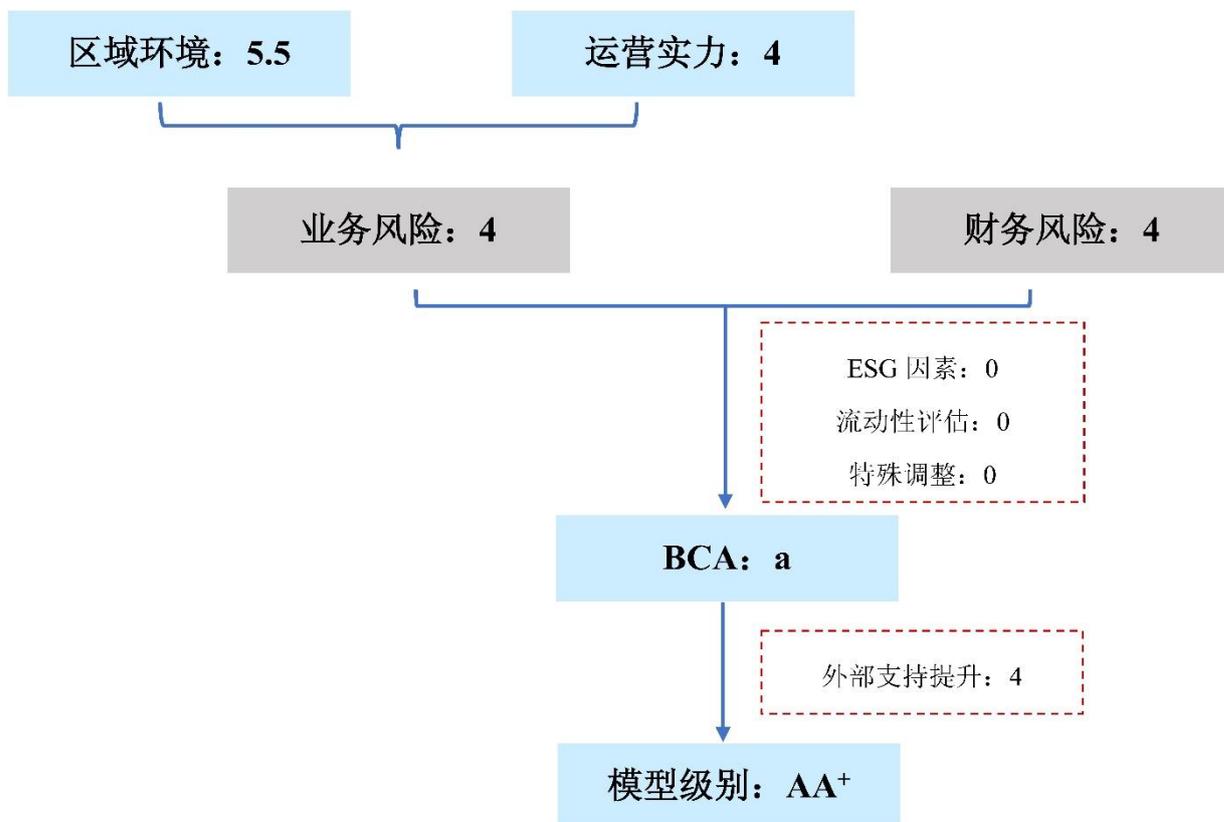
**中诚信国际认为，天宁区与海门区、启东市的行政地位相当，但经济财政实力弱于可比组；公司与可比公司的定位均为当地重要的基建主体之一，业务运营实力相当；公司资产和权益规模处于比较组较低水平，财务杠杆处于较高水平，利息覆盖能力较弱。同时，当地政府均有强的支持能力，并对上述公司均具有强或较强的支持意愿。**

注：海润城发系“江苏海润城市发展集团有限公司”的简称；启东城投系“启东城投集团有限公司”的简称；可比企业系 2022 年数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

● 评级模型

常州天宁建设发展集团有限公司评级模型打分(C220000\_2024\_04\_2024\_01)



注：

**外部支持：**天宁区政府具有强的支持能力，对公司有强的支持意愿，主要体现在天宁区的区域地位，以及较强的经济财政实力和增长能力。公司作为天宁区重要的国有资产运营和城市基础设施建设的主体，能够持续获得资金注入、资产划拨、政府补助等方面的政策支持，与地方政府关联度很高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

**方法论：**中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000\_2024\_04

## 评级对象概况

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”）于2008年12月15日成立，初始注册资本为5,000.00万元。后经股权划转和增资，截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本均为15.00亿元，常州市人民政府为控股股东，并授权天宁区政府对公司进行管理和运营。公司作为天宁区重要的国有资产运营和城市基础设施建设主体，主要承担常州市天宁区青龙街道外的土地整理、基础设施建设、安置房及商品房建设和污水处理等职能，并积极开展商品销售业务。

表1：截至2023年末公司主要的一级子公司情况（亿元、%）

全称	简称	持股比例	截至2023年末			2023年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业收入	净利润
常州凤凰新城建设发展有限公司	凤凰新城	75.00	229.01	38.16	83.34	0.07	-0.3
常州天隆建设实业有限公司	天隆建设	100.00	79.85	55.01	31.11	0.04	-0.23
常州雕庄实业有限公司	雕庄实业	100.00	48.82	7.33	84.99	0.05	0.02
江苏舜宁投资建设有限公司	舜宁建设	100.00	145.82	27.85	80.90	10.79	0.58
江苏金溪投资有限公司	金溪投资	100.00	66.32	5.42	91.83	0.002	-0.001

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 业务风险

### 宏观经济和行业政策

2024年一季度中国经济增长好于预期，GDP同比增长5.3%，环比增长1.6%，皆较上年四季度有所加快。从生产角度看，第二产业特别是制造业对经济增长的贡献率较上年显著提升，第三产业的贡献率边际回落。从支出角度看，最终消费对经济增长的贡献率为73.7%，但较上年四季度有所下行，货物和服务净出口的贡献率由负转正，资本形成的贡献率保持稳定。

中诚信国际认为，当前经济增长好于预期主要来自于工业生产的加快，其背后是出口回升以及设备更新政策效应显现之下制造业投资显著加快，特别是装备制造与高技术制造主要行业的投资增速普遍超过10%，民间投资增长也略有改善。但与此同时，经济保持较高增长的可持续性依然不够牢固。从外部环境看，美欧对于中国出口“新三样”发起贸易挑战，装备制造出口面临不确定性；从增长动能看，消费特别是服务消费恢复性增长的势头有所放缓，房地产开发投资依然在大幅下滑，新旧动能转换仍需时间；从微观预期看，GDP平减指数延续为负，微观感受与宏观数据之间的偏差仍存；从债务压力看，在名义增长较低背景下宏观杠杆率或将进一步上行，加剧了经济金融的脆弱性，制约了稳增长政策的发力空间。

中诚信国际认为，中国宏观政策将持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。财政政策继续“加力提效”，坚持用好政策空间，优化政策工具组合，其中新增专项债的加快发行以及超长期特别国债的落地，将持续支撑二至四季度的基建投资，结构性减税降费将重点支持新质生产力持续蓄能。货币政策保持宽松并更加注重“精准有效”，在保持流动性合理充裕的同时兼顾价格水平预期目标的实现，并引导社会综合融资成本稳中有降。此外，大规模设备更新和消费品以旧换新政策或将持续推动生产与消费形成良性循环。

综合以上因素，中诚信国际维持对于 2024 年中国经济同比增长 5%左右的预期。从中长期来看，新质生产力有助于推动新旧动能平稳转换与经济高质量发展，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

基础设施投融资（以下简称“基投”）行业政策松紧周期随着经济环境的变化而有所调整，2023 年在“一揽子化债政策”的指引下，以地方政府发行特殊再融资置换债和银行参与经营性债务置换为抓手，多部门联动加大存量债务化解力度。2024 年一季度，基投行业政策延续“控增化存”的主基调，2024 年全国政府工作报告提出要“统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实‘一揽子化债’方案”，化债政策要求得到进一步的落实，统筹兼顾债务风险化解和基投行业转型与高质量发展实现稳步推进。

在本轮政策影响下，基投企业融资成本延续下行趋势，弱区域、弱资质基投企业的流动性压力有所缓释，但受新增融资渠道全面收紧的影响，相关主体利息支出压力仍较大。目前各地化债进度及成效出现一定的分化，加之地方财政收支平衡压力仍较大，弱区域弱资质的基投企业短期内能获得的支持力度有限，非标融资纠纷和负面舆情频现，仍面临较大的非标融资滚续压力，且高成本的境外融资偿债付息压力亦不容忽视。

2024 年二季度基投行业政策主基调预计将延续且细节将进一步落实，未来地方债务管理措施将更加全面化和系统化。政策将加速驱动基投企业转型，对转型企业自身实力提出更高的要求，转型中的政企关系演化亦有必要动态审视；在政策影响下，基投企业发展或将因资源禀赋和政策差异而加速分化，资源优势突出区域和政策支持领域的基投企业具备更好的转型发展优势，而弱区域短期化债政策的“利好”与长期基本面的“羸弱”之间的冲突仍较为突出，或将面临转型发展资源优势不足和存量债务风险防范化解的双重难题，其信用风险缓释较大程度上依赖于当前化债政策的后续执行力度和持续时间。

## 区域环境

天宁区是常州的主城区，位于常州市东北部，区域面积 153.96 平方公里，下辖 1 个省级经济开发区（天宁经济开发区），1 个中心镇（郑陆镇）、6 个街道（雕庄、青龙、茶山、红梅、天宁、兰陵街道）。截至 2023 年末，天宁区常住人口 67.73 万人。交通禀赋方面，天宁区公路运输发达，高速公路网络纵横交错，此外，中国铁路上海局集团有限公司直属的特等站——常州站坐落于此。近年来天宁区加快产业转型升级，将新能源汽车零部件、第三代半导体、太阳能光伏三大产业作为战略选择。2023 年，全区实现地区生产总值 972.40 亿元，同比增长 5.0%；其中，第一产业完成增加值 7.3 亿元，同比增长 1.2%；第二产业实现增加值 238.3 亿元，同比增长 3.0%；第三产业实现增加值 726.8 亿元，同比增长 5.7%；三次产业结构调整为 0.8：24.5：74.7。

表 2：2023 年常州市下属区县经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
常州市	10,116.36	--	18.82	--	680.3	--

武进区	3,222.84	1	18.71	4	216.31	1
新北区	2,118.65	2	23.46	1	144.38	2
溧阳市	1,557.22	3	19.31	3	105.03	3
金坛区	1,302.92	4	21.91	2	57.66	5
<b>天宁区</b>	<b>972.40</b>	<b>5</b>	<b>14.37</b>	<b>5</b>	<b>49.98</b>	<b>6</b>
钟楼区	942.32	6	13.91	6	50.80	4

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长为天宁区财政实力提供了有力的支撑，且全区财政质量表现较好，税收收入占比和财政自给率仍保持较高水平，但一般公共预算收入规模继续呈现下降趋势，系非税收入中国有资产有偿使用收入大幅下降所致；政府性基金收入是区域政府财力的重要补充，国有土地使用权出让收入为其主要构成。再融资环境方面，天宁区广义债务率处于常州市中游水平，区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 3：近年来天宁区经济财政实力

项目	2020	2021	2022	2023
GDP（亿元）	808.15	888.40	930.42	972.40
GDP 增速(%)	3.5	7.3	1.4	5.0
人均 GDP（万元）	12.08	13.28	13.76	14.37
固定资产投资增速(%)	3.6	7.3	9.0	-4.4
一般公共预算收入（亿元）	61.43	65.40	52.18	49.98
政府性基金收入（亿元）	38.99	49.00	70.00	57.00
税收收入占比(%)	90.88	82.68	92.03	87.63
公共财政平衡率(%)	165.16	140.71	204.74	102.88

注：1、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%；2、人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，作为天宁区重要的国有资产运营和城市基础设施建设主体，公司主要承担天宁区青龙街道外的土地整理、基础设施建设和安置房建设业务，职能定位明确，区域专营性较强；同时，公司布局商品房销售、污水处理、商品贸易等多元化业务，是公司收入的重要补充。

值得注意的是，公司基础设施建设、土地整理和自营项目待投资额较大，需关注未来资金平衡计划；房屋销售业务后续去化进展和资金回笼情况存在一定不确定性；同时也需关注贸易业务上下游集中度较高的经营风险。

表 4：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品销售	6.21	17.09	1.56	7.55	25.29	5.40	9.36	32.84	3.98	2.44	35.53	4.00
普通商品房销售	10.59	29.15	54.33	0.94	3.15	1.98	0.29	1.02	2.63	0.03	0.51	16.00
安置房销售	-	-	-	8.45	28.33	18.52	6.29	22.07	2.20	3.76	54.66	2.00
污水处理	0.25	0.69	20.46	0.23	0.78	23.47	0.21	0.73	17.27	0.04	0.57	25.00
建设工程业务	19.09	52.55	4.14	11.22	37.60	2.08	10.76	37.77	1.09	0.09	1.37	-23.00
其他	0.19	0.52	26.82	1.44	4.84	-61.80	1.59	5.57	-30.62	0.51	7.36	37.95

合计 36.33 100.00 18.56 29.83 100.00 4.65 28.50 100.00 0.62 6.88 100.00 4.82

注：四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 建设工程业务

公司作为天宁区重要的基础设施建设主体，承担青龙街道以外的土地整理和基础设施建设业务，区域专营性较强，且业务稳定性和可持续性较强。但未来整体投资规模较大，需关注公司面临的资金平衡压力。

公司主要负责天宁区青龙街道以外的土地整理和基础设施建设业务，运营主体为子公司凤凰新城、天隆建设和舜宁建设，上述主体按照辖区划分开展业务，其中凤凰新城负责雕庄街道内凤凰新城区域的业务，天隆建设的业务集中于茶山街道、红梅街道、天宁街道和兰陵街道，舜宁建设的业务聚焦于郑陆镇。

土地整理业务的业务模式因区域差异而有所不同。除郑陆镇以外的其他区域，凤凰新城和天隆建设受天宁区政府委托对指定的需出让的地块进行拆迁、规划、设计、土地平整等前期工作。土地整理完毕后，公司可获得不低于前期投入成本 5% 的相关运作补贴，包括但不限于安置补偿费、拆迁费、各种税费等建设成本以及资金成本等。财务处理方面，土地整理成本由公司承担，相关成本计入“其他应收款”，结算后成本直接通过其他应收款进行结转，不确认收入。对于郑陆镇区域的土地整理业务，舜宁建设与郑陆镇政府签订委托投资建设协议书和结算协议书进行土地整理工作，整理完成后常州市天宁区政府一般按项目土地整理成本的 10% 比例向公司支付土地整理管理费，最终回购金额根据结算协议书确认。财务处理方面，土地整理成本计入“存货”和“预付账款”科目，后续与政府签订结算协议后，结转收入和成本。

从业务开展情况来看，受政府规划和不同地块成本差异，近年来，土地整理面积和土地整理投入存在较大波动。其中，2023 年，公司结算土地整理面积较上年虽有一定下降，但所整理地块的成本较高，对应土地整理投入较上年大幅增长；公司土地回款受土地出让进度的影响存在一定的不确定性，当期收到政府回款金额 23.41 亿元，剩余款项待土地挂牌出让以后即可收回。同期末，公司在开发整理的土地项目较多，总投资 48.23 亿元，剩余待投资金额为 6.57 亿元；公司拟开发整理土地剩余待投资 26.99 亿元，投资周期拟定为 2024 年~2026 年，投资压力逐年增大。总体来看，公司作为区域内重要的土地一级开发整理主体，相关业务正常推进，目前土地整理项目储备充足，业务可持续性较强。但公司在整理、拟整理地块未来尚需投资规模较大，公司面临一定资本支出压力。

表 5：2021~2023 年公司土地回款情况（万平方米、亿元）

时间	结算土地整理面积	对应土地整理投入	应返还收入	已回款金额
2021	13.36	9.82	9.51	4.51
2022	33.71	9.75	15.12	19.77
2023	23.79	31.91	42.54	23.41
合计	98.69	45.14	52.85	46.97

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6: 截至 2023 年末公司在整理土地情况 (平方米、亿元)

宗地名称	面积	总投资	整理期	已投资	预计回款金额
前浪浜西地块	52,349.00	2.67	2022-2024	2.57	3.58
前浪浜东地块	56,003.00	4.13	2021-2023	4.13	5.31
常编厂地块、常编厂南侧地块	66,003.00	2.10	2022-2024	2.02	2.32
东青融合片区 3-1 号地块	76,670.00	0.82	2022-2024	8.00	1.38
东方侏罗纪项目 1-2 地块	68,003.00	4.00	2022-2024	3.90	4.76
翠竹老农贸市场地块	4,478.00	0.30	2017-2025	0.30	1.28
北环大板房及周边地块	35,249.00	5.20	2020-2025	0.96	5.91
前王村、潘家塘地块	127,749.00	19.13	2021-2025	16.25	21.08
浦北大板房及周边地块	19,173.00	5.35	2020-2025	0.93	6.33
中吴大道 3 号地块	69,442.00	4.53	2019-2025	2.60	5.71
<b>小计</b>	<b>575,119.00</b>	<b>48.23</b>	--	<b>41.66</b>	<b>59.15</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

表 7: 截至 2023 年末公司拟整理土地情况 (平方米、亿元)

宗地名称	面积	总投资	已投资	未来三年投资计划			预计回款金额
				2024	2025	2026	
东青融合片区 3-2 地块	65,003.00	1.36	1.20	0.15	-	-	1.82
东青融合片区 3-5 地块	110,672.00	3.00	2.94	0.06	-	-	4.71
毛家塘南北两侧地块	74,895.00	16.94	-	-	7.13	9.81	19.12
丰城村及周边地块	60,307.00	8.93	-	-	-	8.93	11.10
<b>合计</b>	<b>338,565.00</b>	<b>31.13</b>	<b>4.14</b>	<b>0.21</b>	<b>7.13</b>	<b>18.74</b>	<b>36.75</b>

注: 东青融合片区 3-2 地块和 3-5 地块的已投资金额为东青片区整体投入后分摊金额, 截至 2022 年末尚未发生实际投入, 故仍为拟开发地块。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

基础设施建设业务的业务模式主要为代建模式, 即公司根据政府项目计划与其签订代建协议, 具体负责资金的筹集、项目的实施及建设管理, 待项目竣工验收、审计后, 由地方政府根据审计结果进行回购。对于郑陆镇范围以外的业务, 公司与天宁区政府签订《委托代建及项目回购协议》, 负责资金的筹集、项目的实施及建设管理, 建设完工后由天宁区政府负责回购。委托代建费用包括项目建设成本和建设服务费两部分, 其中项目建设成本为项目竣工验收后审计决算确定的项目实际投入总成本; 建设服务费为累计完成投资 and 实际投入总成本的 10%。对于郑陆镇区域内的项目, 公司与郑陆镇政府委托单位常州市天宁郑陆资产经营公司 (以下简称“郑陆资产经营公司”) 签订委托投资建设协议书和结算协议书, 负责项目投融资和建设管理工作。项目完工移交后, 郑陆资产经营公司按项目投资额加成 10% 左右比例收益向公司支付回购金额, 最终回购金额根据结算协议书确认。

从业务开展情况来看, 受业务承接和结算时点影响, 公司的基础设施建设业务收入存在波动。截至 2023 年末, 公司已完工项目全部完成结算, 回款情况良好; 因投资节奏有所放缓, 在建项目未来剩余投入 1.46 亿元, 未来投资压力较小。拟建项目方面, 子公司凤凰新城负责实施凤凰新城建设综合配套工程, 包括凤凰新城区域 10 条道路、5 座桥梁、4 条景观河道的建设任务, 规划用地面积 31.79 万平方米, 预计总投资 5.05 亿元; 舜宁建设负责实施郑陆镇查家湾“1+6”规划编制工

程，主要建设项目涉及总投资 30.27 亿元，预计回购总额 32.39 亿元。

总体来看，公司在建项目投资压力较小但拟建基建项目储备较多，未来在“城市东进”战略背景下，作为集居住、医疗、产业为一体的凤凰新城片区建设将逐步推进，公司或将承担更多的基础设施建设任务，业务可持续性较好。但是，公司拟建项目尚处于规划阶段，需关注未来实际投资进展。

表 8：截至 2023 年末公司在建基础设施项目情况（万元）

项目名称	建设期间	回购期间	总投资额	已投资额	拟回购金额	未来投资计划	
						2024 年	2025 年
凤凰南路（规划道路-区界）建设工程项目	2021-2022	2023-2025	1,531.27	1,531.27	1,837.52	-	-
中村路（采菱港东-凤凰南路）建设工程市政施工总承包	2020-2021	2022-2025	1,609.57	1,609.57	1,931.48	-	-
下庄路（312 国道-中村路）	2022-2023	2024-2027	657.9	319.9	789.48	200.00	100.00
中村地块周边综合整治工程	2022-2023	2024-2027	190.92	190.92	229.10	-	-
武青北路周边环境提升工程	2022	2024-2027	259.97	194.05	311.96	65.92	-
天宁寺文化宫景观廊道提升改造工程	2020	2023-2026	1,476.27	1,476.27	1,771.52	-	-
关河东路南侧（新丰东桥一小东门北桥）景观提升改造工程	2022	2023-2025	1,058.52	764.72	1,270.22	293.80	-
钢材市场南侧内部道路提升改造工程	2022	2023-2026	295.63	295.63	354.76	-	-
天宁区堤顶路（城隍庙-环山河）提升改造工程	2022-2023	2023-2026	1,153.69	1,153.69	1,384.43	-	-
天宁区横岸桥改造工程	2023-2024	2025-2028	3,036.70	525.00	3,644.04	2,511.70	-
中吴大道南侧花木路西侧地块配套工程	2022	2023-2026	1,453.77	1,453.77	1,744.52	-	-
龙城大道西侧、竹林北路北侧地块	2022	2023-2026	2,283.00	2,283.00	2,739.60	-	-
新民里	2022	2023-2026	1,286.69	1,286.69	1,544.03	-	-
新丰东路	2022	2023-2026	813.73	689.89	976.48	123.84	-
红星灯具厂地块土壤修复工程	2021-2022	2023-2026	3,286.01	2,738.61	3,943.21	547.40	-
常州市东方化工有限公司原厂址地块污染土壤修复工程	2021-2023	2023-2026	19,811.37	13,343.18	23,773.64	5,309.41	1,158.78
天宁区郑陆冠今化工地块土壤修复与风险管控及填埋固废处置工程	2023	2024-2028	5,400.38	1,728.00	6,480.46	3,672.38	-
友谊路（中吴大道-凤凰岛北路）	2020-2022	2023-2026	1,975.51	1,641.00	2,370.61	334.51	-
凤凰岛北路（大明路-横搭路）	2020-2020	2023-2025	1,224.81	1,311.00	1,469.77	-	-
凤凰岛北路（大明路-横搭路）沿河景观工程	2020-2020	2023-2025	1,011.05	715.41	1,213.26	295.64	-
常州第四制药厂周边地块绿化工程	2020-2021	2023-2026	3,947.50	3,300.54	4,737.00	646.96	-
朝阳工业园周边地块绿化工程	2020-2023	2023-2026	7,223.71	8,008.22	8,668.45	-	-
新运河北侧周边地块环境整治工程	2020-2023	2023-2026	4,445.71	4,180.56	5,334.85	265.15	-
凤凰岛西路（中吴大道-河滨东路）建设工程及周边综合整治工程	2020-2021	2023-2026	3,033.47	3,154.04	3,640.16	-	-
<b>合计</b>	-	-	<b>68,467.15</b>	<b>53,894.93</b>	<b>82,160.55</b>	<b>14,266.71</b>	<b>1,258.78</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 房屋销售业务

公司房屋销售业务收入受项目交付、政府安置进度和房地产市场行情影响逐年下降；未来，需对公司安置房项目的定向销售情况和普通商品房项目的去化安排以及房屋销售业务的可持续性保持关注。

公司房屋销售业务包括安置房销售业务和普通商品房（包含个别安置房项目，下同）销售业务。

安置房业务方面，运营主体为子公司舜宁建设和二级子公司常州运河南岸置业有限公司（以下简称“运河南岸”）。其中，舜宁建设主要负责天宁区郑陆镇区域内的安置房项目，与郑陆资产经营公司签订委托投资建设协议和结算协议书后进行项目建设，项目完工移交后，郑陆资产经营公司按项目投资额加成 10%左右比例收益向公司支付回购金额；运河南岸主要负责除郑陆镇以外的展业区域内安置房项目的建设投资，项目完工后由运河南岸负责定向销售工作并确认收入。

从业务开展情况来看，受安置房项目交付和安置进度的影响，2023 年，安置房销售收入同比下降 25.56%，且毛利率亦大幅下降，系当年交付的项目因地块成本高而利润空间收窄所致。具体来看，已完工项目方面，2023 年，公司新增董头村二期、红庙头和前采菱村定向销售完工安置房项目，但项目销售进度较为缓慢，需关注未来的定向销售情况；此外，对于已完工回购安置房项目，除了大宁佳苑尚未实现回款外，其他项目已基本完成回款。在建项目方面，截至 2023 年末，公司在建安置房项目为竹韵名居项目，总投资 15.00 亿元，剩余投资 5.67 亿元，2024 年和 2025 年分别计划投资 4.00 亿元和 1.00 亿元，该项目建设资金来源于自有资金和地方政府专项债，目前已获得常州市天宁区财政局拨入的竹韵茗居棚改专项债资金 12.00 亿元，后续的投资压力较小。同期末，公司暂无拟建安置房项目。

总体来看，公司已完工回购安置房回款情况尚可，但已完工销售安置房的销售进度较为缓慢，且在手的安置房项目的投资规模较小，未来需关注公司剩余安置房项目的定向销售情况和业务的可持续性。

表 9：截至 2023 年末公司已完工回购安置房项目情况（亿元）

项目	建设期间	已投资额	拟回购金额	已回购金额
大宁佳苑	2015-2018	2.63	2.89	-
施家巷地块安置房	2016-2018	0.60	0.66	0.66
舜新家园	2015-2018	2.34	2.57	2.42
东青雅苑安置房	2014-2016	1.33	1.46	1.46
合计	--	6.90	7.58	4.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：截至 2023 年末公司已完工销售安置房项目情况（亿元）

项目	建设期间	已投资额	已销售金额
董头村二期（梅亭佳园）	2020-2022	13.51	8.48
红庙头（兰惠佳园）	2021-2022	11.56	4.77
前采菱村（茶溪雅园）	2020-2023	3.36	1.49
合计	-	35.33	14.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司普通商品房销售的运营主体为运河南岸，开发建设项目有菱溪名居和银河湾明苑。其中，菱溪名居采用安置房定向销售的类市场化模式，公司通过竞价摘得该地块，在完整缴纳土地出让金及各种规费后进行安置房开发建设，该地块上的居民根据事先确定的征收方案选择安置房源，并与公司签订安置房购销合同，销售收入基本覆盖拆迁和建安成本；银河湾明苑项目为纯市场化销

售项目，公司通过公开招拍挂方式获取土地，项目开发完成后参照市场平均水平确定销售价格。

从业务开展情况来看，2023年，菱溪名居项目仅实现商品房销售收入2,900.19万元，受房地产市场行情的影响，去化进度缓慢；此外，截至2023年末，银河湾明苑项目基本销售完毕，因该项目建设开发周期较长，前期销售情况良好，故整体盈利情况较好。同期末，公司在手项目未售货值为8.96亿元，暂无在建和拟建项目，未来需对菱溪名居项目的去化情况及商品房开发业务的可持续性保持关注。

表 11：截至 2023 年末公司已完工商品房项目情况（万平方米、亿元、元/平方米）

项目名称	建筑面积	建设期	已投资	已销售面积	销售均价	累积销售额	预计未来可实现销售收入
菱溪名居	40.86	2012.12-2020.10	26.78	25.98	7,303.42	20.05	8.87
银河湾明苑	6.87	2017.11-2021.06	4.26	5.22	16,891.16	8.80	0.09
合计	47.73	--	31.04	31.20	--	28.85	8.96

注：菱溪名居的销售均价系 2023 年售价。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 商品销售业务

**商品销售业务是公司收入的主要来源之一，但总体利润空间有限，且购销集中度较高，需关注该块业务的经营风险。**

商品销售的运营主体为二级子公司常州东吴信亿贸易有限公司、常州舜灵商贸有限公司和绿砦（江苏）建筑科技有限公司（以下简称“绿砦建筑”），贸易品种主要包括乙二醇、铝锭、电解铜等化工产品。业务模式上，公司作为中间商主要依据利润、供需时间等因素综合选择客户，并根据客户订单购入商品，然后向下游客户销售；公司所售商品均由买方自提，不承担物流费用及相关风险。公司采购商品一般无账期，销售商品账期不超过 6 个月；商品外贸业务采用国际证结算的方式，内贸业务则采取货到付款的方式。此外，子公司绿砦建筑主要负责预制件的生产和销售。

从业务开展情况来看，2023年，公司商品销售收入同比增长 24.04%，但毛利率有所下降，系子公司绿砦建筑预制件销售收入下降所致，当年预制件销售收入 6,455.73 万元，同比下降 29.51%，但毛利率保持稳定，为 17.24%。此外，公司的前五大供应商和客户的购销集中度仍较高，需关注经营风险。

表 12：2023 年贸易业务前五大供应商情况（万元、%）

供应商	产品	采购额	占比
VANDINGINNOVASGPT.LTD	乙二醇	20,139.95	28.90
ITGRESOURCES(SINGAPORE)PTE.LTD	乙二醇	10,006.07	20.60
XINFENGMINGINTERNATIONAL(HK)CO.,LIMITED	乙二醇	7,773.99	18.45
JIANLONG(HONGKONG)INTERNATIONALTRADECO.,LIMITED	铁矿石	8,197.74	15.98
宁波鼎枫科技实业集团有限公司	铝锭	8,003.52	11.17
合计	--	54,121.27	95.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 13：2023 年贸易业务前五大客户情况（万元、%）

客户	产品	销售额	占比
常州市丰浩元商贸有限公司	乙二醇	25,995.83	27.78
江苏乾腾新材料科技有限公司	铁矿石	18,534.60	19.80
常州双普国际贸易有限公司	乙二醇	16,592.64	17.73
常州凯腾新材料科技有限公司	乙二醇	14,375.54	15.36

常州市焦溪农业发展有限公司	乙二醇	10,046.47	10.73
<b>合计</b>	--	<b>85,545.08</b>	<b>91.40</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 其他业务

公司自营项目后续投资规模较大，面临一定的资本支出压力。此外，公司污水处理业务收入规模不大，总体发展保持稳定。

自营业务方面，2023年，凤凰世纪广场、青洋北路西侧、沪蓉高速北侧项目、青少年活动中心和董头村幼儿园建成完工，转入固定资产或投资性房地产，后续或可为公司带来增量的租金收入。公司在建项目主要包括焦溪古镇修缮工程（一期、二期）、常州市正衡中学异地新建项目和太湖流域凤凰新城片区土壤及地下水修复工程等，项目资金来源包括公司自筹以及政府专项债资金等，并通过建成后项目的运营（包括出租、广告收入等）平衡公司前期投入资金。截至2023年末，公司在建项目计划总投资40.27亿元，已投资14.62亿元，尚需投入25.65亿元，其中拟通过政府专项债筹资10.45亿元，剩余资金则由公司自筹，公司未来面临一定的资本支出压力。

表 14：截至 2023 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目	计划总投资	累计已投资	盈利模式	资金来源
太湖流域凤凰新城片区土壤及地下水修复工程	3.39	1.43	临时停车场停车收入和广告收入	自筹
金之都物流园节能改造工程	1.81	1.51	房屋出租、物业服务及光伏并网发电收入	自筹
新型墙体材料设计研发生产项目	2.50	2.19	市场化销售墙体材料、培训服务	自筹
龙游河文化休闲旅游提升工程	4.49	3.16	商业出租收入、广告收入等	自筹、政府专项债资金
常州市正衡中学异地新建项目	6.03	2.71	学费及住宿费收入等	自筹
焦溪古镇修缮工程（一期、二期）	16.66	0.81	房屋出租、门票及广告收入	自筹、政府专项债资金
常州市工业互联网高新企业数据中心	3.54	1.47	科研办公出售及出租、停车出租收入	自筹
武澄科技港智创园二期	1.85	1.34	房屋、厂房出租收入、停车出租收入	自筹
<b>合计</b>	<b>40.27</b>	<b>14.62</b>	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

污水处理业务方面，运营主体为子公司常州东南工业废水处理厂有限公司，主要负责常州市天宁经济开发区纺织工业园区内印染企业及其他生产企业废水的集中处理，是常州市天宁经济开发区纺织工业园区内唯一的污水处理企业。从业务开展方面来看，随着凤凰新城建设的不断推进，区域产业结构调整加快，厂内污水处理量呈现逐年减少的趋势。2023年，公司污水处理量和营业收入均有所下降，但处理成本亦显著下降。总体来看，作为天宁区市政建设的主要主体，公司污水处理业务发展较为稳定。

表 15：近年来公司污水处理情况

运营指标	2021	2022	2023
客户数量（家）	12	10	11
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）	328.64	301.00	270.00
污水处理成本（元/吨）	6.02	7.49	6.37
污水处理价格（元/吨）	7.57	7.87	7.70

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，公司资本实力伴随持续获得的股东支持而同步提升，资产规模亦保持增长；同时公司债务规模保持增长，财务杠杆水平仍处于较高水平，资本结构有待进一步优化，但短期债务占比不断下降，债务期限结构趋于合理；公司 EBITDA 无法对利息支出形成覆盖，且经营获现能力较弱，偿债指标有待改善。

### 资本实力与结构

公司的平台地位较为突出，持续获得的股东支持提升了公司的资本实力，资产规模也保持增长态势；但公司资产流动性较弱、资产收益性不足，且财务杠杆率处于较高水平，资本结构仍有待优化。

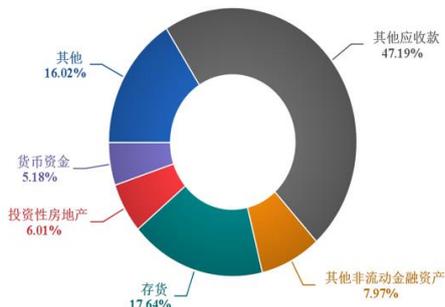
公司作为天宁区重要的基础设施建设主体，近年来通过自身发展和当地政府的持续支持，公司的资产规模和资本实力稳步增长。

公司业务主要包括土地整理、基础设施建设、安置房建设等，资产主要由上述业务形成的其他应收款、存货和预付款项等构成，近年来流动资产占总资产保持在 80% 以上。流动资产方面，公司其他应收款主要系与政府部门或国有企业因项目建设等形成的经营性往来款，截至 2023 年末，公司其他应收款较上年末增长 10.57%，其中，前五大应收对象余额为 160.43 亿元，占比 59.15%，集中度较高，对资金形成较大占用；同期末，公司存货主要由开发成本（67.31 亿元）和开发产品（21.97 亿元）构成，较上年末增长 13.99%，其中开发成本系公司土地整理和安置房建设投入成本，开发产品主要系已完工交付但尚未销售或安置的商品房或安置房项目；公司预付款项主要系预付天宁区财政局的土地指标款以及预付郑陆镇财政所的工程款；货币资金主要为银行存款，截至 2023 年末，货币资金余额为 29.59 亿元，其中受限资金规模为 13.05 亿元，占比 44.09%，主要为定期存单质押 4.30 亿元和银行承兑汇票保证金 4.76 亿元。非流动资产方面，截至 2023 年末，公司其他非流动金融资产 45.50 亿元，主要包括合作地块开发投资款 129.50 亿元以及常州凤凰新城棚改投资中心（有限合伙）投资款 5.00 亿元等权益工具投资；投资性房地产同比增加 76.90% 至 34.29 亿元，主要系凤凰世纪广场、青少年活动中心项目于当年完工，由在建工程结转至投资性房地产所致，同时，在建工程余额较上年末减少 49.25%；其他非流动资产主要系棚改项目垫付资金 16.42 亿元。

总的来看，公司资产规模保持增长，但其他应收款及存货对资金的较大占用影响了资产流动性；同时，公司的权益工具投资的投资效益欠佳、投资性房地产的租金收入和毛利水平有限，对企业收益和现金流贡献较低，收益性不足。

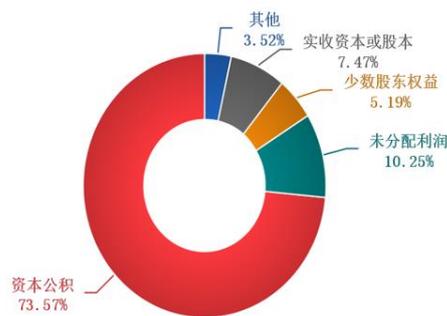
<sup>1</sup> 投资项目包括：一、郑陆镇查家湾美丽乡村项目；二、翟家片区棚户区改造项目及蒋家头棚户区改造项目。根据投资协议约定，项目整理完毕的土地挂牌出让后，公司与项目实施主体（郑陆市镇建设、郑陆资产经营公司）按照协议约定结算即可。

图 1：截至 2023 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司的所有者权益主要由资本公积、未分配利润和实收资本构成，近年来保持平稳增长。2023 年，公司收到天宁区财政局 13.10 亿元的财政拨款，使得当期资本公积同比增长 9.64%，带动经调整的所有者权益<sup>2</sup>同步增长。

2023 年以来，随着经营业务的不断发展和投资支出的增长，公司外部融资需求推升，负债规模有所增长，财务杠杆水平呈现上升的态势；截至 2024 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 65.97%和 63.04%，仍处于较高水平。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，财务杠杆率有待改善。

表 16：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2021	2022	2023	2024.3
资产总额	497.19	519.85	571.04	590.63
货币资金	35.46	33.74	29.59	25.46
其他应收款	227.82	243.69	269.46	279.70
存货	81.11	88.35	100.71	103.90
其他非流动金融资产	38.98	43.00	45.50	45.51
投资性房地产	11.33	19.39	34.29	34.65
流动资产占比	78.17	77.85	77.44	77.09
资本公积	134.16	134.68	147.68	147.68
经调整的所有者权益合计	178.08	180.96	195.74	195.99
负债合计	319.10	333.91	370.32	389.66
总债务	271.38	296.30	322.21	334.29
短期债务占比	30.28	31.11	18.58	16.76
资产负债率	64.18	64.23	64.85	65.97
总资本化比率	60.38	62.08	62.21	63.04

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

公司收入质量一般，经营发展对内、外部融资有较强的依赖性，需持续关注政府支持的可持续性以及再融资能力和融资监管政策变化对公司的影响。

<sup>2</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，此处不涉及调整。

2023年以来，受安置房项目交付结转进度的影响，公司收入有一定下降。同时，安置房项目的回款相对收入确认有一定滞后，故收现比仍小于1，整体收入质量一般。公司经营活动净现金流受项目建设及经营性往来款的收支影响较大。2023年，公司与单位往来款相关的支付其他与经营活动相关的现金同比大幅增长184.14%，导致当年公司经营活动产生的现金流量由正转负，且处于大幅净流出的状态。总体来看，公司经营活动获现能力较弱。

公司投资活动净现金流受自营项目的建设和对外投资的资金支出以及非经营性往来款收支影响较大。2023年以来，公司集中收回一定规模的其他单位借款，导致投资活动现金流转为小幅净流入状态。

如前所述，2023年，公司经营活动存在较大的缺口，主要通过内、外部融资和账面可用资金相结合的方式满足资金需求。公司主要通过银行借款和债券发行进行外部融资，其中债券发行保有一定规模，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化；此外，公司于2023年收到天宁区财政局的13.10亿元的财政拨款，可在一定程度上缓解公司的资金支出压力。总体来看，公司主要通过内、外部融资的方式筹集资金，叠加公司可用账面资金规模尚可，可以覆盖资金缺口。

表 17：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
经营活动产生的现金流量净额	6.44	0.39	-16.71	-8.56
投资活动产生的现金流量净额	-19.26	-7.56	0.70	-4.40
筹资活动产生的现金流量净额	15.89	-2.74	8.89	8.31
现金及现金等价物净增加额	3.07	-9.91	-7.12	-4.65
收现比	0.74	0.87	0.85	0.50

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

**公司债务规模保持增长，债务负担较重，但短期债务占比大幅下降，债务期限结构趋于合理；近年来公司EBITDA、经营活动净现金流均无法对利息支出形成覆盖，整体偿债指标有待改善。**

随着经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升，债务规模保持增长，债务负担仍较重，2023年末债务较2022年末增长8.75%，且2024年3月末债务规模持续扩张。公司债务以银行借款和债券融资为主，兼有少量的非标借款和应付票据，债务类型及渠道较多元，整体融资成本控制情况尚可；2023年以来，公司债务仍以长期为主，且短期债务占比显著下降，债务期限结构进一步趋于合理，与其业务特征相匹配。

表 18：截至2024年3月末公司债务到期分布情况（亿元）

类型	金额	1年以内	1年以上
银行借款	210.05	40.65	169.40
债券融资	85.76	-	85.76
资金拆借	1.70	1.00	0.70
应付票据	18.04	18.04	-
合计	315.55	59.69	255.86

注：不包括租赁负债和应计利息。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额构成。剔除不具备稳定性和可持续性的投资收益后，公司 EBITDA 表现因 2023 年度利润总额减少而同比下降，加之公司债务利息支出较大，EBITDA 无法对利息支出形成覆盖。此外，公司经营活动净现金流亦无法覆盖利息支出，整体偿债指标有待改善。

截至 2024 年 3 月末，公司可动用账面资金为 24.36 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源；同时，公司银行授信总额为 298.40 亿元，尚未使用授信额度为 70.66 亿元，备用流动性尚可。

表 19：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
总债务	271.38	296.30	322.21	334.29
短期债务占比	30.28	31.11	18.58	16.76
EBITDA	5.34	2.67	0.92	-0.20
EBITDA 利息覆盖倍数	0.46	0.22	0.07	-0.24
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.56	0.03	-1.33	-10.11

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，截至 2023 年末，公司受限资产规模为 67.51 亿元，主要系用于融资抵押的存货和投资性房地产，占当期末总资产的 11.82%，存在一定的抵质押融资空间。对外担保方面，截至 2024 年 3 月末，公司对外担保余额为 175.73 亿元，较上期末增长 43.45%，主要系对第一大被担保方常州天铭建设开发有限公司（以下简称“天铭建设”）的担保余额增加 37.39 亿元所致，其中，对天铭建设单户担保余额合计 65.44 亿元，占当期末净资产的比例 37.24%，天铭建设为常州市天宁区政府下属全资国有企业，为推动天宁区城市建设，经区政府同意，公司为天铭建设项目贷款提供保证担保，上述借款主要系天宁区内城市更新改造、园区提档升级等项目的长期贷款，属于其正常经营所需；此外，公司对外担保余额占当期末所有者权益合计的比重为 87.44%，被担保公司均为天宁区国有企业，目前运营良好，但公司对外担保规模较大，且对单一主体担保比例高，仍需关注或有负债风险。同期末，公司不存在对其持续经营产生重大不利影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

表 20：截至 2024 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保对象	企业性质	担保余额
1	常州天铭建设开发有限公司	国有企业	654,422.00
2	常州天舜建设开发有限公司	国有企业	284,550.00
3	常州檀聚实业有限公司	国有企业	270,954.00
4	江苏天宁城市发展集团有限公司	国有企业	144,000.00
5	常州恒域建设发展有限公司	国有企业	122,000.00
6	常州弘筑建设发展有限公司	国有企业	75,000.00
7	常州天宁经济开发区宜居棚改有限公司	国有企业	52,455.00
8	常州恒之道建设发展有限公司	国有企业	44,700.00
9	常州天枫综合开发有限公司	国有企业	38,050.00
10	常州弘辉控股集团有限公司	国有企业	25,800.00
11	常州市天宁郑陆资产经营有限公司	国有企业	17,070.00
12	常州弘固贸易有限公司	国有企业	8,000.00

13	常州弘网信息科技有限公司	国有企业	5,000.00
14	常州市宝恩莱商贸有限公司	国有企业	4,550.00
15	常州武澄工业园区发展有限公司	国有企业	4,500.00
16	常州市郑陆市镇建设开发有限公司	国有企业	4,200.00
17	常州市舜溪旅游管理有限公司	国有企业	2,000.00
合计		--	1,757,251.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至2024年5月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

## 外部支持

**中诚信国际认为，天宁区政府的支持能力强，主要体现在以下方面：**

天宁区拥有良好的产业基础及区位优势，近年来保持较强的经济实力，财政收入质量较高，财政平衡率保持较高水平，未来发展前景良好。截至2023年末，天宁区政府债务余额在常州市内处于中下游水平，债务率在全市处于较低水平；此外，区域内融资平台的隐性债务未纳入地方政府直接债务的可能性高，未来仍需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

**同时，天宁区政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下3个方面：**

- 1) 区域重要性较强：公司作为天宁区重要的国有资产运营和城市基础设施建设的主体，承担了天宁区土地整理、基础设施建设和安置房建设等职责，与区域内其他国有企业之间各自分工明确，区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联度很高：公司由常州市政府直接控股，属于市属区管架构，统筹市级和区级政府意图，承担天宁区重大项目基础设施建设任务，股权结构和业务开展均与当地政府具有很高的关联性，同时债务管理及投融资决策亦受政府影响。
- 3) 过往支持力度大：近年来，公司在资金注入、资产划拨、政府补贴等方面得到了有力的外部支持，资本实力不断提升。其中，2023年，公司分别收到政府补贴和财政拨款5.03亿元和13.10亿元。

表 21：2023年末天宁区主要区级平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业收入	净利润	债券余额
天宁建设	常州市人民政府 100%	主要负责天宁区（除青龙街道）的工程建设业务，以及污水处理、商品销售等业务	571.04	195.74	64.85	28.50	1.95	85.76
天宁城发	常州市天宁区人民政府	主要负责天宁区青龙街道范围内的土地整理、基础	310.38	132.97	57.16	38.60	2.79	10.00

办公室 100%	设施建设等业务，同时涉 及商品贸易、污水处理、 物业出租等业务
-------------	---------------------------------------

注：1、“天宁城发”为“江苏天宁城市发展集团有限公司”简称；2、天宁建设的债券余额为截至 2024 年 3 月末的数据，天宁城发的债券余额为发行人口径，数据来源于 6 月 11 日企业预警通

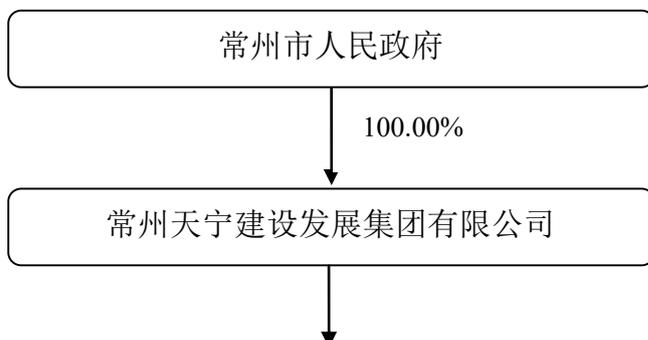
资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，天宁区政府强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

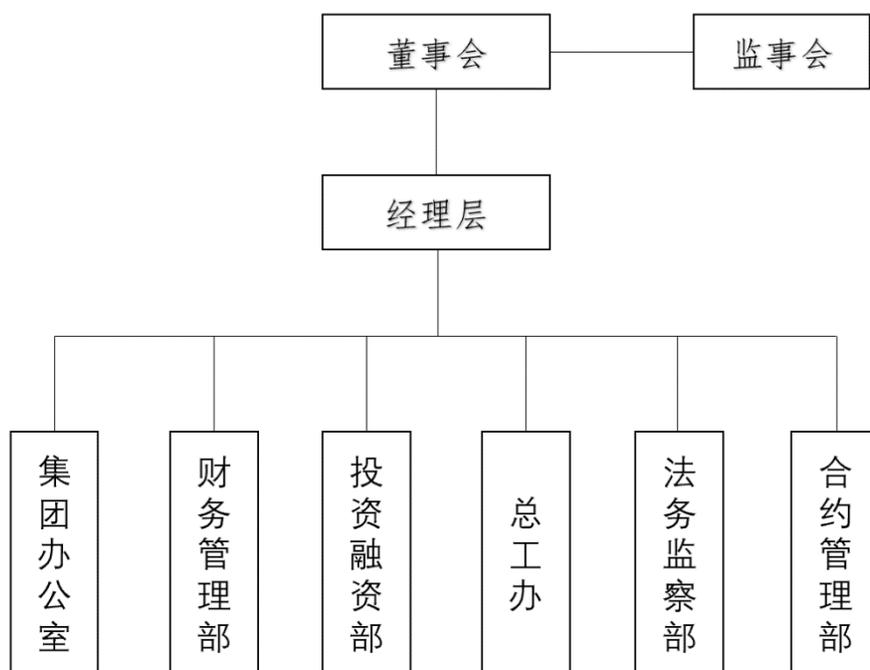
## 评级结论

综上所述，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<sup>+</sup>**，评级展望为稳定。

### 附一：常州天宁建设发展集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



序号	主要一级子公司名称	持股比例 (%)	注册资本 (亿元)
1	江苏舜宁投资建设有限公司	100.00	12.00
2	常州天隆建设实业有限公司	100.00	10.00
3	江苏金溪投资有限公司	100.00	5.05
4	常州凤凰新城建设发展有限公司	75.00	5.00
5	常州雕庄实业有限公司	100.00	0.10



资料来源：公司提供

## 附二：常州天宁建设发展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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	354,613.41	337,372.39	295,945.17	254,642.99
非受限货币资金	335,737.18	236,663.39	165,452.69	243,642.99
应收账款	85,651.18	134,199.81	194,427.15	238,841.66
其他应收款	2,278,240.86	2,436,920.28	2,694,605.81	2,797,018.14
存货	811,133.24	883,468.50	1,007,087.20	1,038,989.54
长期投资	475,356.91	510,068.00	535,040.46	535,140.46
在建工程	68,575.80	120,729.23	61,268.83	68,360.97
无形资产	78,172.71	81,178.16	43,360.30	43,175.17
资产总计	4,971,864.39	5,198,506.59	5,710,351.36	5,906,294.04
其他应付款	252,214.10	217,939.31	275,373.23	342,967.57
短期债务	821,822.67	921,727.83	598,650.64	560,410.89
长期债务	1,891,930.03	2,041,226.93	2,623,448.07	2,782,497.27
总债务	2,713,752.70	2,962,954.76	3,222,098.71	3,342,908.16
负债合计	3,191,027.29	3,339,132.84	3,703,159.40	3,896,587.99
利息支出	114,953.70	118,888.62	125,738.70	--
经调整的所有者权益合计	1,780,837.11	1,809,583.75	1,957,401.95	1,959,916.05
营业总收入	379,567.56	298,314.16	285,010.78	68,751.44
经营性业务利润	13,978.26	-19,225.93	-31,171.34	-3,469.44
其他收益	364.77	421.91	107.54	0.00
投资收益	1,366.46	2,009.68	1,200.47	0.00
营业外收入	15,429.89	42,730.96	50,460.18	5,335.07
净利润	20,515.59	23,523.44	19,523.15	2,514.09
EBIT	37,480.91	6,197.85	-14,130.08	--
EBITDA	53,413.38	26,703.74	9,204.67	--
销售商品、提供劳务收到的现金	282,167.66	258,769.33	241,291.18	34,283.70
收到其他与经营活动有关的现金	95,992.46	100,326.47	125,952.61	7,098.19
购买商品、接受劳务支付的现金	168,147.53	274,987.14	323,287.18	89,631.16
支付其他与经营活动有关的现金	111,188.46	68,230.44	193,869.72	32,521.91
吸收投资收到的现金	79,620.00	50,000.00	131,000.00	0.00
资本支出	106,245.16	35,824.81	41,570.41	43,985.70
经营活动产生的现金流量净额	64,430.37	3,897.16	-167,073.66	-85,614.41
投资活动产生的现金流量净额	-192,594.37	-75,599.89	6,991.39	-43,985.70
筹资活动产生的现金流量净额	158,895.43	-27,351.66	88,874.77	83,127.58
现金及现金等价物净增加额	30,718.72	-99,073.78	-71,210.71	-46,472.53
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	17.49	4.65	0.62	4.82
期间费用率（%）	8.23	9.97	10.45	9.09
应收类款项占比（%）	47.55	49.46	50.59	51.40
收现比（X）	0.74	0.87	0.85	0.50
资产负债率（%）	64.18	64.23	64.85	65.97
总资本化比率（%）	60.38	62.08	62.21	63.04
短期债务/总债务（%）	30.28	31.11	18.58	16.76
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.56	0.03	-1.33	--
总债务/EBITDA（X）	50.81	110.96	350.05	--
EBITDA/短期债务（X）	0.06	0.03	0.02	--
EBITDA利息保障倍数（X）	0.46	0.22	0.07	--

注：1.中诚信国际根据2021年~2023年审计报告及2024年一季度未经审计的财务报表整理；2.其他应付款、其他流动负债中的带息债务和其他权益工具中的永续债调入短期债务，长期应付款中的带息债务和其他权益工具中的永续债调入长期债务；3.本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。

### 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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
现金流	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
	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 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号——非经常性损益》证监会公告[2008]43号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No. 2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86 (10) 66428877

Fax: +86 (10) 66426100

Web: www.ccxi.com.cn