

2013 年溧水县城镇建设投资有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号:

中鹏信评【2019】跟踪第
【200】号 02

债券简称:

13 溧水债/PR 溧城建

增信方式:

银行流动性支持

债券剩余规模:

2 亿元

债券到期时间:

2020 年 5 月 29 日

债券偿还方式:

单利按年计息, 在 本期 债券
存续期的第 3 年至第 7 年末
分别偿还本金总额的 20%

分析师

姓名:

韩晨皓 龚程晨

电话:

021-51035670

邮箱:

gongchch@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资信
评估股份有限公司城投公司
主体长期信用评级方法, 该
评级方法已披露于公司官方
网站。

中证鹏元资信评估股份有限
公司

地址: 深圳市深南大道 7008
号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.cspengyuan.com

2013 年溧水县城镇建设投资有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 28 日	2018 年 06 月 26 日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司 (以下简称“中证鹏元”) 对南京溧水城市建设集团有限公司¹ (以下简称“溧水城建”或“公司”) 及其 2013 年 5 月 29 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2019 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA+, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部环境仍较好, 为其发展提供了良好基础, 公司业务持续性仍然较好, 继续获得了较大力度的外部支持, 并且中信银行股份有限公司南京分行 (以下简称“中信银行南京分行”) 提供的流动性支持对本期债券的本息偿付起到了进一步的保障作用; 同时我们也关注到, 公司在建、拟建项目尚需投资规模较大, 资金压力较大, 公司资产流动性较弱, 偿债压力较大, 存在较大的或有负债风险等风险因素。

正面:

- 外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础。2018 年, 溧水区实现地区生产总值 780.0 亿元, 按可比价格计算, 较上年增长 8.0%, 溧水区经济保持稳定增长, 继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司主要业务持续性较好。公司主要从事溧水区市政公用设施、保障性住房等工程建设以及部分土地一级开发整理工作, 主要业务在区域内具有垄断性。截至 2018 年末, 公司在建、拟建基础设施项目投资总额为 88.69 亿元, 已投资 31.81 亿元; 主要在建、拟建保障房总投资 105.97 亿元, 已投资 47.74 亿元, 主要业务持续性仍然较好。

¹ 2013 年 8 月, 公司名称由溧水县城镇建设投资有限公司更改为南京溧水城市建设集团有限公司。

- 公司获得的外部支持力度仍较大。2018 年，公司获得溧水区财政局资本扶持资金 10.01 亿元；同期公司获得溧水区财政局财政补贴 6.25 亿元，有效提升公司的资本实力和盈利能力。
- 银行流动性支持为本期债券的本息偿付起到了进一步的保障作用。中信银行南京分行提供的流动性支持对本期债券的本息偿付起到了进一步的保障作用。

关注：

- 公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大资金压力。截至 2018 年末，公司主要在建及拟建基础设施建设项目尚需投资 56.88 亿元，主要在建保障房尚需投资 58.23 亿元，随着项目建设的推进，公司还需投入大量建设资金，2018 年公司经营活动现金净流出 55.44 亿元，资金支出压力较大。
- 公司资产中存货占比较大，整体资产流动性较弱。截至 2018 年末，公司存货占总资产的比重为 73.87%，其中存货主要包括拟开发土地、保障房以及代建工程，集中变现难度较大，且已抵押土地 47.57 亿元，占拟开发土地账面价值的比重为 52.96%，公司整体资产流动性较弱。
- 公司有息债务规模继续增长，面临的债务偿付压力增大。截至 2018 年末，公司资产负债率为 63.68%，有息债务规模达 269.89 亿元，较上年末增长 35.90%，占负债总额的比重为 91.00%，其中短期有息债务规模为 47.53 亿元，公司面临的债务偿付压力较大。2018 年公司 EBITDA 保障倍数下降至 0.41，公司盈利对利息保障程度明显降低。
- 公司对外担保余额较大，存在较大的或有负债风险。截至 2018 年末，公司对外担保余额为 147.36 亿元，占同期末所有者权益的比重的 87.13%；公司对外担保对象主要为地方国有企业，不存在反担保措施，存在较大的或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	4,657,217.81	3,755,159.44	3,350,516.47
所有者权益	1,691,415.57	1,567,167.91	1,528,751.88
有息债务	2,698,948.60	1,986,042.87	1,703,963.00
资产负债率	63.68%	58.27%	54.37%
流动比率	6.02	7.03	7.30
主营业务收入	152,003.00	134,113.17	106,153.52

补贴收入	62,511.91	45,706.49	31,455.12
利润总额	27,341.24	28,644.73	22,619.83
主营业务毛利率	-3.94%	-0.94%	7.90%
EBITDA	55,714.83	43,450.04	36,681.37
EBITDA 利息保障倍数	0.41	2.52	2.28
经营活动现金流净额	-554,421.56	-303,115.73	-274,828.86

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

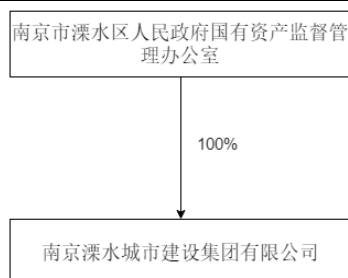
一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2013 年 5 月 29 日公开发行 7 年期 10 亿元公司债券，募集资金用于溧水区城南新区经济适用房工程项目和溧水区新城区棚户区改造定向安置房项目，截至 2019 年 05 月 30 日，本期债券募集资金专项账户余额为 101.39 万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，截至 2019 年 5 月 31 日，公司注册资本和实收资本均为 100,000.00 万元，控股股东为南京市溧水区人民政府国有资产监督管理办公室，实际控制人为南京市溧水区人民政府，公司的股权结构如下图所示。

图1 截至2019年5月31日公司股权结构



资料来源：公司提供

2018 年度，公司新纳入合并范围子公司 1 家，系投资设立南京市溧水区校车服务有限公司，无减少子公司。截至 2018 年末纳入合并范围内子公司情况见附录二。

表 1 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
南京市溧水区校车服务有限公司	100%	2,000.00	校车服务、汽车租赁服务	设立

资料来源：2018 年公司审计报告

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设和投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法

依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。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)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。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，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)，明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；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；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；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。

表2 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方

	的通知》(财预[2018]34号)		政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《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)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《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)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;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;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;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

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年南京市工业经济运行平稳,产业结构持续优化,经济保持稳步发展

2018年,南京市经济运行总体较稳定,全年实现地区生产总值12,820.40亿元,按可比价格计算,较上年增长8.0%;其中,第一产业增加值273.42亿元,同比增长0.6%;第二产业增加值4,721.61亿元,同比增长6.5%;第三产业增加值7,825.37亿元,同比增长9.1%。三次产业结构由上年的2.3:38.0:59.7调整为2.1:36.9:61.0,其中服务业增加值占地区生产总值的比重达61.0%,同比提高1.3个百分点。按常住人口计算,2018年南京市人均地区生产总值达到15.29万元,是全国人均地区生产总值的236.50%,南京市经济发展情况较好。

工业经济方面,2018年南京市实现工业增加值4,055.14亿元,较上年增长7.3%。分行业看,计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增长12.1%、石油加工、炼焦和核燃料加工业增长12.1%、黑色金属冶炼和压延加工业增长14.0%、仪器仪表制造业增长14.7%。新产品增长潜力不断释放,全年规模以上工业新产品产值增长18.9%。新能源汽车产量增长253.1%,工业机器人增长108.9%,智能电视增长17.9%,城市轨道车辆增长107.1%。

固定资产投资方面，2018 年南京市全社会固定资产投资较上年增长 9.4%，三次产业投资比例为 0.1:16.3:83.6，第二、三产业仍是主要的投资需求所在，南京市固定资产投资增势平稳。房地产市场方面，全市房地产开发投资 2,354.17 亿元，比上年增长 8.5%。其中，住宅投资 1,547.64 亿元，增长 0.3%；商业用房投资 351.93 亿元，增长 33.8%，房地产市场投资增速较上年略有下降。

表 3 2017-2018 年南京市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	12,820.40	8.0%	11,715.10	8.1%
第一产业增加值	273.42	0.6%	263.01	1.2%
第二产业增加值	4,721.61	6.5%	4,454.87	5.1%
第三产业增加值	7,825.37	9.1%	6,997.22	10.3%
工业增加值	4,055.14	7.3%	3,853.39	6.0%
固定资产投资总额	-	9.4%	6,215.20	12.3%
社会消费品零售总额	5,832.46	8.4%	5,604.66	10.2%
存款余额	34,524.86	12.2%	30,764.63	8.5%
贷款余额	29,065.66	15.5%	25,159.48	13.0%
人均GDP（万元）	15.29		14.11	
人均GDP/全国人均GDP	236.50%		236.51%	

注：“-”中数据未公开披露。

资料来源：2017-2018 年南京市国民经济和社会发展统计公报

2018年南京市实现公共财政收入1,470亿元，同比增长11.1%，其中税收收入1,242.5亿元，占公共财政收入比重为84.52%；实现政府性基金收入1,614.6亿元，同比下降5.38%；同期南京市公共财政支出为1,532.7亿元，同比增长13.2%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为95.91%。

2018 年溧水区经济总量保持稳定增长，继续为公司发展提供了良好基础

2018 年溧水区经济保持持续增长，全年实现地区生产总值 780.0 亿元，按可比价格计算，较上年增长 8.0%，保持较快增长。2018 年溧水区人均地区生产总值为 16.48 万元，较上年增长 5.51%，与全国人均地区生产总值的比值为 254.94%，经济发展水平较高。

工业经济方面，2018 年全区规模以上工业实现产值较上年增长 15.0%，全年新增规模以上工业企业 72 家，溧水区工业经济运行情况平稳。2018 年溧水区完成固定资产投资较上年增长 9.6%，其中制造业投资占比为 48.7%，工业技改投资占比为 54.7%；高新技术投资和工业固定资产投资增速较快，高新技术投资同比增长 12.3%，工业固定资产投资同比增长 8.9%。2018 年溧水区实现社会消费品零售总额 235.0 亿元，同比增长 10.0%；实现对

外贸出口额 58.0 亿元，同比增长 9.8%，消费和进出口对经济增长起到一定拉动作用。

表 4 2017-2018 年溧水区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	780.0	8.0%	700.0	8.9%
第一产业增加值	-	-	42.3	2.9%
第二产业增加值	-	-	363.0	9.0%
第三产业增加值	-	-	294.8	9.7%
规模以上工业产值	-	15.0%	1,224.1	13.0%
固定资产投资	-	9.6%	610.6	12.4%
社会消费品零售总额	235.0	10.0%	213.7	10.4%
对外贸易出口额	58.0	9.8%	42.9	17.2%
人均GDP（万元）	16.48		15.62	
人均GDP/全国人均GDP	254.94%		263.55%	

注：2018 年人均 GDP 系由地区生产总值和截至 2018 年末溧水区常住人口计算得来；“-”中数据未公开披露。

资料来源：溧水区 2017 年国民经济与社会发展统计公报、关于溧水区 2018 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2019 年国民经济和社会发展规划草案的报告

2018年溧水区实现公共财政收入63.09亿元，同比增长11.3%，其中税收收入50.68亿元，占公共财政收入比重为80.33%；实现政府性基金收入67.85亿元，同比下降34.90%；同期溧水区公共财政支出为95.33亿元，同比增长8.5%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为66.18%。

四、经营与竞争

公司仍是溧水区从事基础设施投融资的重要主体，主要参与溧水区市政公用设施、保障性住房等工程建设以及部分土地一级开发整理工作。2018 年公司实现主营业务收入 15.20 亿元，较上年增长 13.34%，主要系随着公司承建的保障房项目施工进度不断推进，逐步确认保障房收入所致。保障房销售收入成为公司 2018 年主营业务收入的主要来源，占比达 61.73%。

毛利率方面，工程业务毛利率较为稳定；2018 年公司保障房销售毛利率为负，系政府指导保障房售价较低，且公司首批开发保障房建筑成本相对较高所致；自来水管安装收入的毛利率为 46.46%，较上年有所下降，公共客运和污水处理业务属于公益性事业，经营处于亏损状态。受以上因素的影响，2018 年公司主营业务毛利率为-3.94%。

表 5 2017-2018 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程收入	28,640.53	4.63%	112,695.39	4.63%
保障房销售收入	93,835.50	-0.52%	-	-
公共客运收入	2,844.36	-485.41%	3,055.93	-350.97%
自来水供水收入	6,364.78	14.21%	6,280.26	19.93%
自来水管安装收入	17,524.77	46.46%	10,189.17	47.97%
污水处理费	2,602.03	-68.75%	1,719.03	-94.38%
其他	191.03	-147.43%	173.38	-154.14%
合计	152,003.00	-3.94%	134,113.17	-0.94%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程收入大幅下降，目前公司承担的基础设施建设任务较多，未来业务仍具有持续性，考虑到项目建设资金规模较大，公司面临较大的资金压力

根据溧政发[2008]第 121 号文件，溧水区政府委托公司代建区内城市基础设施、安置房等项目；在基础设施建设方面，公司与政府签订委托代建协议，由公司筹集建设资金。根据南京市溧水区人民政府与公司签订的政府购买协议书，溧水区人民政府在本年度按公司基础设施建设成本加成 5%的比例确认购买金额，款项由溧水区人民政府分四期支付，前三年各支付 30%，第四年支付 10%。2018 年公司取得工程收入 28,640.53 万元，主要来源于土地开发整理收入、交通干线工程建设和城市基础设施建设收入，较上年大幅下降 74.59%，系由于 2018 年公司工程业务部分项目暂未结算所致。

截至 2018 年末，公司主要在建基础设施项目包括 S341 项目、宁高新通道溧水段和无想山城市公园二期等；根据已有项目立项书，公司的拟建项目包括秦淮大道综合管廊及沿线地下空间、南堡社区中心和省溧中改扩建一期工程等，在建、拟建项目预计总投资合计 88.69 亿元，累计已完成投资 31.81 亿元，随着在建拟建项目完工及结算，未来工程业务仍具有持续性，但尚需投资规模超过 56.88 亿元，公司面临较大的资金压力。

表 6 截至 2018 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
S341 项目	13.90	10.63
宁高新通道溧水段	11.87	8.89
公交停保场	2.20	0.04
无想山城市公园二期	11.80	5.00
人力资源市场	2.01	2.00
城隍庙商业街区	9.80	2.48

人才公寓	5.10	1.88
毛家山设计师酒店	3.20	0.89
合计	59.88	31.81

注：公司在建项目较多，表中仅列出公司总投资规模较大的主要在建项目。

资料来源：公司提供

表 7 截至 2018 年末公司主要拟建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资
秦淮大道综合管廊及沿线地下空间	97,033.10
南堡社区中心	54,415.59
省溧中改扩建一期工程	53,649.00
西山下泵站扩容（清水通道扩容）	40,602.00
南京溧水秦源污水厂四期扩建工程	36,149.00
南堡幼儿园	6,272.00
合计	288,120.69

资料来源：公司提供

2018 年公司保障房销售业务实现收入规模较大，但毛利率为负，公司在建、拟建保障房项目较多，业务持续性较好，但面临较大的资金压力

公司的保障房业务主要由子公司南京溧水中山保障房建设有限公司负责，主要采取以政府回购和自行向符合安置条件的住户销售相结合的模式，但大部分仍以政府回购为主。随着公司承建的保障房项目施工进度不断推进，逐步确认保障房收入，2018 年公司实现保障房销售收入 93,835.50 万元，系幸福佳苑安置房项目完工，公司与南京市溧水区住房保障和房产局办理移交结算确认的收入。

公司目前在建的安置房项目较多，部分与政府签订回购协议，业务持续性较好。截至 2018 年末，公司主要在建、拟建安置房项目计划总投资 105.97 亿，已完成投资 47.74 亿元，未来尚需投资 58.23 亿元，公司面临较大的资金压力。

表 8 截至 2018 年末公司主要在建、拟建安置房项目建设情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
双塘景苑一期	5.62	5.31
双塘景苑二期	1.30	0.42
秋湖嘉苑南	7.90	6.53
秋湖嘉苑北（秋湖嘉苑二期）	10.60	6.82
屏溪佳苑安置房	8.82	7.23
金龙南郡一期	12.04	9.72
金龙南郡二期	4.52	1.49
湖韵怡居	3.50	1.02

锦和家园	3.10	1.55
西肖安置点（秀园南苑）	10.00	0.01
秦淮东郡	10.00	7.64
秀园西苑二期	11.46	-
秀园西苑三期	7.07	-
秀园南苑	10.04	-
合计	105.97	47.74

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

自来水供水、管道安装收入持续增长，公交客运和污水处理业务为公益性事业，经营处于亏损状态；其他经营性业务收入对公司营业收入形成有益补充

公司供水业务主要由南京溧水清源水务集团有限公司（下面简称“溧水清源”）负责，业务范围涵盖自来水供应、自来水工程安装、水暖器材、五金、建筑材料批发、零售以及纯净水生产等。其业务主要由下属分公司南京市溧水区永阳分公司、南京市溧水区石湫分公司、南京市溧水区东屏分公司、南京市溧水区晶桥分公司、南京市溧水区白马分公司、南京市溧水区洪蓝分公司经营，业务范围涵盖溧水城区、东屏、晶桥、东庐、石湫、白马、洪蓝等区域。2018 年公司积极推进供水项目建设，日供水能力较 2017 年有所上升，供水量较上年有所提升，供水业务收入 6,364.78 万元，同比小幅上升 1.35%。

表 9 2017-2018 年公司供水业务主要指标

项目	2018 年	2017 年
供水面积（平方公里）	960	960
服务人口（万人）	38	38
供水能力（万吨/日）	11.5	10
供水总量（万吨）	4,071	3,865
售水总量（万吨）	3,119	2,794

资料来源：公司提供

自来水管道路安装业务由溧水清源的孙公司南京溧水清泉管道安装工程有限公司（以下简称“清泉管道公司”）负责运营，进行管道安装施工等，完工后根据审计结果与业主单位结算。2018 年公司实现自来水管道路安装收入 1.75 亿元，同比上升 71.99%，系 2018 年清泉管道公司的管道施工项目较多所致。2018 年公司自来水管道路安装业务毛利率为 46.46%，较上年小幅下降 1.51 个百分点，系人力成本等略有上升所致。

公司公交客运业务由子公司南京溧水交通公共客运有限公司（“溧水交通”）负责经营，主营业务范围包括公交客运、客运出租运输、汽车租赁服务、保洁服务、设计、制作、发布和代理各类广告等。公司现有员工 710 人，公司拥有公交客运车辆 477 辆，公交线路 84 条，其中城区 33 条线路，镇村 51 条线路；纯电动出租车 100 辆，其中已投入运营 72

辆；投放自行车 2,275 辆，已建公共自行车站点 134 个；公司承担着全区范围内公共交通运输保障和绿色环保出行任务。2018 年公共客运收入为 2,844.36 万元，同比下降 6.92%，毛利率依然为负，主要是由于公交业务具有公益性质，近年经营处于亏损状态。

2018 年公司继续获得了较大的外部支持

作为溧水区重要的城市基础设施、安置房项目的投融资和建设主体，公司在资产注入、补贴方面得到外部的较大支持。资产注入方面，2018 年溧水区财政局向公司拨入 10.01 亿元作为资本扶持，提升了公司资本实力。此外，由于公司在基础设施、安置房建设等方面的资金支出规模较大，2018 年公司合计获得补贴 6.25 亿元，补贴收入对公司利润总额的贡献较大。整体来看，公司获得的外部支持力度较大，有效提升了公司资本实力和盈利规模。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017-2018 审计报告，审计报告均采用旧会计准则编制。2018 年度，公司新增纳入合并范围的子公司 1 家，具体情况见表 1；截至 2018 年末，公司纳入合并报表范围的子公司共 16 家，具体情况见附录二。

资产结构与质量

2018 年公司资产规模持续增长，但资产中以开发成本为主的存货占比较大，且存货中土地资产受限比例较高，整体资产流动性较弱

得益于各类在建项目的持续推进，2018 年公司资产规模继续保持较快增长。截至 2018 年末，公司资产总额为 465.72 亿元，较上年末增长 24.02%。公司资产仍以流动性资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货等构成。2018 年末，公司货币资金余额为 63.72 亿元，同比增加 16.12%，主要是银行存款；货币资金使用受限比例为 9.44%，其中 1.01 亿元用于银行存款质押，5.00 亿元用于银行承兑汇票保证金，另外还有 33 万元用于保函保证金。公司应收账款主要是应收政府部门工程款，2018 年末公司应收账款账面价值为 12.74 亿元，同比大幅上升 507.31%，主要是因业务往来对南京市

溧水区住房保障和房产局的应收账款增加所致。公司其他应收款主要系与政府部门及部分企业的往来款项，2018 年末规模为 20.55 亿元，较上年末下降 37.35%，计提坏账准备 1.46 亿元；其他应收款前五大公司是南京市溧水区财政局、南京市溧水区和凤镇财政和资产管理局、南京市溧水区东屏镇财政所、南京市溧水区晶桥镇财政和资产管理局和南京溧水区白马镇财政所，合计占 2018 年末其他应收款余额的比重为 82.27%。考虑到公司的业务性质和应收类款项的对象，该款项未来回收风险不大，但回收时间不确定，从账龄结构来看，其他应收款账龄在 2 年以上的占比 46.84%，存在一定的资金占用情况。

公司存货主要由土地资产和开发成本构成，2018 年末公司存货规模为 344.02 亿元，较上年增长 27.64%；其中拟开发土地账面价值为 89.83 亿元，较上年末增长 11.02%，公司拟开发土地中有 22.69 亿土地资产系政府投资或注入，其他均为缴纳土地出让金所得；开发成本规模为 253.98 亿元，较上年末增长 27.64%，主要系 2018 年公司在建的安置房项目、道路桥梁项目、水利设施项目以及市政基础设施项目大幅增加所致。截至 2018 年末，存货中 47.57 亿元土地资产用于借款抵押，占拟开发土地账面价值的比重为 52.96%。

公司非流动资产主要为长期股权投资和无形资产，公司长期股权投资系对宁高轨道交通有限责任公司（以下简称“宁高轨交公司”）和南京溧铁建设工程有限公司的投资，截至 2018 年末账面 5.45 亿元，2018 年公司追加对宁高轨交公司投资 4.08 亿元使得长期股权投资账面价值较上年上涨较多，2018 年末实现投资收益。2018 年末公司无形资产账面价值为 7.57 亿元，主要由 7.56 亿元土地使用权构成。

截至 2018 年末，公司受限资产合计 54.92 亿元，占总资产的比重为 11.79%，其中货币资金受限金额为 6.02 亿元，存货中的土地资产受限金额为 47.57 亿元，无形资产中土地使用受限金额为 1.33 亿元。

整体上看，得益于各类在建项目建设的持续推进，2018 年公司资产规模继续保持较快增长，但资产中存货占比较大，主要以开发成本为主，且存货中土地资产受限比例较高，公司整体资产流动性较弱。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	637,188.68	13.68%	548,737.09	14.61%
应收账款	127,436.65	2.74%	20,983.81	0.56%
其他应收款	205,494.28	4.41%	327,978.45	8.73%
存货	3,440,168.28	73.87%	2,695,304.04	71.78%
流动资产合计	4,471,117.45	96.00%	3,625,815.85	96.56%

长期股权投资	54,477.83	1.17%	12,244.83	0.33%
无形资产	75,675.03	1.62%	77,780.21	2.07%
非流动资产合计	186,100.36	4.00%	129,343.58	3.44%
资产总计	4,657,217.81	100.00%	3,755,159.44	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018 年公司主营业务收入保持增长，主营业务毛利率持续为负，盈利能力较差；2018 年公司补贴收入继续增加，政府补助对公司盈利贡献较高

2018 年，公司主营业务收入 15.20 亿元，较上年增长 13.34%，主要是 2018 年公司销售保障房实现收入规模较大；从收入的构成来看，2018 年保障房销售收入是公司营业收入的主要来源；由于 2018 年公司工程业务部分项目暂未结算，工程收入较上年大幅下降 74.59%，截至 2018 年末，公司承担的基础设施建设任务和在建保障房项目较多，业务持续性较好。毛利率方面，2018 年公司主营业务毛利率为-3.94%，较上年下降 3 个百分点，主要系收入占比较大的保障房销售业务毛利率为负所致，公司业务盈利能力较差。

2018 年公司营业利润为-3.51 亿元，主营业务亏损规模持续扩大。由于公司在基础设施、安置房和保障房建设等方面的资金支出规模较大，2018 年公司获得政府补助 6.25 亿元，较上年增长 36.77%，政府补助有效弥补了公司主营业务的亏损，并在一定程度上维持了公司的盈利水平。2018 年，公司实现利润总额 2.73 亿元，较上年小幅下降 4.55%，利润总额全部来自政府补助。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
主营业务收入	152,003.00	134,113.17
营业利润	-35,138.55	-16,814.16
政府补助	62,511.91	45,706.49
利润总额	27,341.24	28,644.73
主营业务毛利率	-3.94%	-0.94%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018 年公司经营活动现金流表现较差，考虑到公司目前在建项目后续存在较大的资金需求，未来仍面临较大的资金压力

2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 10.22 亿元，较上年下降 52.53%，

主要是受到业务资金回流周期的影响。2018 年公司收到的其他与经营活动有关的现金 45.78 亿元，主要是关联方往来款项。由于公司在建项目投入较大，2018 年公司支付的购买商品、接受劳务支付的现金 77.71 亿元，较上年上升 9.33%。总的来看，公司在建工程较多，项目投资需要资金量较大，经营活动资金净流出规模较大，经营活动现金流表现较差，2018 年公司经营活动产生的现金净流出 55.44 亿元。

2018 年公司投资活动产生的现金净流出 6.13 亿元，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 1.79 亿元和增加对宁高轨交公司的长期股权投资 4.08 亿元。筹资活动方面，由于在建项目资金支出规模较大，近年来公司外部融资规模持续增长，2018 年公司借款收到的现金为 47.15 亿元，吸收投资收到的现金为 70.60 亿元，主要系发行债券收到的资金。2018 年公司偿还债务支付现金和分配股利、利润或偿还利息所支付的现金共计 45.15 亿元，综合上述因素影响，2018 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 70.56 亿元，较上年上升 140.46%，筹资活动现金净流入规模明显上升。

整体上看，受在建项目资金投入较大影响，2018 年公司经营活动现金流继续呈现较大规模的净流出，为满足经营活动和偿还债务的资金需求，公司筹资活动现金流入规模依然较大。考虑到公司目前在建项目后续仍存在较大的资金需求，未来面临的资金压力较大。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.67	1.61
销售商品、提供劳务收到的现金	102,218.50	215,352.01
收到的其他与经营活动有关的现金	457,790.54	521,930.45
经营活动现金流入小计	560,044.91	737,307.07
购买商品、接受劳务支付的现金	777,103.99	710,770.65
支付的其他与经营活动有关的现金	280,222.01	3,303,968.48
经营活动现金流出小计	1,114,466.48	1,040,422.79
经营活动产生的现金流量净额	-554,421.56	-303,115.73
投资活动产生的现金流量净额	-61,326.22	-4,310.35
筹资活动产生的现金流量净额	705,568.87	293,427.87
现金及现金等价物净增加额	89,821.09	-13,998.20

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2018 年末公司有息债务规模继续增长，债务偿付压力增大，公司盈利对利息保障程度明显降低

收益于公司盈余积累和政府资本性投入增加资本公积，2018 年末公司所有者权益增加至 169.14 亿元，较上年末小幅增长 7.93%。受外部融资规模扩大等因素影响，2018 年末公司负债总额增至 296.58 亿元，较上年末增长 35.55%。2018 年末公司产权比率升至 175.34%，较上年末提升 35.73 个百分点，公司所有者权益对负债的保障程度较差。公司负债仍以非流动负债为主。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债合计	2,965,802.24	2,187,991.53
所有者权益合计	1,691,415.57	1,567,167.91
产权比率	175.34%	139.61%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、预收账款、其他应付款和一年内到期的长期负债等部分构成。截至 2018 年末，公司短期借款余额为 13.23 亿元，其中 12.23 亿元保证借款和 1.00 亿元质押借款；预收款项账面余额为 13.22 亿元，同比上升 54.96%，主要是对南京溧水商贸旅游集团有限公司的预收款增加所致。2018 年末公司其他应付款余额为 10.23 亿元，较上年末上升 17.56%，主要系与南京溧水商贸旅游集团有限公司、南京溧水高新技术产业投资有限公司、南京市溧水区财政局、江苏省宁强建设有限公司和南京市溧水区经济技术开发总公司的项目结算款项，合计占比 59.90%。公司一年内到期的长期负债系由上年末的长期借款、应付债券和长期应付款转入，2018 年末余额为 30.30 亿元，较上年末增加 9.98%。

公司非流动负债主要包括长期借款和应付债券。随着在建项目建设的持续推进，为满足项目建设的长期资金需求，公司长期借款和应付债券规模较大；截至 2018 年末，公司长期借款余额为 139.86 亿元，主要系 106.23 亿元保证借款和 29.58 亿元抵押借款；2018 年末公司应付债券余额为 79.54 亿元，较上年末大幅增加 256.68%，系公司本年度发行 15.0 亿元 18 溧水 01、9.0 亿元 18 溧水城建 PPN001、10.0 亿元溧水城建 PPN002、5.7 亿元 18 溧水 02、11.5 亿元 18 溧水停车、5.0 亿元 18 溧水城建 PPN003 和 5.0 亿元 18 溧水城建 PPN004 所致。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	132,300.00	4.46%	38,500.00	1.76%
预收款项	132,229.60	4.46%	85,329.87	3.90%

其他应付款	102,266.52	3.45%	86,993.54	3.98%
一年内到期的长期负债	302,996.04	10.22%	275,492.71	12.59%
流动负债合计	742,149.68	25.02%	515,941.37	23.58%
长期借款	1,398,553.56	47.16%	1,419,351.16	64.87%
应付债券	795,400.00	26.82%	223,000.00	10.19%
非流动负债合计	2,223,652.56	74.98%	1,672,050.16	76.42%
负债合计	2,965,802.24	100.00%	2,187,991.53	100.00%
其中：有息债务	2,698,948.60	91.00%	1,986,042.87	90.77%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

受外部融资规模显著扩大影响，2018 年末公司有息债务规模增至 269.89 亿元，较上年末增长 35.90%，占公司负债总额的比重为 91.00%，维持较高水平；其中，短期有息债务规模为 47.53 亿元，占公司有息债务规模的比重为 17.61%，长期有息负债规模为 222.37 亿元，占公司有息债务规模的比重为 82.39%。总体上看，公司有息债务规模较大且持续攀升，面临较大的债务偿付压力。

从偿债指标看，2018 年末公司资产负债率为 63.68%，较上年末提升 5.42 个百分点。2018 年末公司流动比率和速动比率分别为 6.02 和 1.39，较上年末均有所下降，考虑到公司流动资产中存货占比较高，流动性较差，公司实际短期偿债能力较低。2018 年公司 EBITDA 为 55,714.83 万元，较上年增长 28.23%；2018 年公司 EBITDA 保障倍数为 0.41，公司盈利对利息保障程度明显降低。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	63.68%	58.27%
流动比率	6.02	7.03
速动比率	1.39	1.80
EBITDA（万元）	55,714.83	43,450.04
EBITDA 利息保障倍数	0.41	2.52
有息债务/EBITDA	48.44	45.71

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

中信银行南京分行提供的流动性支持对于本期债券的本息偿付起到了进一步的保障作用

公司与中信银行南京分行签订了《流动性支持贷款协议》（以下简称“协议”），中信南京分行为本期债券提供流动性支持。

协议规定：本期债券存续期内，当公司对本期债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，公司应在付息和本金兑付日前 15 个工作日通知中信南京分行，中信南京分行在每次付息和本金兑付日前 10 个工作日给公司不超过本期债券本息偿还金额的流动性支持贷款，该流动性支持贷款为本期债券的本息偿付提供了进一步的保障。同时，中证鹏元也关注到银行流动性支持在实际执行时可能会面临很多方面的制约。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年4月18日），近三年公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至 2018 年 12 月 31 日，公司及下属子公司对外担保余额为 147.36 亿元，占同期末所有者权益的比重的 87.13%。公司对外担保对象主要为地方国有企业，但公司对外担保余额较大，不存在反担保措施，仍存在较大的或有负债风险。

表 16 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保余额	类型	担保到期日
江苏南京白马现代农业高新技术产业园有限公司	24,800.00	保证	2024/6/30
	30,000.00	保证	2025/4/25
	30,000.00	保证	2028/3/20
	10,000.00	保证	2020/1/2
	7,880.00	保证	2020/12/21
	7,750.00	保证	2023/11/13
	4,500.00	保证	2019/12/27
江苏幸庄建设发展集团有限公司	30,000.00	保证	2022/10/25
	27,000.00	保证	2024/11/24
	10,000.00	保证	2019/11/1
南京溧水高新创业投资管理有限公司	10,000.00	保证	2028/12/18
南京溧水高新技术产业投资有限公司	60,000.00	保证	2027/9/26
南京溧水洪蓝旅游开发有限公司	6,000.00	保证	2020/1/20
南京溧水经济技术开发区总公司	80,000.00	保证	2026/8/28
	12,000.00	保证	2019/12/21
	6,666.00	保证	2020/12/29

南京溧水经济开发区南区开发有限公司	8,000.00	保证	2019/6/30
	2,000.00	保证	2019/11/1
南京溧水科技发展有限公司	192,000.00	保证	2032/12/20
	45,000.00	保证	2032/12/20
南京溧水商贸旅游集团天生桥文化旅游发展有限公司	5,000.00	保证	2021/1/28
南京溧水商贸旅游集团有限公司	164,000.00	保证	2028/7/22
	200,000.00	保证	2026/8/21
	130,000.00	保证	2028/2/8
	36,000.00	保证	2027/12/21
	10,000.00	保证	2021/3/11
	10,000.00	保证	2021/6/5
	8,750.00	保证	2021/6/19
	6,000.00	保证	2021/3/19
南京润科置业有限公司	45,000.00	保证	2022/8/30
南京石湫文化创意有限公司	29,000.00	保证	2027/12/28
	27,000.00	保证	2027/2/9
南京市溧水区白马经济实业总公司	6,750.00	保证	2023/12/11
南京市溧水区东屏新市镇建设发展有限公司	10,000.00	保证	2024/4/24
	5,000.00	保证	2020/6/15
南京市溧水区三农土地复垦发展有限公司	48,000.00	保证	2024/12/31
	10,000.00	保证	2019/9/30
南京双牌石城镇建设有限公司	5,000.00	保证	2019/12/31
南京朱家边文化旅游发展有限公司	6,750.00	保证	2024/1/5
南京溧水商贸旅游集团旭日投资发展有限公司	11,000.00	保证	2022-11
南京苏通路桥工程有限公司	4,500.00	保证	2019-12
	2,000.00	保证	2020-1
	3,500.00	保证	2020-2
南京溧水国资经营集团有限公司	25,000.00	保证	2021/5/1
南京团盛建设发展有限公司	46,872.00	保证	2021/1/21
南京团盛建设发展有限公司	8,928.00	保证	2021/1/21
江苏南京白马现代农业高新技术产业园有限公司	6,000.00	保证	2027/1/8
合计	1,473,646.00		

资料来源：公司2018审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2018 年，溧水区实现地区生产总值 780.0 亿元，按可比价格计算，较上年增长 8.0%，溧水区经济保持稳步增长，继续为公司发展提供了良好基础；公司业务在区域内具有垄断性且业务持续性仍然较好，截至 2018 年 12 月末，公司在建、拟建基础设施项目投资总额为 88.69 亿元，已投资 31.81 亿元；主要在建保障房总投资 105.97 亿元，已投资 47.74 亿元，主要业务持续性仍然较好；2018 年公司获得的外部支持力度仍较大，并且中信银行

南京分行提供的流动性支持对本期债券的本息偿付起到了进一步的保障作用。

同时，中证鹏元也关注到公司在建及拟建项目资金需求较大，面临较大的资金压力，截至 2018 年末，公司主要在建及拟建基础设施建设项目尚需投资 56.88 亿元，主要在建保障房尚需投资 58.23 亿元。公司资产中存货占比较大，存货主要为拟开发土地、保障房和代建工程，变现难度大，整体资产流动性较弱；公司有息债务规模继续增长，截至 2018 年末，公司有息债务规模达 269.89 亿元，同比增长 35.90%，面临较大的债务偿还压力；公司对外担保余额较大，截至 2018 年末，公司对外担保余额为 147.36 亿元，占同期末所有者权益的比重为 87.13%，存在较大的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元将本期债券信用等级维持为 AA+，公司主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	637,188.68	548,737.09	655,512.30
应收账款	127,436.65	20,983.81	55,327.23
其他应收款	205,494.28	327,978.45	216,084.40
存货	3,440,168.28	2,695,304.04	2,274,907.78
资产总计	4,657,217.81	3,755,159.44	3,350,516.47
短期借款	132,300.00	38,500.00	70,486.00
预收款项	132,229.60	85,329.87	19,673.80
其他应付款	102,266.52	86,993.54	58,476.65
一年内到期的非流动负债	302,996.04	275,492.71	181,979.44
长期借款	1,398,553.56	1,419,351.16	1,183,612.66
应付债券	795,400.00	223,000.00	158,000.00
长期应付款	29,699.00	29,699.00	39,084.90
负债合计	2,965,802.24	2,187,991.53	1,821,764.58
有息债务	2,698,948.60	1,986,042.87	1,703,963.00
所有者权益	1,691,415.57	1,567,167.91	1,528,751.88
主营业务收入	152,003.00	134,113.17	106,153.52
营业利润	-35,138.55	-16,814.16	-8,868.87
补贴收入	62,511.91	45,706.49	31,455.12
净利润	25,165.70	26,300.01	22,348.36
经营活动产生的现金流量净额	-554,421.56	-303,115.73	-274,828.86
投资活动产生的现金流量净额	-61,326.22	-4,310.35	-2,123.06
筹资活动产生的现金流量净额	705,568.87	293,427.87	627,220.20
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	-3.94%	-0.94%	7.90%
收现比	0.67	1.61	0.69
产权比率	175.34%	139.61%	119.17%
资产负债率	63.68%	58.27%	54.37%
流动比率	6.02	7.03	7.30
速动比率	1.39	1.80	2.15
EBITDA（万元）	55,714.83	43,450.04	36,681.37
EBITDA 利息保障倍数	0.41	2.52	2.28
有息债务/EBITDA	48.44	45.71	46.45

资料来源：公司2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
南京溧水金鹏建设有限公司	40,000.00	100%	园林绿化工程、市政工程、土木工程、建筑装饰工程施工；机电工程安装施工；智能化工程项目管理
南京溧水中山保障房建设有限公司	10,000.00	100%	保障性住房开发经营；保障性住房建设工程管理
南京无想山风景区建设发展有限公司	5,000.00	100%	景区环境治理与土地综合利用；园林绿化及公园景点建设；旅游基础设施项目投资、建设、开发、经营；物业管理
南京市溧水区交通建设投资有限公司	15,000.00	100%	管理经营性交通基础设施项目建设；停车服务
南京尊瑞建设发展有限公司	25,000.00	95%	交通基础设施、市政基础设施和公共设施的投资、管理、建设、运营维护
南京溧水交通公共客运有限公司	5,000.00	100%	公交客运；客运出租运输；汽车租赁服务
南京溧水交通出租汽车客运有限公司	1,000.00	100%	出租客运
南京溧水清源水务集团有限公司	146,000.00	100%	投资水务产业，投资兴建、经营城市供排水设施及供排水工程建设；供排水设施维护、运营；
南京市溧水区自来水有限公司	6,083.00	100%	自来水供应；自来水工程安装
南京溧水秦源污水处理有限公司	1780.81	100%	污水处理设施的建设、运营
南京溧水清源资产经营管理有限公司	100.00	100%	国有资产经营管理；投资与资产管理
南京溧水环山河生态旅游投资发展有限公司	2,000.00	80%	旅游投资
南京溧水新源污水处理有限公司	100.00	100%	污水处理； 污水处理设施的建设、运营
南京溧水清泉管道安装工程 有限公司	518.12	94.21%	管道安装施工、电器设备安装、水泥制品制造
南京市溧水区清源镇村供水有限公司	1,800.00	100%	水的生产和供应；自来水工程施工；材料销售
南京市溧水区校车服务有限公司	2,000.00	100.00%	校车服务、汽车租赁服务

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款付息债务

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。