

常州天宁建设发展集团有限公司

公开发行 2020 年公司债券（面向合格投资者）（第一期）

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2020)010059】

评级对象: 常州天宁建设发展集团有限公司公开发行 2020 年公司债券(面向合格投资者)(第一期)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

评级时间: 2020 年 7 月 9 日

计划发行: 不超过(含)12 亿元人民币

本次发行: 不超过(含)6 亿元人民币

存续期限: 3 年

增级安排: 无

发行目的: 偿还存量债务,补充流动资金

偿还方式: 按年付息,到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	4.05	1.43	2.85	2.07
刚性债务	56.29	52.22	57.58	67.33
所有者权益	44.21	46.04	87.39	87.85
经营性现金净流入量	2.34	2.39	1.78	0.31
合并数据及指标:				
总资产	223.34	232.09	356.30	395.67
总负债	142.79	128.13	202.47	241.47
刚性债务	123.81	116.75	164.12	180.86
所有者权益	80.55	103.96	153.84	154.20
营业收入	12.97	19.53	23.71	7.50
净利润	1.42	1.50	3.37	0.36
经营性现金净流入量	-17.85	-18.55	2.34	-1.83
EBITDA	3.16	4.00	5.97	—
资产负债率[%]	63.93	55.21	56.82	61.03
长短期债务比[%]	236.75	129.85	180.95	140.23
营业利润率[%]	-6.49	-4.49	1.82	0.41
短期刚性债务现金覆盖率[%]	157.07	50.56	78.14	68.94
营业收入现金率[%]	169.71	139.43	107.71	163.39
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-23.17	-26.72	18.62	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.28	1.68	0.79	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.04	—

注:发行人数据根据天宁建设经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

吴梦琦 wmq@shxsj.com

李娟 lijuan@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- 良好的外部环境。近年来,常州市经济实力保持强劲,天宁区作为常州市主城区经济保持增长,为天宁建设的业务发展提供了良好的外部环境。
- 业务地位突出。天宁建设是天宁区最主要的基础设施建设主体,2019 年上半年度天宁区政府无偿将舜宁建设划转至公司,公司业务范围进一步扩张至郑陆镇,目前在天宁区范围内土地整理及基础设施建设中发挥较突出作用。

主要风险:

- 土地市场行情波动风险。天宁建设土地整理业务回款、部分合作开发项目投资回报进度及规模易受当地政府土地出让计划和土地市场景气度等因素影响。
- 偿债压力和投融资压力较大。随着土地整理和基础设施项目建设的持续投入及合并范围扩大,天宁建设已积累较大规模刚性债务,中短期内存在集中偿付压力,且后续在凤凰新城及郑陆镇建设方面待投入规模仍较大,公司面临较大投融资压力。
- 款项占用风险。天宁建设应收东南开发公司等天宁区其他国有企业往来款规模较大,回收进度存在不确定性,易加大公司资金周转压力。

吴梦琦
李娟

➤ 未来展望

通过对天宁建设及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并给予本次债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



常州天宁建设发展集团有限公司

公开发行 2020 年公司债券（面向合格投资者）（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

常州天宁建设发展集团有限公司（简称“天宁建设”、“该公司”或“公司”）原名为常州天宁建设发展有限公司，系由常州市天宁区城市改造办公室和常州市天宁区科技服务中心于 2008 年 12 月共同出资成立的有限公司，初始注册资本为 0.50 亿元；经多次增资，2009 年该公司注册资本增至 3.00 亿元，同年公司股东变更为常州市天宁区人民政府（简称“天宁区政府”）；2012 年 12 月天宁区政府向公司增资 2.00 亿元；2013 年 3 月，公司股东变更为常州市人民政府，由常州市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“常州市国资委”）履行出资人职责，由天宁区政府进行管理；2016 年 12 月，常州市人民政府向公司增资 10.00 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均增至 15.00 亿元，由常州市人民政府 100%持股。

该公司是天宁区主要的基础设施建设主体之一，主要承担天宁区范围内的土地整理、基础设施建设等任务，同时还涉及商品销售、房产销售和污水处理等业务。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经股东及董事会批复同意，该公司向上海证券交易所申请面向合格投资者公开发行总额不超过人民币（含）12.00 亿元的公司债券。本次债券发行金额为不超过人民币（含）6.00 亿元，期限为 3 年。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	常州天宁建设发展集团有限公司公开发行 2020 年公司债券（面向合格投资者）（第一期）
总发行规模:	不超过（含）12.00 亿元人民币
本次发行规模:	不超过（含）6.00 亿元人民币
本次债券期限:	3 年期
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息

	随本金的兑付一起支付。
增级安排:	无

资料来源：天宁建设

(2) 募集资金用途

A. 偿还公司存量债务

截至 2020 年 3 月末，该公司刚性债务余额为 180.86 亿元，公司拟将本次债券募集资金不超过（含）6.00 亿元中的不超过（含）3.00 亿元用于偿还公司存量债务，以调整并优化债务结构。

B. 补充流动资金

该公司拟将本期债券中的不超过（含）3.00 亿元用于补充流动资金，以满足公司业务发展需求，保障经营活动的顺利进行。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

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

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

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步

回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

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

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

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

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持

续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

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

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

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019 年末，我国城镇化率为 60.60%，与国外发达国家的 70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行

清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018 年 3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），对 7 月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。2019 年 3 月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6 月，

中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

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

(3) 区域经济环境

常州市是长三角中心城市之一，与苏州市、无锡市同属苏锡常都市圈，是区域内重要的现代制造业基地及全国文化旅游名城。常州市产业基础良好，经济实力较为雄厚，近年来经济增速持续放缓，但工业经济转型发展态势较好。

常州市位于江苏省南部，是长江三角洲中心城市之一，与苏州市、无锡市同属苏锡常都市圈，是长江三角洲地区重要的现代制造业基地及全国文化旅游名城，下辖金坛区、武进区、新北区、天宁区、钟楼区 5 个市辖区、代管 1 个县级市溧阳市，面积 43.85 万公顷，2019 年末常住人口 473.6 万人，城镇化率为 73.3%。2017-2019 年常州市地区生产总值分别为 6622.3 亿元、7050.3 亿元和 7400.9 亿元，同比分别增长 8.1%、7.0%和 6.8%，增速持续放缓。2019 年三次产业结构由 2017 年的 2.2:46.3:51.5 调整为 2.1:47.7:50.2。在新冠肺炎疫情冲击下，2020 年第一季度，常州市实现地区生产总值 1468.4 亿元，同比下降 5.2%。

常州市境内拥有较多风景名胜及人文景观，包括圩墩村新石器遗址、春秋淹城遗址、天宁寺、太平天国护王府遗址、瞿秋白纪念馆、中华恐龙园、溧阳天目湖旅游度假区、金坛茅山风景区、动漫嬉戏谷主题公园、东方盐湖城、华夏宝盛园等，以自然景观为基础，并受益于主题乐园等形式的投资以及其他产业的带动，近年来全市旅游、商贸及文化创意等第三产业发展较快。2019 年，常州市实现服务业增加值 3714.7 亿元，占全市 GDP 的比重为 50.2%，同比增长 5.8%。

常州市工业发展以轻工业的兴起为开端，随后重工业基础逐步夯实，已形成以电子、机械、化工、建材、纺织服装、冶金、生物医药七大行业为主导的

工业格局。2019 年常州市规模以上工业增加值同比增长 9.1%，增幅居苏南第 1 位、全省第 2 位；规模以上工业企业产值同比增长 9.6%，七大行业产值中建材、生物医药、机械、冶金、电子行业同比分别增长 23.2%、14.0%、12.8%、11.0%和 5.6%，纺织服装和化工行业同比分别下降 6.7%和 0.9%。近年来常州市持续推进“十大产业链”建设，以促进全市工业经济的转型发展，将新能源汽车及汽车核心零部件、新材料、新一代信息技术、新能源产业、新医药及生物技术、高端轨道交通装备、航空装备、节能环保、智能制造装备和智能电网产业链建设作为重点发展领域。2019 年“十大产业链”规模以上工业企业产值同比增长 9.5%，对全市工业产值增长的贡献率为 43.2%，占工业产值的比重为 43.4%，提升 1.4 个百分点。

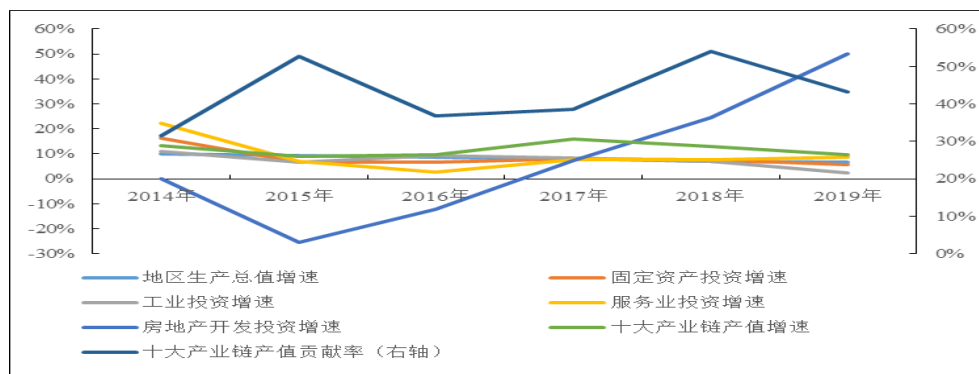
图表 2. 2017 年以来常州市主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

指标	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	6622.3	8.1	7050.3	7.0	7400.9	6.8	1468.4	-5.2
其中：第一产业增加值	157.1	1.0	156.3	-1.0	157.0	-2.0	18.6	-3.0
第二产业增加值	3081.2	6.7	3263.3	6.2	3529.2	8.4	656.2	-8.8
第三产业增加值	3384.0	9.8	3630.7	8.1	3714.7	5.8	793.6	-1.7
规模以上工业增加值	—	7.8	—	6.6	—	9.1	—	-7.7
固定资产投资	3896.3	8.1	—	7.5	—	5.6	—	-25.7
社会消费品零售总额	2444.0	11.0	2613.2	9.1	2815.7	7.8	488.4	-17.5
进出口总额	2117.6	16.4	2266.4	7.0	2330.8	2.8	493.5	-8.3
三次产业结构	2.4:46.5:51.1		2.2:46.3:51.5		2.1:47.7:50.2		1.3:44.7:54.0	

资料来源：常州市国民经济和社会发展统计公报、统计月报

常州市具有较强的产业基础，经济实力较为雄厚，近年来经济总量保持增长，结构持续优化。但全市经济增长对投资拉动的依赖度较高，以重工业为主的工业结构仍面临调整压力。从近五年看，自 2015 年起常州市固定资产投资增速在显著下降后趋稳，经济增速亦有所下滑；“十大产业链”产值增速总体保持较高水平，但其对全市工业产值的贡献度存在明显波动¹。

图表 3. 2014 年以来常州市主要经济指标增速情况



注：根据常州市国民经济和社会发展统计公报及其他公开资料绘制

¹ 2014-2019 年十大产业链产值贡献率分别为 31%、53%、37%、39%、54%、43%。

自 2017 年起，常州市房地产市场逐步回暖，房地产开发投资规模不断扩张，且增速逐步攀升。2017-2018 年全市分别完成房地产开发投资 479.1 亿元和 595.9 亿元，同比增速分别为 7.3%和 24.4%；2019 年，常州市房地产市场景气度持续升温，当年房地产开发投资同比大幅增长 49.9%，其中住宅投资同比增长 57.6%。2020 年 1-4 月，常州市完成房地产开发投资 319.7 亿元，同比增长 32.9%，其中完成住宅投资 252.7 亿元，同比增长 36.3%。

图表 4. 2017 年以来常州市房屋建设、销售情况（单位：万平方米，%，亿元）

指标	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1-4 月	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速	数额	增速
房地产开发投资	479.1	7.3	595.9	24.4	—	49.9	319.7	32.9
商品房施工面积	3406	0.5	3345	-1.8	—	—	—	—
商品房新开工面积	931	81.0	1003	7.7	1162.1	15.9	—	—
商品房竣工面积	730	16.6	481	-34.1	—	—	—	—
商品房待售面积	423.7	-20.8	412.9	-2.5	398.0	-3.6	—	—

资料来源：常州市国民经济和社会发展统计公报、统计月报

受常州市土地出让面积波动影响，近三年全市土地成交总价呈波动态势。2017-2019 年，常州市土地出让面积分别为 1558.29 万平方米、2056.99 万平方米和 1572.35 万平方米；同期土地出让均价分别为 4142.99 元/平方米、4212.39 元/平方米和 5188.07 元/平方米；同期土地成交金额分别为 645.60 亿元、866.48 亿元和 815.74 亿元。2020 年第一季度，常州市实现土地出让总价 97.91 亿元，较上年同期增长 70.89%，仍主要来自住宅用地，同期住宅用地成交均价由 2019 年的 10967.81 元/平方米小幅降至 10077.76 元/平方米。

图表 5. 2017 年以来常州市土地市场交易情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
土地出让面积（万平方米）	1558.29	2056.99	1572.35	372.23
其中：住宅用地	386.32	593.35	685.06	83.11
商服用地	450.19	279.04	99.93	2.64
工业用地	710.89	1167.39	757.11	286.49
其他用地	10.89	17.21	30.26	—
土地成交金额（亿元）	645.60	866.48	815.74	97.91
其中：住宅用地	369.67	620.99	751.36	83.75
商服用地	248.87	191.74	23.25	1.38
工业用地	26.65	51.49	36.64	12.78
其他用地	0.41	2.27	4.50	—
土地成交均价（元/平方米）	4142.99	4212.39	5188.07	2630.34
其中：住宅用地	9568.98	10465.79	10967.81	10077.76
商服用地	5528.02	6871.43	2326.33	5229.34
工业用地	374.84	441.07	483.92	446.1
其他用地	380.46	1316.86	1487.57	—

资料来源：中指指数

天宁区属常州市主城区，产业发展以服务业为主，产业结构较为合理并不

断优化，近年来全区经济实力不断增强，但经济增速趋缓。

天宁区是常州市的主城区，南邻武进区，西接钟楼区，北靠新北区，下辖 1 个省级开发区（天宁经济开发区）、1 个中心镇（2015 年 5 月原武进区的郑陆镇划归天宁区管辖）和 6 个街道（雕庄、青龙、茶山、红梅、天宁、兰陵），134 个村及社区，行政管辖面积 154 平方公里，2019 年末常住人口 64.13 万人，常住人口城镇化率达 90.1%。

天宁区交通便利，京沪高铁、沪宁高铁、新京杭运河、沪宁高速公路、312 国道贯穿境内，常州火车站、常州汽车站坐落辖区，区内青洋路高架、沪蓉高速青龙互通是常州向上海、南京方向进出城市的主通道。

近年来天宁区经济总量逐年扩张，经济增速有所放缓，2017-2019 年全地区生产总值分别为 778.3 亿元、802.5 亿元和 777.31 亿元，同比增速分别为 7.5%、5.0%和 4.0%。近年来全区产业结构不断优化，以商贸、金融、旅游等为主的服务业经济占据主导地位。2019 年全区实现服务业增加值 559.67 亿元，占 GDP 比重为 72.0%，较 2018 年提高 0.5 个百分点。

天宁区具备一定工业基础，已形成纺织服装、机械、化工、生物医药、冶金、建材、电子等七大重点行业。2019 年全区实现规模以上工业总产值 640.0 亿元，其中以智能装备制造业为代表的高新技术产业完成产值 233.0 亿元，同比增长 6.6%；完成十大产业链产值 191.6 亿元，同比增长 7.1%。

天宁区固定资产投资集中于服务业，近年来投资增速处于低位。2017 年，天宁区完成固定资产投资 400.5 亿元，同比增速为 5.0%。其中，完成工业投资 80.7 亿元，同比增长 3.1%；服务业完成投资 319.8 亿元，同比增长 5.5%。2018-2019 年全区固定资产投资分别同比增长 5.1%和 4.5%，其中 2019 年服务业投资同比增长 5.3%。消费市场方面，2017-2019 年，天宁区分实现社会消费品零售总额 528.9 亿元、566.3 亿元和 607.0 亿元，同比增速分别为 11.1%、7.6%和 7.2%。

受新冠肺炎疫情冲击影响，2020 年第一季度，天宁区实现地区生产总值 166.3 亿元，较上年同期下滑 5.5%。同期天宁区固定资产投资较上年同期下滑 4.5%，其中 5000 万元以上项目投入较上年同期大幅下滑 55.2%；实现社会消费品零售总额 77.39 亿元，较上年同期下滑 23.4%。

图表 6. 2017 年以来天宁区主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

指标	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	778.3	7.5	802.5	5.0	777.3	4.0	166.3	-5.5
其中：第一产业增加值	8.2	-12.3	7.8	-5.1	—	—	—	—
第二产业增加值	221.4	6.0	220.9	-2.1	—	—	—	—
第三产业增加值	548.7	8.5	573.8	8.1	559.7	7.1	121.8	-5.6
规模以上工业总产值	1202.4	12.3	730.7	-10.7	640.0	0.0	130.7	-9.6
固定资产投资	400.5	5.0	—	5.1	—	4.5	—	-4.5

指标	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
社会消费品零售总额	528.9	11.1	566.3	7.6	607.0	7.2	77.4	-23.4
进出口总额	31.01 亿美元	12.8	221.5	3.6	221.7	0.1	—	—
三次产业结构	1.1:28.4:70.5		1.0:27.5:71.5		—		—	

资料来源：天宁区国民经济和社会发展统计公报、统计月报

房地产市场方面，2017-2019 年及 2020 年第一季度，天宁区分别完成房地产开发投资 67.3 亿元、105.2 亿元、156.3 亿元和 44.1 亿元，同比增速分别为 0.4%、56.3%、48.6%和 60.8%，2018 年随着房地产市场行情升温，全区房地产开发投资整体维持高位运行。截至 2018 年末，全区商品房待售面积为 98.6 万平方米，同比增长 4.0%，其中住宅待售面积 2.3 万万平方米，同比下降 1.3%。

受益于住宅和工业用地出让量价齐升，近三年天宁区土地出让总价大幅增长。2017-2019 年全区土地出让面积分别为 21.04 万平方米、115.66 万平方米和 117.16 万平方米，土地成交金额分别为 11.40 亿元、87.23 亿元和 103.33 亿元。2020 年第一季度天宁区实现土地出让总价 0.04 亿元，全部为工业用地出让。

图表 7. 2017 年以来天宁区土地市场交易情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
土地出让面积（万平方米）	21.04	115.66	117.16	0.45
其中：住宅用地	9.42	53.99	67.47	—
商服用地	—	9.76	4.47	—
工业用地	11.62	43.72	45.22	0.45
其他用地	—	8.2	—	—
土地成交金额（亿元）	11.40	87.23	103.33	0.04
其中：住宅用地	10.87	74.63	93.69	—
商服用地	—	7.73	5.16	—
工业用地	0.53	3.03	4.49	0.04
其他用地	—	1.84	—	—
土地成交均价（元/平方米）	5420.45	7541.83	8819.63	841.04
其中：住宅用地	11544.67	13823.03	13885.91	—
商服用地	—	7919.36	11523.61	—
工业用地	459.62	693.68	993.17	841.04
其他用地	—	2245.05	—	—

资料来源：中指指数

2. 业务运营

该公司为天宁区最主要的城市基础设施建设主体，目前主要承担天宁区范围内土地整理及基础设施建设等任务，2019 年天宁区政府无偿将舜宁建设划转至公司，公司业务范围进一步扩大至郑陆镇。公司业务种类较多元化，近年来普通商品住宅房销售和商品销售是公司收入主要来源，其中商品销售业务通

过差价销售盈利，虽收入占比较大，但盈利空间有限。除郑陆镇外的天宁区其他区域内的工程回款较及时，但郑陆镇项目回购进展较缓，后续公司在凤凰新城及郑陆镇建设方面仍存较大投融资压力，同时在建自营项目面临一定的建设及运营风险。

作为天宁区最主要的城市基础设施建设主体，该公司主要承担天宁区范围内的土地整理、基础设施建设等任务，同时公司业务种类也较多元，涉及商品销售、安置房销售、普通商品住宅房销售和污水处理等。当前公司土地整理业务尚未实现收入，同时基础设施建设业务收入规模小，上述业务项目回款主要依赖于政府拨付的土地整理款和工程回购款进度。商品销售业务及普通商品住宅房销售业务是公司收入主要来源，但规模易受市场因素影响。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司分别实现营业收入 12.97 亿元、19.53 亿元、23.71 亿元和 7.50 亿元，其中 2019 年收入增量主要来自商品销售业务。从收入构成看，公司营业收入主要来自普通商品住宅房销售和商品销售业务，2019 年上述两项业务占营业收入比重分别为 24.10%和 66.06%，合计 90.16%。同时因江苏舜宁投资建设有限公司（简称“舜宁建设”）并入，2019 年公司新增建设工程、塔位及墓地销售、运费业务，当年实现上述业务合计 1.64 亿元，占营业收入的比重为 6.90%，为公司收入提供一定补充。受盈利水平低的商品销售收入占比较高影响，公司综合毛利率整体处于较低水平。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司综合毛利率分别为 5.60%、7.21%、2.79%和 1.28%。

图表 8. 2017 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	12.97	100.00	19.53	100.00	23.71	100.00	7.50	100.00
安置房销售	0.31	2.41	1.82	9.33	—	—	—	—
普通商品住宅房销售	3.62	27.90	4.96	25.38	5.71	24.10	0.36	4.84
污水处理	0.33	2.51	0.31	1.58	0.25	1.05	0.04	0.48
商品销售	8.28	63.88	12.08	61.85	15.66	66.06	6.98	93.09
建设工程	—	—	—	—	0.89	3.75	0.16	2.16
塔位及墓地销售	—	—	—	—	0.06	0.26	0.02	0.21
运费业务	—	—	—	—	0.69	2.90	0.10	1.39
其他	0.43	3.30	0.36	1.85	0.45	1.89	-0.16	-2.17
综合毛利率	5.60		7.21		2.79		1.28	
安置房销售	8.50		10.82		—		—	
普通商品住宅房销售	18.36		23.74		11.49		15.23	
污水处理	8.01		1.47		-1.35		31.87	
商品销售	0.41		0.25		0.29		0.12	
建设工程	—		—		7.36		100.00	
塔位及墓地销售	—		—		90.67		99.19	
运费业务	—		—		1.12		3.03	
其他	-5.72		-0.43		-36.77		98.07	

资料来源：天宁建设

(1) 土地整理业务

该公司原主要负责天宁区内凤凰新城²、火车站南广场片区以及除青龙街道外的天宁区其他 5 个街道的土地整理工作，分别由控股子公司常州凤凰新城建设发展有限公司（简称“凤凰新城公司”）³、常州天隆建设实业有限公司（简称“天隆建设”）实施。根据天宁区政府批复，同意将舜宁建设股权以 2019 年 5 月 31 日为基准日，无偿划拨至公司。舜宁建设主要负责郑陆镇的土地整理及基础设施建设任务，至此，公司业务范围扩大至郑陆镇。

业务运作上，郑陆镇的土地整理项目采用委托代建模式，舜宁建设与郑陆镇政府委托单位常州市天宁郑陆资产经营有限公司（简称“郑陆资产经营公司”）⁴签订委托投资建设协议书和结算协议书，由舜宁建设负责郑陆镇地块整理工作，项目开发成本计入“存货”和“预付账款”科目⁵，项目完工移交后，郑陆资产经营公司按项目投资额加成 10%左右比例收益向舜宁建设支付回购金额，最终回购金额根据结算协议书确认，舜宁建设收到回款后确认收入并结转成本。除郑陆镇外，该公司负责的其他街道范围内的土地整理项目的业务运作方式为公司接受天宁区政府委托进行土地整理，在具体土地征收过程中，区内街道负责征收民用房屋和企业，公司负责筹集征收补偿资金和土地平整工作，达到通水、通电、通路的标准后由天宁区政府向公司支付相应土地整理款和补贴⁶。公司前期支付的土地整理成本计入公司“其他应收款”科目，后续收到土地整理款直接冲减“其他应收款”，补贴款计入“资本公积”科目。

2017-2019 年，该公司整理完毕地块涉及总投资金额分别为分别为 8.44 亿元、50.76 亿元和 27.32 亿元，同期分别收到土地整理业务回款 18.22 亿元、56.75 亿元和 23.81 亿元，整体看回款较及时。截至 2020 年 3 月末，公司整理完毕的土地总面积为 214.96 万平方米，累计收到土地整理项目回款 141.00 亿元（不含舜宁建设土地整理项目）。

² 凤凰新城定位为中心城区东进的先行转型提升区、主城区的有机更新区，2012 年依照“三年成势、五年成形、十年成城”的战略规划，以雕庄街道为主体开始建设，规划建设面积 10.36 平方公里，规划建成一廊、两心、四区。一廊是北部京杭运河老线段沿线的生态滨水长廊；两轴为中吴大道城市发展轴和青洋路城市发展轴；双心是综合服务中心和居住社区中心；四区分别是生态居住区、综合服务区、都市科技园及现代物流区。

³ 凤凰新城公司成立于 2011 年 11 月，注册资本和实收资本均为 5.00 亿元，天宁建设和常州市交通产业集团有限公司（简称“常州交通产业集团”）分别以货币方式出资 3.75 亿元和 1.25 亿元，分别持股 75.00%和 25.00%。其中常州交通产业集团股东为常州市人民政府，除对凤凰新城公司委派一名董事外，不参与凤凰新城公司日常经营活动。

⁴ 原名为常州市武进郑陆资产经营有限公司，2016 年 3 月更为现名，注册资本为 0.50 亿元，股东为常州市武进焦溪三河口消费品综合市场，实际控制人为郑陆镇政府。

⁵ 舜宁建设将已按工程量结算开票确认的投入成本计入“存货”，未开票但已发生的成本计入“预付账款”科目。

⁶ 该公司与天宁区人民政府签订的合作开发协议书中约定公司可获得不低于以包括（但不限于）安置补偿费、拆迁费、各种税费等建设成本、资金成本等总成本为基数的 5%的政府相关运作补贴。

图表 9. 2017 年以来公司已整理土地项目回款情况⁷（单位：万平方米，亿元）

时间	已结算土地整理面积	对应土地整理投入	回款金额
2017 年	19.39	8.44	18.22
2018 年	56.15	50.76	56.75
2019 年	30.03	27.32	23.81
2020 年第一季度	—	—	—
合计	105.57	86.92	98.78

资料来源：天宁建设

截至 2020 年 3 月末，舜宁建设已整理完毕土地整理项目总投资合计为 9.25 亿元，回购金额合计为 10.18 亿元；除郑陆镇项目外，该公司其他区域已整理完毕待结算的土地整理项目为前采菱村地块、董头村地块（一期）项目和棉麻公司地块，上述项目土地面积合计为 14.15 万平方米，累计投入金额合计为 11.37 亿元，预计届时可回款至公司金额合计为 19.47 亿元。同期末，公司正在整理的地块面积合计 144.37 万平方米，计划总投资为 86.84 亿元，累计已投入资金 55.02 亿元，尚需投资 31.82 亿元，未来预计可回款 103.09 亿元；其中郑陆镇地块涉及总投资 32.78 亿元，累计已投资 26.10 亿元，预计回购总额 39.70 亿元，待项目竣工后回购。公司拟开发 9 宗地块整理面积合计 44.75 万平方米，计划总投资为 18.01 亿元。后续公司在土地整理方面存在较大资本性支出压力。

图表 10. 截至 2020 年 3 月末公司主要在整土地项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目	所在区域	计划总投资	计划建设工期	已投资	整理面积	预计可回款金额
杨家塘地块	除郑陆镇、青龙街道外的天宁区其他区域	2.14	2014.01-2017.07	2.01	6.72	3.00
钢材现货交易市场地块		4.53	2014.03-2018.12	3.95	10.28	4.95
西头村北岸头地块		10.35	2017.09-2018.12	8.80	33.49	13.46
翠竹菜场		1.46	2018.11-2019.10	0.11	1.22	0.47
陆家村		1.51	2017.06-2019.11	0.02	0.67	0.51
二职高地块		0.75	2018.08-2019.10	0.76	1.03	0.84
凤凰新城 6 号地块（陈家塘）		4.73	2017.06-2020.01	3.65	7.54	6.87
董头村二期		6.10	2017.01-2020.01	3.70	6.67	8.06
清凉寺南侧地块		4.04	2018.01-2020.01	4.04	2.15	4.83
凤凰新城 4 号地块（万事达）		0.45	2016.05-2020.05	0.35	1.19	0.40
万都金属城及其东侧地块	郑陆镇	18.00	2019.01-2020.12	1.53	10.00	20.00
季子公园东侧地块		0.20	2019.01-2021.12	0.20	3.81	1.60
郑陆朱家村地块		2.10	2019.01-2021.12	2.10	6.92	3.42
和平桥地块		14.95	2016.06-2020.12	10.80	29.65	17.00
武城狄墅地块		15.53	2017.12-2020.12	13.00	23.03	17.68
合计	—	86.84	—	55.02	144.37	103.09

资料来源：天宁建设

图表 11. 截至 2020 年 3 月末公司拟整理土地项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目	所在区域	整理面积	计划总投资	计划建设工期	预计可回款金额
环岛路部分地块	除郑陆镇、青龙街道外的天宁区其他区域	5.00	2.00	2019-2020	3.50
柏树坟及周边地块		6.70	4.85	2019-2021	7.60
常焦路南侧乐业路西侧地块	郑陆镇	10.52	3.78	2019-2021	5.37

⁷ 不含舜宁建设。

项目	所在区域	整理面积	计划总投资	计划建设工期	预计可回款金额
红木厂南侧地块		3.00	0.82	2019-2021	1.45
工业大道南侧乐业路西侧地块		9.69	2.62	2019-2021	4.69
工业大道南侧塘奚路东侧地块		2.03	0.46	2019-2021	0.96
三河口小学东侧地块		3.21	1.73	2019-2021	1.81
农贸市场东南侧地块		2.66	1.21	2019-2021	1.44
申浦西路南侧常河北路东侧地块		1.94	0.54	2019-2021	0.94
合计	—	44.75	18.01	—	27.77

资料来源：天宁建设

(2) 基础设施建设业务

该公司主要负责天宁区内凤凰新城范围内和郑陆镇的基础设施建设业务，包括城市道路、桥梁、景观河道、环境整治等项目建设，由公司本部、下属子公司常州市雕庄实业有限公司（简称“雕庄实业”）、凤凰新城公司和舜宁建设负责实施，其中舜宁建设主要负责郑陆镇的基础设施项目。具体运作上，对于凤凰新城范围内的项目，天宁区政府与公司签订委托代建协议，由公司负责基础设施建设项目的资金筹集与建设工作，前期支付的项目开发成本计入“其他应收款”科目，后续收到政府拨付的项目回购款直接冲减“其他应收款”；对于郑陆镇范围内的基础设施项目，公司与郑陆镇政府委托单位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，由公司负责基建项目的资金筹集与建设工作，项目开发成本计入“存货”科目，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，舜宁建设收到回款后确认收入并结转成本。2019 年舜宁建设开始确认回购收入，当年实现建设工程回购收入 0.63 亿元（体现在建设工程业务收入中）。

截至 2020 年 3 月末，该公司在建项目主要为凤凰新城范围内和郑陆镇的道路及河道整修项目，主要在建项目涉及总投资合计 37.27 亿元，累计已投资合计 16.48 亿元，尚需投资 20.78 亿元，其中郑陆镇基础设施项目涉及总投资 30.27 亿元，累计已投资 12.95 亿元，预计回购总额 33.30 亿元，待项目竣工后回购；同期末，拟建项目计划总投资合计为 0.39 亿元。考虑到郑陆镇基础设施项目垫资压力相对较大，公司后续面临资本性支出压力。

图表 12. 截至 2020 年 3 月末公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目	所在区域	建设工期	计划总投资	已投资额	尚需投资
柏树路	除郑陆镇外的天宁区其他区域	2014.08-2018.06	0.26	0.26	—
小墩路		2014.10-2018.08	0.14	0.14	—
卞庄路		2014.10-2018.08	0.13	0.13	—
凤凰岛北路		2015.02-2020.03	1.44	1.34	0.10
芳田路		2015.02-2020.01	0.36	0.22	0.14
奚杨路		2014.12-2020.01	0.41	0.20	0.21
雕庄浜河道		2014.08-2019.03	0.08	0.08	—
通济河河道		2014.08-2019.12	0.05	0.05	—
清溪河河道		2015.01-2019.05	0.08	0.08	—
优胜路延伸道路		2014.08-2019.08	0.16	0.08	0.08
卞庄路延伸道路		2014.10-2019.09	0.09	0.07	0.02
清溪路		2014.10-2019.09	0.54	0.09	0.45

项目	所在区域	建设工期	计划总投资	已投资额	尚需投资
友谊路		2014.12-2020.02	0.42	0.06	0.36
凤凰岛西路		2014.12-2019.12	0.91	0.15	0.76
东南大道		2014.10-2020.06	0.21	0.03	0.18
青洋高架两侧绿化		2018.05-2020.06	0.07	0.06	0.01
凤凰浜驳岸整修		2017.03-2020.12	0.13	0.04	0.09
前浪浜泵站移建及河道整修-		2017.03-2021.03	0.12	0.11	0.01
清溪河景观河道工程		2017.03-2021.03	0.07	0.05	0.02
凤凰之星景观河道工程		2017.03-2021.03	0.04	0.01	0.03
老运河沿河景观样板段		2019.01-2020.06	0.04	0.01	0.03
凤凰滨滨河绿地体育公园		2019.01-2021.06	0.70	0.05	0.65
凤凰岛北路北侧沿河景观工程		2019.09-2020.12	0.55	0.22	0.33
查家湾美丽乡村道路、河道整修等项目	郑陆镇	2017.01-2019.12	2.13	0.95	1.18
丰收路		2018.01-2019.12	0.79	0.79	—
舜新路		2019.01-2020.12	1.91	0.19	1.72
舜山山体修复		2018.01-2019.11	0.44	0.44	—
新沟河延伸拓浚（天宁段）及综合配套整治工程项目		2017.01-2020.06	25.00	10.58	14.42
合计	—	—	37.27	16.48	20.78

资料来源：天宁建设

（3）普通商品住宅房销售业务

该公司普通商品住宅房销售业务由下属二级子公司常州运河南岸置业有限公司（简称“运河南岸公司”）⁸和安信颐和（常州）置业有限公司（简称“安信颐和置业”）⁹负责。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司分别实现普通商品住宅房销售收入 3.62 亿元、4.96 亿元、5.71 亿元和 0.36 亿元，是公司营业收入主要来源之一；同期业务毛利率分别为 18.36%、23.74%、11.49%和 15.23%，2019 年毛利率相对较低，主要系当年盈利水平较高的商铺未实现销售所致。

截至 2020 年 3 月末，该公司在售的商品房项目主要有菱溪名居、安信颐和老年公寓和银河湾明苑项目 3 个，建筑面积合计 52.78 万平方米，计划总投资为 32.26 元，已完成投资 32.79 亿元¹⁰，已售面积 25.05 万平方米，累计实现销售收入 22.54 亿元，预计未来还可实现销售收入 21.19 亿元。其中，因 2015 年常州市推行货币化安置政策，公司所建菱溪名居项目性质由安置房变更为商品房的项目，但销售对象仍以拆迁安置居民为主，项目于 2015 年 10 月开始对外销售，销售均价为 0.70 万元/平方米。安信颐和老年公寓项目为纯商品房项目，于 2017 年 5 月开始对外销售，销售均价为 1.08 万元/平方米；银河湾明苑项目系公司接收当地破产民企的烂尾项目，已开始预售，销售单价为 1.81 万元/平方米，尚未开票确认收入。

⁸ 运河南岸公司为凤凰新城的全资子公司，拥有贰级房地产开发经营资质，暂定资质证书编号常州 KF12198，有效期限为 2019 年 6 月 10 日-2020 年 8 月 23 日。

⁹ 安信颐和置业为该公司下属二级子公司，注册资本为 0.20 亿元，由天隆建设和北京安信颐和控股有限公司分别持股 51%和 49%。

¹⁰ 菱溪名居和安信颐和老年公寓项目已投资额超计划总投额，系在建设工程中实际发生成本高于之前预估所致。

图表 13. 截至 2020 年 3 月末公司在售商品房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	计划总投资	建设期	已投资	建筑面积	已销售面积	销售均价 ¹¹ (元/平方米)	累计销售额	预计未来还可实现销售收入
菱溪名居	23.03	2012.12-2019.10	24.14	40.86	19.70	7003.41	14.48	13.36
安信颐和老年公寓	4.06	2015.01-2018.05	6.01	6.62	2.55	10788.64	2.98	3.30
银河湾明苑	5.17	2018.05-2021.06	2.64	5.30	2.80	18142.30	5.08	4.53
合计	32.26	—	32.79	52.78	25.05	—	22.54	21.19

资料来源：天宁建设

（4）安置房销售业务

该公司安置房销售业务由原下属子公司常州东南经济开发有限公司（简称“东南开发公司”）负责。公司通过市场招拍挂获得土地后，按常州市和天宁区政府规划进行安置房建设，建设资金由公司筹集；项目竣工验收后，根据事先与安置对象签订的销售合同，在房产交付后确认收入，同时结转成本。部分安置房销售定价由公司与常州市人民政府协议约定，剩余由公司自主销售部分的销售定价则由公司和被安置对象协商决定，销售价格整体低于同区域同品质商品房住宅价格。2018 年 5 月，天宁区政府下属常州市天宁创新投资发展有限公司¹²（简称“天宁创投”）向东南开发公司增资 1.05 亿元，增资款用于补充公司营运资金，增资后其对东南开发公司持股比例为 51.22%。至此，东南开发公司不再纳入公司合并范围，由其开发的安置房项目采菱公寓和清溪人家也相应转出。公司后续安置房业务由子公司运河南岸公司和新纳入的舜宁建设负责，其中舜宁建设的安置房项目采用委托代建模式，舜宁建设与郑陆镇政府委托单位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，由公司负责安置房项目的资金筹资与建设工作，项目开发成本计入“存货”科目，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。

2017-2018 年，该公司分别实现安置房销售收入 0.31 亿元和 1.82 亿元¹³，收入全部来源于东南开发公司开发的采菱公寓和清溪人家；业务毛利率分别为 8.50%和 10.82%。

截至 2020 年 3 月末，该公司已完工的安置房项目主要为舜宁建设开发的大宁佳苑、施家巷地块安置房、舜新家园和东青雅苑安置房，项目累计已投资 6.29 亿元，目前均未到回购期，中短期内无法贡献收入。

¹¹ 此处销售均价为项目每年度销售均价的平均值，不完全等于累计销售额与已销售面积的比值。

¹² 天宁创投成立于 2016 年 4 月，注册资本为 1.00 亿元，经营范围为对外投资；投资管理服务；非融资性担保；城市项目建设；金属材料、五金、交电、建筑装饰材料的销售；绿化养护。

¹³ 2018 年安置房销售业务收入统计时点为 2018 年 1-5 月。

图表 14. 截至 2020 年 3 月末公司已完工待回购安置房项目情况（单位：亿元）

项目	已投资额	计划回购期	回购金额
大宁佳苑	2.47	2025 年	2.72
施家巷地块安置房	0.60	2028 年	0.66
舜新家园	2.21	2028 年	2.43
东青雅苑安置房	1.01	2026 年	1.11
合计	6.29	—	6.92

资料来源：天宁建设

截至 2020 年 3 月末，该公司在建安置房项目为运河南岸公司开发的竹韵茗居，该项目总建筑面积为 21.70 万平方米，建设内容主要包括 15 栋住宅楼、两栋社区服务用房的建设，并涉及道路等综合配套设施建设，主要用于安置卞庄村地块、海企塑业地、邵家塘捉鸬队地块、池家塘及周边地块、徐家横塔地块和中村地块被拆迁居民，项目计划总投资 15.00 亿元，已投入 4.82 亿元。项目建设资金来源于自筹和地方政府债券，公司已于 2019 年 3 月收到专项用于该项目建设的棚改专项债资金 3.00 亿元。项目预计可腾空土地面积为 52.93 万平方米，预期可实现土地出让收入 16.09 亿元；建设的商业配套用房，预期可实现销售收入 0.60 亿元。

（5）污水处理业务

该公司污水处理业务由下属子公司常州东南工业废水处理厂有限公司（简称“东南工业废水公司”）经营，主要负责天宁经济开发区内印染等工业污水处理。截至 2020 年 3 月末，东南工业废水公司拥有 7 条污水处理生产线、总长 15 千米的废水收集管网，用户覆盖园区内 20 家印染企业、药厂及其他工业企业。因天宁经济开发区持续推进产业结构调整，污染严重的印染企业已逐步退出园区，预计公司后续污水处理量有限。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司分别实现污水处理收入 0.33 亿元、0.31 亿元、0.25 亿元和 0.04 亿元，收入逐年下降，系区内产业结构升级使得印染企业数量减少，污水处理量下降所致；同期业务毛利率分别为 8.01%、1.47%、-1.35%和 31.87%，2018 年毛利率大幅下降主要系公司对污水处理生产线进行大批量检修导致相关成本增加所致；2019 年该业务由盈转亏一方面系公司继续进行污水处理生产线检修工作，另一方面系部分纺织印染企业因污水处理设施改造完成使得排放的污水浓度降低导致公司收取污水处理价格下降所致；2020 年第一季度业务毛利率大幅提升主要系当期部分药剂等原材料采购成本已于之前结转所致。

图表 15. 2017 年以来公司污水处理业务运营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
污水处理总量（万吨）	422.53	386.44	349.56	51.65
处理企业数量（家）	23	20	17	16
污水处理排放水质综合合格率（%）	100	100	100	100
污水管网（千米）	15	15	15	15
污水处理成本（元/吨）	8.07	8.32	8.46	7.23

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
污水处理价格（元/吨）	9.02	9.43	8.10	7.94

资料来源：天宁建设

（6）商品销售业务

该商品销售业务由该公司下属二级子公司常州东吴信亿贸易有限公司（简称“东吴信亿”）和常州舜灵商贸有限公司（简称“舜灵商贸”）负责负责。业务模式上，公司作为中间商根据客户订单购入商品，再向下游客户销售，贸易对象主要包括煤炭、钢铁、乙二醇、电解铜、铝锭、精对苯二甲酸等化工产品。公司所从事的商品销售业务无固定的上下游客户，主要依据利润、供需时间等因素综合选择供销对象。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司分别实现商品销售收入 8.28 亿元、12.08 亿元、15.66 亿元和 6.98 亿元，是公司营业收入的最主要来源，2019 年收入大幅增加主要系当年并入舜灵商贸后，乙二醇、精对苯二甲酸等产品销售规模进一步扩大所致。但公司为控制贸易风险，因此仅为贸易中间商，基本采用“平进平出”的销售策略，购销差价较小，该业务盈利空间有限，同期业务毛利率分别为 0.41%、0.25%、0.29%和 0.12%。且贸易业务的开展受行业周期性波动影响较大，收入及盈利实现存在不确定性。

图表 16. 2017 年以来公司商品销售业务情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
采购金额（亿元）	9.65	12.05	15.62	6.97
销售金额（亿元）	9.69	12.08	15.66	6.98
采购均价（元/吨）	15325.11	1896.38	5637.94	4699.83
销售均价（元/吨）	15262.49	1901.01	5728.31	4720.24

资料来源：天宁建设

（7）运费业务

该业务系由 2019 年新增舜宁建设下属子公司江苏舜联供应链管理有限公司（简称“舜联公司”）经营，主要承接外部物流转包业务。2019 年及 2020 年第一季度，舜联公司分别实现运费业务收入 0.69 亿元和 0.10 亿元；业务毛利率分别为 1.12%和 3.03%，毛利率较低主要系舜联公司承接的物流转包业务分包给其他平台运作，公司只收取较少的管理费用所致。

（8）塔位及墓地销售业务

2019 年新纳入该公司合并范围的舜宁建设下属子公司常州舜山塔陵园有限公司（简称“舜山塔陵园公司”）负责位于郑陆镇的舜山塔陵园墓区的墓地和塔位开发与销售工作。截至 2020 年 3 月末，舜山塔陵园公司累计已分别销售墓地、双穴及单穴塔位 1000 座、4000 个和 4000 个，其中双穴及单穴塔位销售均价分别约为 1.00-2.00 万元/个和 0.50-0.80 万元/个；剩余可供出售的墓地及塔位分别为 10 座及 6000 个。2019 年和 2020 年第一季度，舜山塔陵园公司

分别实现塔位及墓地销售收入 612.40 万元和 160.53 万元；业务毛利率分别为 90.67%和 99.19%，毛利率高主要系材料费、人工费等单位成本远小于塔位等销售单价所致。

截至 2020 年 3 月末，舜山塔陵园墓区无正在装修的塔陵；计划装修的塔陵为二、八、九层，计划投资额为 0.10 亿元，装修完成后预计可新增 6000 个塔位。

（9）建设工程及其他业务

该公司建设工程业务主要由二级子公司常州天儒建筑工程有限公司（简称“天儒建筑”）¹⁴运营，天儒建筑承接凤凰新城公司等单位部分工程项目建设任务进而产生收益。2019 年及 2020 年第一季度，天儒建筑分别实现建筑工程业务收入 0.26 亿元¹⁵和 0.16 亿元。

除上述业务外，该公司还从事自营项目建设，由下属子公司凤凰新城公司和 2019 年新设立的绿砦(江苏)建筑科技有限公司（简称“绿砦建筑”）¹⁶负责，项目资金来源主要为公司自有资金及外部融资。目前公司在建自营项目主要包括德美幼儿园、凤凰创业中心、凤凰世纪广场、山峰化工原厂址地块场地修复工程、新型墙体材料设计研发生产项目等，上述项目计划总投资合计 15.36 亿元，截至 2020 年 3 月末，累计已投入合计 6.27 亿元，尚需投资 9.09 亿元，项目未来收益计划主要来源于租金收入、停车场服务收入、土地出让收益、墙体材料销售收入及附加服务收入等¹⁷。

其中，德美幼儿园项目总用地面积为 1.29 万平方米，总建筑面积为 1.98 万平方米，主要建设 1 栋教学楼以及门卫、室外活动场地、道路及水、电、气等综合配套设施，计划总投资为 1.26 亿元，累计已投入 0.36 亿元，未来计划通过出租物业获得收益。凤凰创业中心项目总用地面积为 0.96 万平方米，总建筑面积为 3.50 万平方米，建设内容包括 1 栋生产研发用房、1 栋工业厂房建设，地下室、门卫、室外活动场地、道路及水、电、气等综合配套设施建设，并计划建设机动车停车位 238 个、非机动车停车位 423 个；项目计划总投资为 1.50 亿元，累计已投入 0.27 亿元，未来计划通过物业出租、停车场服务等方式获得收益。凤凰世纪广场项目总用地面积为 3.15 万平方米，总建筑面积为 13.66 万平方米，主要建设 1 栋酒店办公楼、1 栋公共服务楼，同步实施地下室、门卫、室外活动场地、道路及水、电、气等综合配套设施，并机动车停车位 851 个、非机动车停车位 1792 个建设；项目计划总投资为 8.00 亿元，累计已投入 1.63 亿元，未来计划主要通过物业出租、停车场服务等方式获得收益。

¹⁴ 天儒建筑拥有建筑工程施工总承包叁级、市政公用工程施工总承包叁级、建筑装修装饰专业承包贰级资质证书。

¹⁵ 2019 年，该公司实现建筑工程业务收入 0.89 亿元，其中 0.63 亿元系舜宁建设的工程项目产生的回购收入，在基础设施建设业务板块列示。

¹⁶ 系该公司与江苏成章建设集团有限公司、常嘉建设集团有限公司、常州三建建设有限公司（简称“常州三建”）和常州华艺建设工程有限公司于 2019 年共同设立的子公司，注册资本为 1.20 亿元，公司对其持股 50.67%。

¹⁷ 项目目前均尚未完成收益测算报告或项目可行性研究报告等。

山峰化工原厂址地块场地修复工程建设内容主要为配套处置大棚 2.80 万平方米等，计划总投资 2.10 亿元，累计已投入 0.74 亿元，未来计划主要通过土地出让收益方式获得收益。新型墙体材料设计研发生产项目总建筑面积为 5.40 万平方米，购置全自动钢筋加工生产线 1 条，混凝土预制件生产线 5 条等相关设备，建成集装配式绿色建筑设计、咨询、生产、研发、培训为一体的装配式建筑产业基地，计划总投资 2.50 亿元，累计已投入 1.70 亿元，未来计划通过市场化销售墙体材料、为建筑行业提供咨询、设计、研发、大数据分析 & 高质量的产业技术人员培训服务等来获益。公司在建自营项目投资规模较大，面临一定的建设及运营风险。

图表 17. 截至 2020 年 3 月末公司在建自营项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	建设期	建筑面积	计划总投	已投资	尚需投资
德美幼儿园	2019.4-2020.10	1.98	1.26	0.76	0.50
凤凰创业中心	2018.12-2020.12	3.50	1.50	0.56	0.94
凤凰世纪广场	2019.4-2022.3	13.66	8.00	2.07	5.93
山峰化工原厂址地块 场地修复工程	2018.9-2020.12	2.80	2.10	1.18	0.92
新型墙体材料设计研 发生产项目	2019.5-2020.5	5.40	2.50	1.70	0.80
合计	—	27.34	15.36	6.27	9.09

资料来源：天宁建设

管理

该公司是常州市人民政府下属国有独资企业，但实际运营由天宁区政府管理。公司法人治理结构较为健全，根据自身业务发展需要设置了相应的组织架构和管理制度，部门职能分工明确，基本能够满足日常经营管理和战略发展需要。

1. 产权关系与公司治理

（1）产权关系

截至 2020 年 3 月末，该公司全资股东为常州市人民政府，但实际运营由天宁区政府管理。公司产权状况详见附录一。

（2）公司治理

该公司根据《公司法》等有关法律法规的要求，建立了较为健全的法人治理结构。公司不设股东会，由常州市国资委依法履行出资人职责，行使股东职权。公司设立董事会、监事会及经营管理机构。公司董事会由 5 名董事组成，设董事长 1 名，董事长为公司法定代表人，董事会成员除 1 名由公司职工代表大会选举产生的职工董事外，其余 4 名均由常州市国资委委派产生，每届任期

3 年，可连选连任，目前人员已全部到位。董事会为公司的权利机构和决策机构，并按股东授权行使部分出资人职权。公司董事会在出资人的监督和指导下进行重大项目的投融资及下属企业的监督管理，在授权范围内审批和管理公司投融资及经营活动，并按规定向常州市国资委报告公司重大决策、财务及资产状况。公司监事会由 5 名监事组成，设主席 1 名，监事会成员除 2 名由公司职工代表大会选举产生的职工监事外，其余 3 名均由常州市国资委委派，每届任期 3 年，可连选连任，负责对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，保障所有者、债权人、公司及其员工的合法权益，并对出资人负责，目前人员已全部到位。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。经常州市国资委同意，公司董事会成员可以兼任总经理，总经理对董事会负责，主持公司生产经营管理工作、组织实施董事会决议等。

(3) 主要关联方及关联交易

2017-2019 年，该公司未发生合并范围以外的关联交易。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据业务与行政管理的需要，设置了办公室、财务管理部、计划融资部、投资贸易经营部、发展策划部、工程建设部、合约管理部、法律事务部 8 个职能部门，各部门职责分工明确，能够较好地对财务、人事、资产及业务等诸多方面进行有效管控。公司组织结构图详见附录二。

(2) 管理制度及水平

自成立以来，该公司不断完善和改进各项内部管理制度，以规范业务操作及审批流程。公司已在财务管理、风险管理、规章制度等方面建立了相应的制度及规范。

在财务管理方面，该公司制定了《财务部管理制度》和《预算管理办法（试行）》和《财务制度》，规定公司的财务核算与管理工作由公司财务中心统一负责，各下属子公司不单独设立财务部门；规定公司于每年 10 月底前提出下一年度财务预算总体目标；各级子公司根据预算总体目标，结合实际情况于每年 11 月 15 日前上报下一年度预算目标的主要指标预报表；公司对各级子公司预算目标进行审核汇总并提出调整意见，于每年 11 月底前下达到各级子公司；各级子公司按照下达的预算目标，于每年年底前上报下一年度的财务预算（草案）；公司在对各级子公司预算方案审核、调整的基础上，编制公司总体（合并）财务预算，报公司董事会审批，并对各级子公司的预算方案出具审核意见。各级子公司将调整后的财务预算方案报董事会审批，并将经审批后的财务预算（正式）报公司备案。同时明确了会计核算体制、应收款项管理、印章管理、会计档案管理等方面的操作规范和管理要求。

在投资管理上，该公司制定了《投资管理制度》，规定公司对其他企业（包括各级子公司）的投资行为从实施到回收投资全过程进行管理，要求严格执行投资项目的分级审批制度，经总经理办公会审批，报分管领导同意后，向常州市人民政府、常州市国资委提出对外投资申请（申请须附可行性研究报告等），常州市人民政府、常州市国资委对审核符合条件的进行批复；经批准后的对外投资项目，如需增减投资，须报经常州市国资委、常州市人民政府批准。

在融资管理上，该公司制定了《融资管理制度》，规定公司融资需遵从天宁区人民政府的统筹安排；充分利用金融机构优惠政策，积极争取低成本融资；权衡权益和负债比重；需兼顾长远利益和当前利益；慎重考虑偿债能力，避免出现到期不能偿还债务的情形。

在资金管理上，该公司制定了《资金管理办法（试行）》，明确了现金管理、银行存款及账户管理、票据管理、资金收支管理、资金调拨及外借管理、融资及担保事项管理等方面的要求，规定了集团内资金调拨的原则、程序及会计处理，对外借款的原则和特殊事项。集团内筹资须以集团本部统一筹集，融资需以投定筹，需要合理安排好资本结构和筹资成本，并规定了集团内担保的程序和对外担保的特殊事项的操作规范。

（3）过往债务履约及其他行为记录

根据该公司本部 2020 年 5 月 20 日的《企业信用报告》，公司本部历史偿债记录良好，无违约欠息记录。截至 2020 年 7 月 6 日，根据国家企业信用信息公示系统、国家税务总局、中国执行信息公开网、证券期货市场失信记录查询平台等信用信息公开平台查询结果，公司本部不存在异常情况。

3. 发展战略

未来，该公司将根据天宁区城市规划继续推进城区道路建设项目、凤凰新城、郑陆镇等民生工程项目等，保障区域内重大项目的实施，改善城市环境，为产业发展提供良好支撑；此外，公司将通过自营项目实施，不断增强自身盈利及融资能力，壮大自身实力。

财务

该公司主业盈利水平较低，利润总额对政府补助及投资净收益等非经常性损益依赖度较高。随着土地整理和基础设施建设的持续推进和合并范围扩大，公司已积累较大规模刚性债务，债务偿付依赖于土地出让及政府拨款进度。公司与天宁区区属国有企业资金往来较频繁，且形成较大规模应收往来款，不利于资金周转，主要通过外部融资弥补资金缺口。但近年主要受益于政府资产、资金及股权注入，公司资本实力不断增强，财务杠杆尚处可控水平。且目前货币资金储备相对充裕，可为即期债务偿付提供一定支撑，但中短期内仍面临集

中偿付压力。

1. 公司财务质量

江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017-2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

截至 2019 年末，该公司纳入合并报表范围的一级子公司为 8 家，较 2018 年末增加 2 家，为舜宁建设和绿砦建筑。其中绿砦建筑系公司与常州三建等公司共同设立的子公司，绿砦建筑注册资本为 1.20 亿元，公司对其持股 50.67%，目前绿砦建筑主要进行新型墙体材料设计研发生产项目的建设。2019 年 5 月，天宁区政府无偿将舜宁建设¹⁸股权划转至公司。舜宁建设主要负责郑陆镇的土地整理及基础设施建设等任务，公司将其纳入合并范围后，业务范围及资产规模进一步扩大，但考虑到郑陆镇后续在美丽乡村等项目建设方面待投入资金规模较大，公司也面临一定项目资本性支出及运营压力。截至 2019 年末，舜宁建设合并口径总资产为 126.16 亿元，净资产为 32.24 亿元；2019 年舜宁建设实现营业收入 12.02 亿元，净利润 0.94 亿元。

2. 公司偿债能力

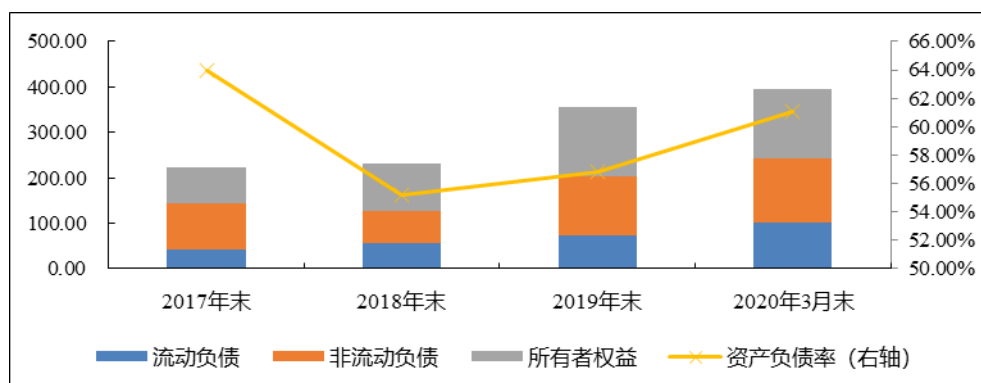
（1）债务分析

A. 债务结构

随着土地整理、基础设施建设业务等持续推进及合并范围扩大，该公司负债规模整体呈扩张趋势。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司负债总额分别为 142.79 亿元、128.13 亿元、202.47 亿元和 241.47 亿元，2019 年以来主要因舜宁建设纳入合并范围和外部融资增加，负债总额显著增加；同期末资产负债率分别为 63.93%、55.21%、56.82%和 61.03%，2018 年末该比率显著下滑主要系当年东南开发公司划出合并范围及公司偿还部分到期债务所致；2020 年第一季度资产负债率上升主要系当期银行借款（含票据）融资规模扩大所致。从负债期限结构看，公司负债以中长期债务为主，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 236.75%、129.85%、180.95%和 140.23%。

¹⁸ 同期末其控股的 12 家子公司一并纳入。

图表 18. 2017 年末以来公司资金来源及其变化趋势（单位：亿元）



注：根据天宁建设所提供数据整理、绘制

从具体构成看，2019 年末，该公司流动负债为 72.07 亿元，主要由短期借款、应付票据、应付利息、一年内到期的非流动负债等短期刚性债务以及预收款项、应付账款和其他应付款构成，上述科目占流动负债的比重分别为 56.02%、5.47%、4.48%和 33.04%，合计占比为 99.01%。其中，短期刚性债务余额为 40.37 亿元，主要包括短期借款 22.21 亿元、应付票据 6.25 亿元、一年内到期的长期借款 8.27 亿元、一年内到期的长期应付债券 2.55 亿元、应付利息 1.10 亿元；预收款项余额为 3.94 亿元，主要为预收银河湾明苑项目的购房款 3.83 亿元；应付账款余额为 3.23 亿元，主要为菱溪名居项目预提的房地产开发成本 1.46 亿元和应付贸易业务货款 1.37 亿元；其他应付款余额 23.81 亿元，主要为应付常州市天宁区郑陆镇财政所（6.61 亿元）、天宁创投（5.10 亿元）、东南开发公司（1.51 亿元）、常州市天宁区雕庄街道房屋征收与补偿服务中心（1.50 亿元）、常州市天宁区雕庄街道房屋征收与补偿办公室（1.34 亿元）、常州市天宁区茶山街道房屋征收与补偿服务中心（1.08 亿元）、郑陆资产经营公司（1.05 亿元）、常州市天宁街道房屋征收与补偿服务中心（0.89 亿元）等单位的借款和资金往来款。此外，由于 2018 年发行的短期融资券 18 天宁建设 SCP001 到期偿付，同年末，公司其他流动负债余额由 2.00 亿元减至 0。

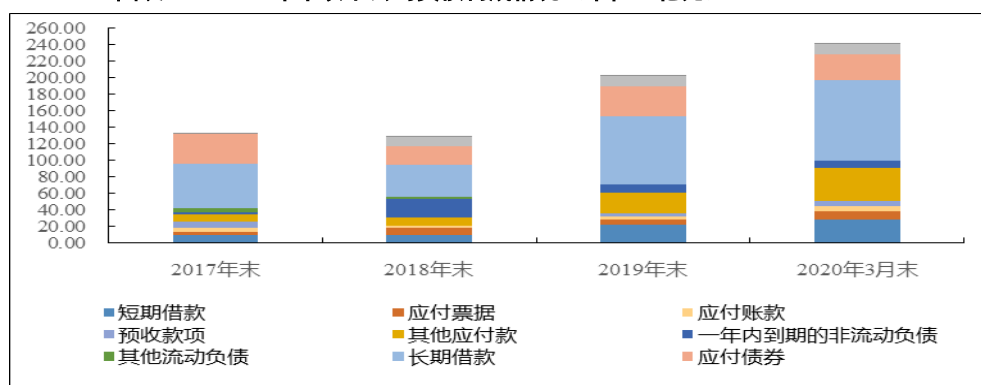
2019 年末，该公司非流动负债为 130.40 亿元，占负债总额的 64.41%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，上述科目占非流动负债的比重分别为 62.96%、27.51%和 9.44%，合计占比为 99.90%。其中，长期借款余额为 82.10 亿元，以质押借款、保证借款为主；应付债券余额为 35.87 亿元，为公司自 2015 年起发行的各类长期债券；长期应付款余额为 12.30 亿元，包括长期应付款 5.79 亿元和专项应付款 6.52 亿元，其中长期应付款由融资租赁款（5.39 亿元）¹⁹和基金投资款（0.40 亿元）²⁰构成，专项应付款为公司收到

¹⁹ 凤凰新城公司于 2017 年 2 月 26 日与贵阳贵银金融租赁有限责任公司签订《融资租赁合同（售后回租）》，约定融资租赁金额为 5.40 亿元，年利率为 5.00%，期限为 5 年，凤凰新城公司按季支付本息。

的财政拨款（3.49 亿元）、棚改专项债资金（3.00 亿元）和基建项目专项资金（0.03 亿元）。

2020 年 3 月末，该公司负债总额较 2019 年末增长 19.26%至 241.47 亿元。其中短期借款余额较 2019 年末增长 26.78%至 28.15 亿元；应付票据余额较 2019 年末增长 59.84%至 9.99 亿元；应付账款余额较 2019 年末增长 94.41%至 6.27 亿元，主要系应付贸易业务产生的购货款增加所致；其他应付款余额较 2019 年末增长 64.37%至 39.14 亿元，主要系公司与常州市天宁区郑陆镇财政所（7.71 亿元）、安信颐和控股公司（1.28 亿元）等单位的借款和往来款增加所致；长期借款余额较 2019 年末增长 17.48%至 96.45 亿元。此外，同期末，一年内到期的非流动负债余额较 2019 年末下降 12.62%至 9.45 亿元，主要系偿还了一年内到期的应付债券和部分一年内到期的长期借款所致；长期应付款余额较 2019 年末增长 5.29%至 12.95 亿元，主要系舜宁建设收到用于项目建设补助的财政拨款增加所致。除上述科目外，2020 年 3 月末公司负债构成较 2019 年末无重大变化。

图表 19. 2017 年末以来公司负债构成情况（单位：亿元）



注：根据天宁建设所提供数据整理、绘制

B. 刚性债务

因土地整理、基础设施建设等投入及合并范围扩大，近年来该公司已积累较大规模刚性债务。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末公司刚性债务余额分别为 123.81 亿元、116.75 亿元、164.12 亿元和 180.86 亿元，2018 年因合并范围减少及部分债务到期偿付，刚性债务规模暂时缩减，2019 年主要因舜宁建设纳入合并范围以及融资增加，债务总量有所增加；同期末刚性债务占负债总额的比重分别为 86.71%、91.11%、81.06%和 74.90%；同期末股东权益与刚性债务比率分别为 65.06%、89.05%、93.73%和 85.26%，股东权益对刚性债务的保障程度一般。从期限结构看，公司刚性债务以中长期债务为主，2020 年 3 月末公司中长期刚性债务余额为 132.21 亿元，占期末刚性债务比重为 73.08%；同

²⁰ 2017 年，中国农发重点建设基金有限公司（简称“农发基金”）与常州凤凰驿文化创意有限公司（简称“凤凰驿公司”）签订了《投资协议》，约定农发基金对凤凰驿公司增资 0.40 亿元，投资 10 年，以用于“常州市天宁区雕庄老工业老厂房工业遗存保护项目”，并约定农发基金不向凤凰驿公司派遣董事、监事和高级管理人员，不直接参与其日常经营活动，仅享受固定年投资收益率 1.20%。常州市天宁区雕庄老工业老厂房工业遗存保护项目计划总投资 3.30 亿元，截至 2019 年末，该项目已投 0.88 亿元，项目进度缓慢。

期末公司短期刚性债务现金覆盖率为 68.94%，现金类资产可对短期刚性债务的偿付提供一定保障。

从具体构成看，该公司刚性债务主要包括银行借款、基金融资款、融资租赁款为主的金融机构借款、地方政府债券和应付债券。2020 年 3 月末，公司银行借款余额为 134.05 亿元²¹，占金融机构借款的比重为 96.89%。从借款主体看，公司银行借款主体主要为基础设施建设主体凤凰新城公司和舜宁建设；从借款方式来看，公司银行借款以保证、抵押、质押借款为主，保证方主要为公司本部，抵押物主要为房产和土地使用权，质押物主要为应收账款收益权；从融资成本看，短期银行借款利率区间为 4.05%-6.50%，长期银行借款利率区间为 4.55%-6.80%。同期末，公司基金融资款余额和融资租赁款余额分别为 0.40 亿元和 3.90 亿元，期限为 5-10 年，借款利率在 5.60%以下，计入长期应付款科目核算。

图表 20. 截至 2020 年 3 月末公司金融机构借款分布情况（单位：亿元）

科目	银行借款	非银金融机构借款	合计
短期借款	28.15	—	28.15
一年内到期的非流动负债	9.45	—	9.45
长期借款 ²²	96.45	—	96.45
长期应付款	—	4.30	4.30
合计	134.05	4.30	138.35

注：根据天宁建设所提供数据整理编制

此外，该公司还通过发行债券等方式筹集资金。2020 年 3 月末，公司应付债券余额为 31.42 亿元，为公司本部发行的各类债券和子公司天宁新农村建设在江苏省金融资产交易中心发行的非公开定向融资工具（三年期债券恒鼎、三年期债券恒嘉、三年期债券恒铄），占期末刚性债务的比重为 17.28%。从公司刚性债务到期期限分布看，2020 年 4-12 月及 2021-2024 年公司到期债务本金分别为 34.92 亿元、31.32 亿元、37.43 亿元、15.61 亿元和 10.91 亿元，公司中短期内集中偿付压力较大。

截至 2020 年 5 月末，该公司合并范围待偿债券本金余额为 50.01 亿元。公司对已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息的情况。

²¹ 含 3 笔信托借款，其中 2 笔为该公司本部与渤海国际信托股份有限公司、江苏省国际信托发生的借款，当期末借款余额分别为 2.00 亿元和 4.00 亿元，期限分别为 2 年（2019.1.31-2020.12.10）和 3 年（2019.4.26-2022.4.25），利率分别为 6.10%和 5.80%。剩余 1 笔为舜宁建设与上海爱建信托有限责任公司（简称“爱建信托”）发生的借款，根据《爱建信托·常州天宁建设事务管理集合资金信托计划》，约定发放贷款总额不超过 20.00 亿元，利率为 6.30%，期限为 5 年（2018.1.11-2023.12.29），分次还本，当期末借款余额为 19.00 亿元，款项专项用于“新沟河延伸拓浚（天宁段）及综合配套整治工程项目”建设，公司本部作为差额补足义务人，为该笔信托借款提供全部债权差额补足，同时公司本部作为劣后方出资 5.00 亿元，劣后资金计入“其他非流动资产”科目核算。

²² 包含当期末余额共计 7.00 亿元的该公司在北京金融资产交易所发行的 3 期债权融资计划，分别为“19 苏常州天宁 ZR001”、“20 苏常州天宁 ZR001”和“20 苏常州天宁 ZR002”，债券条款详见图表 21。

图表 21. 截至 2020 年 6 月末公司待偿债券本金余额概况（单位：亿元，%）

债券名称	发行金额	起息日	到期日	期限	票面利率	待偿余额
15 天宁债	12.00	2015-02-12	2022-02-12	7 年	6.48	4.80
16 天宁 01	5.00	2016-09-13	2021-09-13	5 年	4.90	5.00
17 天宁 01	5.00	2017-07-28	2022-07-28	5 年	6.80	5.00
18 天宁建设 MTN001	2.00	2018-12-05	2021-12-05	3 年	6.79	2.00
18 天宁建设 MTN002	2.00	2018-12-06	2021-12-06	3 年	6.73	2.00
19 天宁建设 PPN001	5.00	2019-04-10	2024-04-10	5 年	6.00	5.00
19 天宁 01	5.00	2019-10-24	2022-10-24	3 年	5.00	5.00
19 天宁 02	5.00	2019-11-20	2022-11-20	3 年	5.10	5.00
20 天宁建设 MTN001	5.00	2020-04-29	2023-04-29	3 年	3.50	5.00
20 天宁建设 SCP001	4.00	2020-04-30	2021-01-25	270 天	2.20	4.00
19 苏常州天宁 ZR001	2.00	2019-01-09	2022-01-08	3 年	6.80	2.00
20 苏常州天宁 ZR001	4.00	2020-01-09	2023-01-08	3 年	5.50	4.00
20 苏常州天宁 ZR002	1.00	2020-02-24	2023-02-23	3 年	5.50	1.00
三年期债券恒鼎	0.12	2018-02-14	2021-02-14	3 年	6.80	0.12
三年期债券恒嘉	0.02	2018-08-29	2021-05-29	3 年	6.80	0.02
三年期债券恒钰	0.07	2018-05-18	2021-05-17	3 年	6.80	0.07
合计	57.21	—	—	—	—	50.01

资料来源：Wind、天宁建设

C. 或有负债

截至 2020 年 3 月末，该公司对外担保余额为 12.14 亿元，担保比率为 7.87%，担保对象主要为天宁区政府下属其他国有企业，其中，对常州弘辉控股集团有限公司（简称“弘辉控股公司”）²³担保余额为 4.45 亿元、对常州天宁经济开发区宜居棚改有限公司担保余额为 2.00 亿元²⁴、对郑陆资产经营有限公司担保余额为 1.49 亿元。

图表 22. 截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）

担保对象	担保余额
常州弘辉控股集团有限公司	4.45
常州天宁经济开发区宜居棚改有限公司	2.00
常州市郑陆资产经营有限公司	1.49
常州市武澄工业园区发展有限公司	0.95
常州天宁创新投资发展有限公司	0.60
常州弘辉建设工程有限公司	0.50
常州檀聚实业有限公司	0.50
常州青龙实业总公司	0.49
常州市焦溪农业发展有限公司	0.45

²³ 弘辉控股公司成立于 2012 年 7 月，实缴资本为 17.00 亿元，股东为天宁区政府，主要从事对外投资管理、投资咨询、财务咨询等业务。

²⁴ 常州天宁经济开发区宜居棚改有限公司成立于 2015 年 12 月，实缴资本为 3.00 亿元，股东为常州檀聚实业有限公司，主要从事棚户区改造、市政工程等业务。常州檀聚实业有限公司成立于 2014 年 7 月，实缴资本为 5.00 亿元，股东为天宁区政府。

担保对象	担保余额
常州市天宁恒融投资发展有限公司	0.45
常州茶山投资置业有限公司	0.27
合计	12.14

注：根据天宁建设所提供数据整理编制

(2) 现金流分析

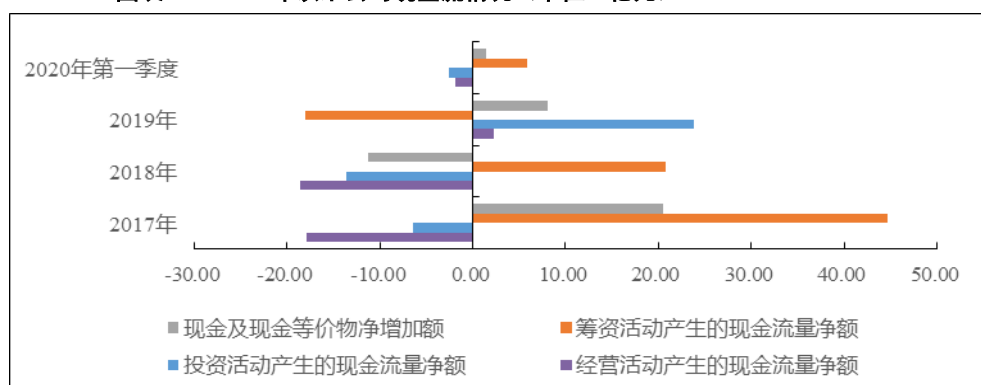
该公司经营环节现金流主要反映土地整理、基础设施建设、安置房建设等项目建设、商品销售等主业现金以及往来款收支情况。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 169.71%、139.43%、107.71% 和 163.69%，其中 2019 年该比率处于相对较低水平，主要系公司当年确认的菱溪名居等房屋销售收入已于此前年度收到所致。同期公司经营性净现金流分别为 -17.85 亿元、-18.55 亿元、2.34 亿元和 -1.83 亿元，2019 年经营性现金流转为净流入主要系当年土地整理及基础设施建设等投入有所减少及收到的财政拨款规模较大所致。

该公司投资活动现金流主要核算对外股权投资、借款及理财产品的收支情况，2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -6.43 亿元、-13.59 亿元、23.82 亿元和 -2.53 亿元，2018 年投资性现金流净流出规模较大主要系当年度公司向常州南广场建设公司（简称“南广场建设公司”）²⁵、弘辉控股公司等提供借款 14.25 亿元所致，2019 年投资性现金流净流入规模较大主要系当年收回天宁区财政局、南广场建设公司、弘辉控股公司等单位较大额借款和往来款所致。公司经营和投资活动产生的资金缺口主要通过金融机构借款、发行债券及向其他单位²⁶借款等方式弥补，2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司筹资活动现金流量净额分别为 44.73 亿元、20.83 亿元、-18.03 亿元和 5.85 亿元，2019 年筹资性现金流净流出规模较大主要系当年到期债务偿付规模较大以及与天宁区财政局、郑陆市政建设、东南开发公司等单位资金拆借形成一定规模现金净流出所致。

²⁵ 南广场建设公司成立于 2018 年 9 月，注册资本为 3.00 亿元，主要从事房地产开发经营业务，原为该公司对外投资的一家联营企业，投资金额为 0.49 亿元，公司已于 2019 年 1 月退出。

²⁶ 往来对象主要是常州凤凰联康环境建设有限公司、天宁创投、弘辉控股公司、常州市万昶建设发展有限公司、常州市郑陆市镇建设开发有限公司（简称“郑陆市政建设”），为当地国有企业。

图表 23. 2017 年以来公司现金流情况（单位：亿元）



注：根据天宁建设所提供数据整理、绘制

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 3.16 亿元、4.00 亿元和 5.97 亿元，主要来源于利润总额和列入财务费用的利息支出。近年公司 EBITDA 对刚性债务的保障能力较弱；公司非筹资性现金流波动较大，无法对债务偿付形成有效保障。

图表 24. 公司经营性现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.28	1.68	0.79
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.03	0.04
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-43.97	-37.79	3.66
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-17.03	-15.42	1.66
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-59.82	-65.48	40.93
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-23.17	-26.72	18.62

注：根据天宁建设所提供数据整理编制

(3) 资产质量分析

得益于股东增资、资产及股权注入、政府财政拨款及自身经营积累等，近年来该公司资本实力逐年增强，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末公司所有者权益分别为 80.55 亿元、103.96 亿元、153.84 亿元和 154.20 亿元，其中实收资本均为 15.00 亿元，资本公积分别为 46.92 亿元、68.92 亿元、114.62 亿元和 114.62 亿元。2018 年资本公积增加主要系天隆建设收到政府财政拨款 22.00 亿元后，公司按其出资比例相应增加资本公积；2019 年资本公积显著扩张，增量主要来自财政拨款 11.55 亿元、子公司天隆建设、凤凰新城公司和舜宁建设收到财政拨款后公司按对其出资比例相应增加资本公积 7.05 亿元及舜宁建设无偿划入增加资本公积 27.19 亿元。2020 年 3 月末，公司实收资本和资本公积合计占期末所有者权益的 84.26%，公司资本结构稳定性较好。此外，同期末少数股东权益为 10.45 亿元，主要为常州交通产业集团对凤凰新城公司的投资。

随着土地整理、基础设施建设等业务的持续开展及合并范围扩大，近年来该公司资产规模逐年扩张，2017-2019 年末资产总额分别为 223.34 亿元、232.09 亿元和 356.30 亿元，其中流动资产占资产总额的比重分别为 79.42%、77.04%

和 85.15%。2019 年末公司流动资产余额为 303.40 亿元，主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成，上述科目余额占期末流动资产比重分别为 10.22%、8.79%、52.26%和 26.14%，合计占比为 97.40%。其中，货币资金余额为 31.01 亿元，其中受限资金为 5.46 亿元；预付款项余额为 26.66 亿元，主要为公司预付常州市天宁区郑陆镇房屋征收与补偿服务中心土地征收补偿款（16.34 亿元）、常州市天宁区财政局土地征收补偿款（3.20 亿元）和常州市天宁区郑陆镇财政所拆迁工程款（2.53 亿元）等款项以及预付江苏中磊国际贸易有限公司购货款 2.62 亿元；其他应收款主要为公司代付土地征补款、代付土地开发成本、应收与其他国有企业的借款和往来款，其中代付土地开发成本规模较大，资金回笼受土地出让行情及回款进度影响较大，回收进度存在不确定性，易加大公司资金压力。2019 年末其他应收款余额为 158.56 亿元，其中应收天宁区财政局代付土地开发成本等款项合计 35.61 亿元，应收东南开发公司往来款 34.40 亿元，应收郑陆市镇建设借款和资金往来款共计 17.44 亿元，应收天宁区雕庄街道办事处土地征收补偿款、收回地块补偿款共计 17.12 亿元，应收天宁创投往来款 15.62 亿元；存货余额为 79.31 亿元，主要为普通商品住宅房项目开发成本 12.65 亿元和以商住为主的土地资产 37.97 亿元和市政工程、安置房等基础设施代建工程施工成本 28.62 亿元，较上年末增长 82.27%，主要系舜宁建设纳入公司合并范围所致。

2019 年末，该公司非流动资产余额为 52.91 亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产和其他非流动资产构成，上述科目余额占期末非流动资产的比重分别为 41.28%、12.53%、21.80%和 14.18%，合计占比为 89.79%。其中，可供出售金融资产余额为 21.84 亿元，主要为对郑陆镇地块合作开发投资²⁷11.02 亿元、青龙地块合作开发投资²⁸8.00 亿元以及常州凤凰新城棚改投资中心²⁹2.13 亿元的投资，上述投资均系为支持天宁区重大项目开展的增资款，较上年末减少 40.34%，主要系公司以股权投资方式与郑陆镇地块开

²⁷ 郑陆镇地块合作开发项目共有 4 个子项目，其中 1、郑陆镇和平村地块已投 7.25 亿元，完成拆迁进度 80%；2、郑陆镇武城狄墅地块已投 7.65 亿元，完成拆迁进度 80%；3、郑陆镇查家湾美丽乡村项目已投 7.02 亿元，完成拆迁进度 75%；4、翟家片区棚户区改造项目及蒋家头棚户区改造项目已投 4.00 亿元，完成拆迁进度 55%。根据投资协议约定，项目整理完毕的土地挂牌出让后，出让所得扣除各项规费及该公司投入部分后按公司与项目实施主体常州市天宁新农村建设有限公司（（原名为常州市澄溪市政建设有限公司，简称“天宁新农村建设”）、郑陆市镇建设、常州市舜溪旅游管理有限公司（简称“舜溪旅游”）、郑陆资产经营公司）7:3 比例分成。其中天宁新农村建设和舜溪旅游负责开发的项目已纳入公司合并范围。

²⁸ 青龙地块合作开发项目共有 2 个子项目，其中 1、青龙西路以北、横塘浜以南、横塘河西路以西、龙锦路以东地块及新堂北路以北、青洋路以西、永宁路以南、横塘河东路以东等两个地块已投入 3.80 亿元，完成拆迁进度 65%；2、青洋路以东、新堂北路以南、竹林北路以北、华阳路以西地块及青洋路以东、园区道路以南、村级道路以北、华阳路以西等两个地块已投入 4.20 亿元，完成拆迁进度 55%。根据投资协议约定，项目整理完毕的土地挂牌出让后，出让所得扣除各项规费及公司投入部分后按公司与项目实施主体（常州市天宁恒祥投资发展有限公司、常州市青龙实业总公司）7:3 比例分成。

²⁹ 常州凤凰新城棚改投资中心（有限合伙）系成立于 2017 年的有限合伙企业，注册资本为 7.01 亿元，其中上海迎水投资管理有限公司作为普通合伙人认缴出资 0.01 亿元、持股 0.14%；过海证券股份有限公司作为优先级有限合伙人认缴出资 5.00 亿元，持股 71.33%；凤凰新城公司作为劣后级认缴出资 2.00 亿元，持股 28.53%。上述三者签订的有限合伙协议约定合伙企业投资范围为常州凤凰联康环境建设有限公司股权及债权，并最终投向常州市天宁区凤凰新城棚户区改造一期项目。

发实施主体天宁新农村建设、舜溪旅游合作开发郑陆镇项目，当年因上述两家实施主体随同其股东舜宁建设一并纳入公司合并范围后相关股权投资内部抵消，导致公司对郑陆镇地块合作开发投资项目的股权投资较 2019 年末减少 14.90 亿元至 11.02 亿元³⁰所致；长期股权投资余额为 6.63 亿元，主要为公司对东南开发公司（1.90 亿元）和常州中交建设发展有限公司（3.91 亿元）的投资款；投资性房地产余额为 11.54 亿元，主要为公司名下的办公楼、商铺及停车库等；其他非流动资产余额为 7.50 亿元，主要为爱建信托劣后资金 5.00 亿元和常州市天宁创新投资基金合伙企业（有限合伙）³¹投资款 2.27 亿元。

截至 2020 年 3 月末，该公司资产总额较 2019 年末增长 11.05%至 395.67 亿元。其中，预付款项余额较 2019 年末增长 22.03%至 32.53 亿元，主要系新增舜灵商贸预付乙二醇等贸易产品的购货款 5.62 亿元所致；其他应收款余额较 2019 年末增长 15.15%至 182.57 亿元，主要系代付土地开发成本和与天宁区其他国有企业的往来款增加所致；存货余额较 2019 年末增长 5.65%至 83.79 亿元，主要系土地整理、基础设施代建等项目进一步投入所致。除上述科目以外，2020 年 3 月末公司资产构成较 2019 年末无其他重大变化。

图表 25. 2020 年 3 月末公司前五名其他应收款情况（单位：亿元、%）

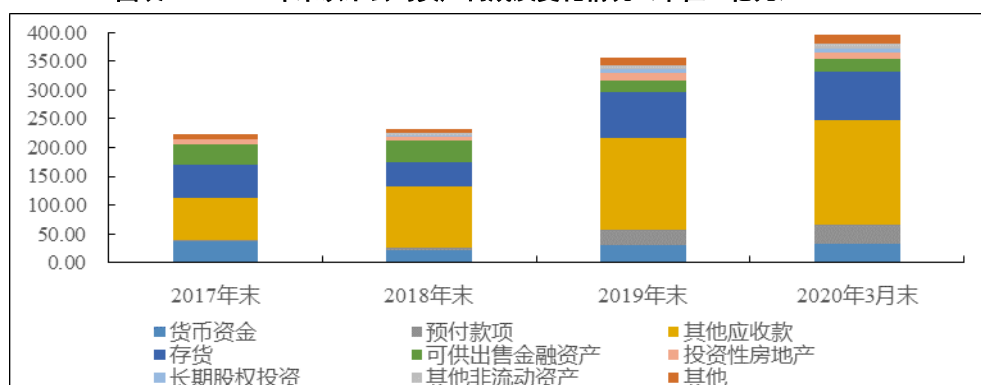
指标名称	款项性质	期末余额	占其他应收款期末余额合计数的比例
常州市天宁区财政局	代付土地开发成本等	45.68	24.71
常州东南经济开发有限公司	往来款	33.87	18.32
常州市天宁区雕庄街道办事处	土地征收补偿款、收回地块补偿款	19.44	10.51
常州市郑陆市镇建设开发有限公司	往来款	18.27	9.88
常州市天宁创新投资发展有限公司	往来款	16.69	9.03
合计	—	133.97	72.44

注：根据天宁建设所提供数据整理编制

³⁰ 截至 2019 年末，郑陆镇地块合作开发项目剩余 2 个子项目为郑陆镇查家湾美丽乡村项目和翟家片区棚户区改造项目及蒋家头棚户区改造项目，分别已投 7.02 亿元和 4.00 亿元，分别完成拆迁进度 75%和 55%。

³¹ 常州市天宁创新投资基金合伙企业（有限合伙）成立于 2019 的有限合伙企业，注册资本为 16.00 亿元，其中江苏弘祺投资管理有限公司作为普通合伙人认缴出资 0.32 亿元、持股 2%；弘辉控股公司、该公司、江苏常州天宁经济开发区管理委员会、舜宁建设作为有限合伙人分别认缴出资 7.20 亿元、6.40 亿元、1.28 亿元和 0.80 亿元，分别持股 45%、40%、8%和 5%。上述五方签订的有限合伙协议约定合伙企业投资范围为天宁区重点发展产业相关基金项目，重大落地项目、重点产业园区建设，上市公司扶持与战略合作项目，合伙企业存续期为 7 年，其中前 5 年为投资期，后 2 年为退出期。截至 2020 年 5 月末，该基金已对外投资 8.17 亿元，主要投向智能制造、智能驾驶、工业互联网、产业发展企业。

图表 26. 2017 年末以来公司资产构成及变化情况（单位：亿元）



注：根据天宁建设所提供数据整理、绘制

(4) 流动性/短期因素

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司现金比率分别为 43.77%和 33.40%，剔除受限货币资金³²后，公司现金比率分别为 36.19%和 24.93%，现金类资产对即期债务保障程度一般；同期末流动比率分别为 421.00%和 338.35%，速动比率分别为 273.95%和 222.62%，均处于较高水平。但考虑到公司资产以项目开发成本、应收代付土地开发成本、往来款及股权投资为主，回款规模及进度易受土地市场行情等因素影响，且部分资产已因融资抵质押，公司实际资产流动性一般。此外，2020 年 3 月末公司短期刚性债务现金覆盖率为 68.94%，现金类资产可对短期刚性债务的偿付提供一定保障。

图表 27. 公司资产流动性指标

指标名称	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率（%）	418.29	320.74	421.00	338.35
现金比率（%）	87.08	40.31	43.77	33.40
短期刚性债务现金覆盖率（%）	157.07	50.56	78.14	68.94

注：根据天宁建设提供的数据整理、计算

截至 2019 年末，该公司受限资产账面价值合计 52.74 亿元，占同期末资产总额的比重为 14.80%，包括受限货币资金 5.46 亿元、质押的应收票据 0.30 亿元、质押的应收账款 29.21 亿元、用于抵押的存货 14.40 亿元、投资性房地产 2.64 亿元和无形资产 0.72 亿元。

3. 公司盈利能力

该公司收入主要来自商品销售及普通商品住宅房销售业务。因商品销售业务盈利来自购销差价，毛利率水平低；公司营业毛利主要来自普通商品住宅房销售业务。2017-2019 年，公司分别实现营业毛利 0.73 亿元、1.41 亿元和 0.66 亿元，其中普通商品住宅房销售业务毛利贡献率分别为 91.47%、83.62%和 99.15%。同期公司综合毛利率分别 5.60%、7.21%和 2.79%，总体处于较低水

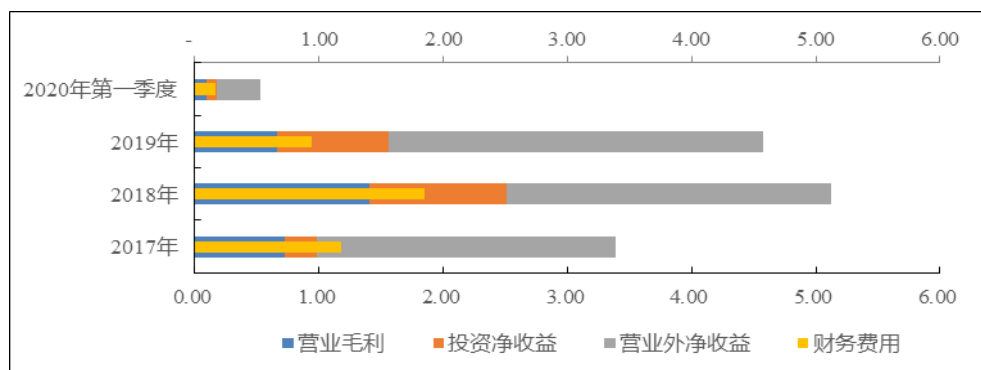
³² 2019 年末和 2020 年 3 月末，该公司货币资金余额分别为 31.01 亿元和 32.50 亿元，其中受限货币资金分别为 5.46 亿元和 8.51 亿元。

平，主要系盈利水平低的商品销售业务占比较高所致，除上述原因外，2019 年毛利率进一步降低系当年盈利水平较高的商铺未实现销售导致普通商品住宅房销售业务毛利率较 2018 年下降 12.26 个百分点至 11.49% 所致。

该公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2017-2019 年，公司期间费用分别为 1.19 亿元、1.86 亿元和 0.95 亿元，2019 年期间费用下降主要系当年利息收入规模较大导致财务费用减少所致；同期期间费用率分别为 9.15%、9.50% 和 3.99%，受期间费用规模下降及营业收入规模增大影响，2019 年公司期间费用率有所下降。公司投资收益可为利润实现提供一定补充，2017-2019 年，公司分别实现投资收益 0.26 亿元、1.10 亿元和 0.90 亿元，2018 年显著增长主要系当年东南开发公司不再纳入合并范围，公司使用权益法核算的东南开发公司股权投资产生的收益规模较大所致。同期公司营业利润分别为 -0.84 亿元、-0.88 亿元和 0.43 亿元，其中 2019 年业务利润转为盈利，主要系当年期间费用规模下降所致。公司盈利对政府补贴依赖大，2017-2019 年，公司分别收到政府补助 2.40 亿元、2.61 亿元和 3.00 亿元。同期公司分别实现净利润 1.42 亿元、1.50 亿元和 3.37 亿元。

2020 年第一季度，该公司实现营业毛利 961.98 万元，较上年同期增加 989.35 万元，其中普通商品住宅房销售业务贡献毛利 552.84 万元；当期综合毛利率为 1.28%；当期公司实现净利润 0.36 亿元。

图表 28. 2017 年以来公司盈利构成情况（单位：亿元）



注：根据天宁建设所提供数据整理、绘制

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司为天宁区最主要的城市基础设施建设主体，目前主要承担天宁区内土地整理及基础设施建设等任务，2019 年天宁区政府无偿将舜宁建设划转至公司，公司业务范围扩大至郑陆镇。公司业务种类较多元化，近年来普通商品住宅房销售和商品销售是公司收入主要来源，其中商品销售业务通过差价销售盈利，虽收入占比较大，但盈利空间有限。除郑陆镇外的天宁区其他区域内的工程回款较及时，但郑陆镇项目回购进展较缓，后续公司在风

凰新城及郑陆镇建设方面仍存较大投融资压力，同时在建自营项目面临一定的建设及运营风险。

2. 外部支持因素

作为天宁区最主要的城市基础设施建设主体，该公司能够持续获得当地政府在财政补贴、资产和资金注入等方面的支持。2017-2019 年和 2020 年第一季度，公司分别收到财政补贴 2.40 亿元、2.60 亿元、3.00 亿元和 0.13 万元；2017-2019 年公司分别获得政府资产注入和财政拨款增加资本公积 12.46 亿元、22.00 亿元和 45.93 亿元，资本实力逐年增强。此外，公司与多家金融机构建立了良好的合作关系。截至 2020 年 3 月末，公司合并口径获得金融机构授信总额为 182.49 亿元，剩余可使用额度 46.69 亿元。

本次债券偿付保障分析

作为天宁区最主要的城市基础设施建设主体，该公司主要承担全区的土地整理、基础设施建设等任务，可获得天宁区政府在财政拨款及资产注入等方面的支持。2017-2019 年和 2020 年第一季度，公司分别实现营业收入 12.97 亿元、19.53 亿元、23.71 亿元和 7.50 亿元，同期分别收到政府补助 2.40 亿元、2.60 亿元、3.00 亿元和 0.13 万元，同期分别实现净利润 1.42 亿元、1.50 亿元、3.37 亿元和 0.36 亿元。此外，公司与多家金融机构建立了良好的合作关系，具备一定再融资能力，截至 2020 年 3 月末，公司合并口径获得金融机构授信总额为 182.49 亿元，剩余可使用额度 46.69 亿元。

评级结论

该公司是常州市人民政府下属国有独资企业，但实际运营由天宁区政府管理。公司法人治理结构较为健全，根据自身业务发展需要设置了相应的组织架构和管理制度，部门职能分工明确，基本能够满足日常经营管理和战略发展需要。

该公司为天宁区最主要的城市基础设施建设主体，目前主要承担天宁区范围内土地整理及基础设施建设等任务，2019 年天宁区政府无偿将舜宁建设划转至公司，公司业务范围扩大至郑陆镇。公司业务种类较多元化，近年来普通商品住宅房销售和商品销售是公司收入主要来源，其中商品销售业务通过差价销售盈利，虽收入占比较大，但盈利空间有限。除郑陆镇外的天宁区其他区域内的工程回款较及时，但郑陆镇项目回购进展较缓，后续公司在凤凰新城及郑陆镇建设方面仍存较大投融资压力，同时在建自营项目面临一定的建设及运营风险。

该公司主业盈利水平较低，利润总额对政府补助及投资净收益等非经常性

损益依赖度较高。随着土地整理和基础设施建设的持续推进和合并范围扩大，公司已积累较大规模刚性债务，债务偿付最终依赖于土地出让及政府拨款进度。公司与天宁区区属国有企业资金往来较频繁，且形成较大规模应收往来款，不利于资金周转，主要通过外部融资弥补资金缺口。但近年主要受益于政府资产、资金及股权注入，公司资本实力不断增强，财务杠杆尚处可控水平。且目前货币资金储备相对充裕，可为即期债务偿付提供一定支撑，但中短期内仍面临集中偿付压力。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不早于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

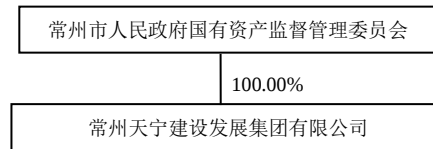
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

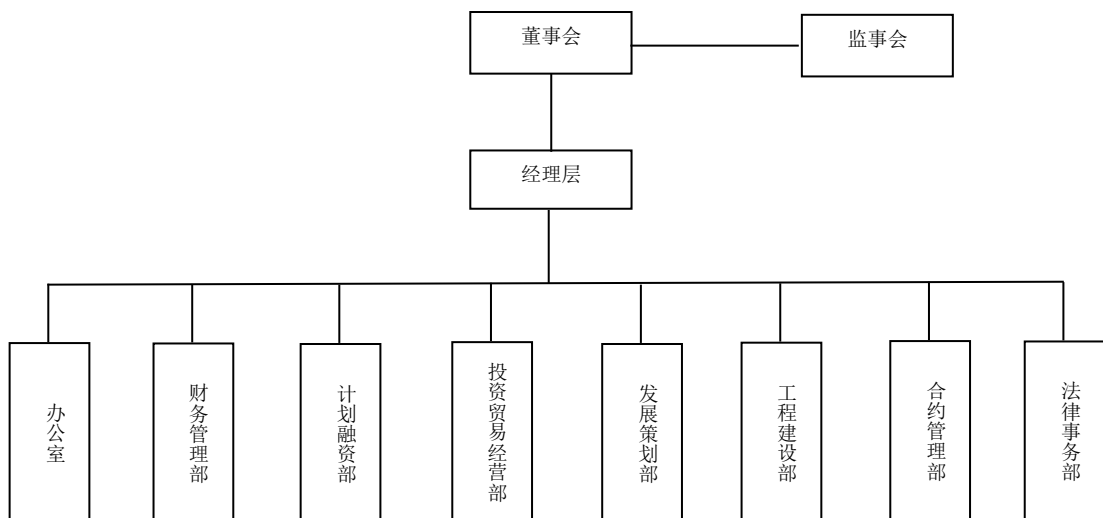
公司股权结构图



注：根据天宁建设提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据天宁建设提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019 年末主要财务数据			
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
常州天宁建设发展集团有限公司	天宁建设、公司本部	—	土地整理、城市建设、商品房销售、商品销售、废水处理等	57.58	87.39	0.01	2.60
常州凤凰新城建设发展有限公司	凤凰新城公司	75.00	城市建设、投资	27.23	40.58	0.03	-0.74
常州天隆建设实业有限公司	天隆建设	100.00	城市建设、投资	21.18	39.40	0.02	0.13
常州东南工业废水处理厂有限公司	东南废水处理公司	100.00	废水处理	0.40	0.45	0.25	0.02
常州市雕庄实业有限公司	雕庄实业	100.00	综合服务、租赁、物业	0.73	7.77	0.02	-0.01
常州运河南岸置业有限公司	运河南岸公司	100.00	房地产开发	3.00	0.93	5.40	0.08
常州东吴信亿贸易有限公司	东吴信亿	100.00	商品贸易	2.15	2.94	10.57	0.01
江苏舜宁投资建设有限公司	舜宁建设	100.00	土地整理、城市建设等	51.73	32.34	7.42	0.94

注：根据天宁建设提供资料整理

附录四：
发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额 [亿元]	223.34	232.09	356.30	395.67
货币资金 [亿元]	36.60	21.74	31.01	32.50
刚性债务[亿元]	123.81	116.75	164.12	180.86
所有者权益 [亿元]	80.55	103.96	153.84	154.20
营业收入[亿元]	12.97	19.53	23.71	7.50
净利润 [亿元]	1.42	1.50	3.37	0.36
EBITDA[亿元]	3.16	4.00	5.97	—
经营性现金净流入量[亿元]	-17.85	-18.55	2.34	-1.83
投资性现金净流入量[亿元]	-6.43	-13.59	23.82	-2.53
资产负债率[%]	63.93	55.21	56.82	61.03
长短期债务比[%]	236.75	129.85	180.95	140.23
权益资本与刚性债务比率[%]	65.06	89.05	93.73	85.26
流动比率[%]	418.29	320.74	421.00	338.35
速动比率[%]	276.98	234.55	273.95	222.62
现金比率[%]	87.08	40.31	43.77	33.40
短期刚性债务现金覆盖率[%]	157.07	50.56	78.14	68.94
利息保障倍数[倍]	1.08	1.54	0.71	—
有形净值债务率[%]	177.72	125.92	134.02	159.44
担保比率[%]	46.02	35.36	7.87	7.87
毛利率[%]	5.60	7.21	2.79	1.28
营业利润率[%]	-6.49	-4.49	1.82	0.41
总资产报酬率[%]	1.37	1.61	1.81	—
净资产收益率[%]	1.98	1.63	2.62	—
净资产收益率*[%]	2.41	1.96	3.06	—
营业收入现金率[%]	169.71	139.43	107.71	163.39
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-43.97	-37.79	3.66	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-17.03	-15.42	1.66	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-59.82	-65.48	40.93	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-23.17	-26.72	18.62	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.28	1.68	0.79	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.04	—

注：表中数据依据天津建设经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计－期末存货余额－期末预付账款余额－期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计－期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1－报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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

本次评级所依据的评级技术文件

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

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。



营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180124

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
类型 有限责任公司(国内合资)
住所 上海市杨浦区控江路 1555 号 A 座 103 室 K-22
法定代表人 朱荣恩

注册资本 人民币 3000.0000 万元整

成立日期 1992 年 7 月 30 日

营业期限 1992 年 7 月 30 日 至 不约定期限

经营范围 资信服务,企业资产委托管理,债券评估,为投资者提供
投资咨询及信息服务,为发行者提供投资咨询服务。
【依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016年 08 月 18 日





营业执照

(副本)

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180125

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
类型 有限责任公司(国内合资)
住所 上海市杨浦区控江路 1555 号 A 座 103 室 K-22
法定代表人 朱荣恩
注册资本 人民币 3000.0000 万元整
成立日期 1992 年 7 月 30 日
营业期限 1992 年 7 月 30 日至 不约定期限
经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

年报提示

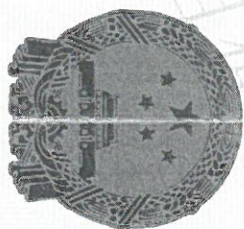
请于每年1月1日至6月30日
申报年报, 逾期
将列入经营异常名录



登记机关



2016 年 08 月 18 日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称:上海新世纪资信评估投资服务有限公司

业务许可种类:证券市场资信评级

法定代表人:朱荣恩

注册地址:上海市杨浦区控江路1555号A座103室K—22

编号: ZPJ003

中国证券监督管理委员会(公章)

2012年11月2日

中国证券业执业证书



姓 名: 吴梦琦

性 别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编 号: R0070218120006

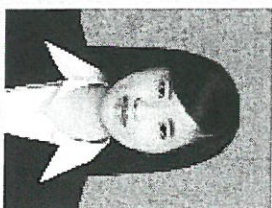
执业注册记录

仅供常州天华建设发展集团有限公司公开发售2019年公司
债券(面向合格投资者)(第一期)申报使用



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书



姓名: 李媚

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070219020001

执业注册记录

1. 负责常州天宁建设发展有限公司公开发行
2020年公司债券(面向合格投资者)(第一期)申报使用



证书取得日期 2019-02-08

2019年02月20日



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。