

信用评级公告

联合〔2023〕4987号

联合资信评估股份有限公司通过对江苏先行建设有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江苏先行建设有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“18 先行绿色债/PR 先行”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月二十五日

江苏先行建设有限公司2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
江苏先行建设有限公司	AA	稳定	AA	稳定
18 先行绿色债/PR 先行	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 先行绿色债/PR 先行	3.00 亿元	1.80 亿元	2025/12/20

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2023 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构	3	
		偿债能力	3	
指示评级				a
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a
外部支持调整因素：公司是常州市武进区重要的交通基础设施投资建设主体和国有资产运营主体，持续得到政府和股东的有力支持				+3
评级结果				AA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

江苏先行建设有限公司（以下简称“公司”）是常州市武进区重要的交通基础设施投资建设主体和国有资产运营主体，其污水处理业务区域竞争优势明显。跟踪期内，公司债务规模有所上升，并持续获得政府和股东的有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司基础设施建设和土地整理业务持续性有待观察、资产流动性较弱、存在较大的短期偿债压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）为“18 先行绿色债/PR 先行”提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。联合资信评定江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保有效提升了“18 先行绿色债/PR 先行”本息偿付的安全性。“18 先行绿色债/PR 先行”设置分期偿付条款有助于减轻公司集中偿付压力。

未来，随着多元化业务的不断推进，以及公司基础设施建设和土地整理业务逐步与政府结算，公司收入规模有望增长。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“18 先行绿色债/PR 先行”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 经营环境良好。**武进区经济和财力持续向好，2022 年武进区（含常州经开区）实现地区生产总值 3101.97 亿元，按不变价格计算增长 1.4%；完成一般公共预算收入 203.93 亿元，剔除留抵退税因素，同口径增长 0.5%。
- 公司地位重要，持续获得政府和股东的有力支持。**公司是常州市武进区重要的交通基础设施投资建设主体和国有资产运营主体，持续得到政府和股东的有力支持。2022 年，公司收到资产注入 3.02 亿元，政府补助 0.23 亿元。
- 污水处理业务具有区域竞争优势。**2020 年 1 月，公司与武进区水利局签订武进区污水厂网站一

同业比较:

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
最新信用等级	AA	AA	AA	AA
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年	2022 年
所属区域	常州市武进区	扬州市下辖仪征市	合肥市庐江县	扬州市江都区
GDP (亿元)	3101.97	1002.93	601.45	1256.02
一般公共预算收入 (亿元)	203.93	46.65	26.23	55.87
资产总额 (亿元)	368.61	351.88	230.32	292.17
所有者权益 (亿元)	141.63	121.43	113.62	110.22
营业总收入 (亿元)	29.85	15.02	26.81	11.03
利润总额 (亿元)	1.54	3.67	1.63	1.46
资产负债率 (%)	61.58	65.49	50.67	62.28
全部债务资本化比率 (%)	52.12	52.51	46.22	58.70
全部债务/EBITDA	25.80	21.54	19.50	19.14
EBITDA 利息倍数(倍)	0.77	0.74	1.71	0.80

注: 公司 1 为仪征市建设发展有限公司, 公司 2 为庐江县城市建设投资有限公司, 公司 3 为扬州市江都沿江开发有限公司
资料来源: 公开资料联合资信整理

分析师: 迟腾飞 魏 凯

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

体化特许经营项目协议, 负责武进区未来 30 年污水处理设施的建设、管护与运行, 该业务区域竞争优势明显。

4. **外部担保提升债券偿付安全性。**江苏再担保为“18 先行绿色债/PR 先行”提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 其担保有效提升了“18 先行绿色债/PR 先行”的偿付安全性。

关注

- 基础设施建设和土地整理业务持续性有待观察。**2023 年 3 月底, 公司账面尚有较大规模待与政府结算的基建和土地整理投入, 但基础设施建设和土地整理业务无在建和拟建项目, 业务的持续性有待观察。
- 资产流动性较弱。**公司资产中应收类款项、存货及投资性房地产规模较大, 对公司资金形成明显占用, 且受限资产规模较大, 公司资产流动性较弱, 整体资产质量一般。
- 短期偿付压力较大。**截至 2023 年 3 月底, 公司现金短期债务比为 0.52 倍, 同时考虑到公司货币资金受限规模较大, 公司存在较大的短期偿债压力。

主要财务数据:

项 目	合并口径			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产 (亿元)	54.41	40.79	31.85	34.61
资产总额 (亿元)	366.13	369.87	368.61	375.33
所有者权益 (亿元)	137.22	138.78	141.63	141.75
短期债务 (亿元)	81.23	92.35	67.26	66.42
长期债务 (亿元)	102.08	76.40	86.93	88.97
全部债务 (亿元)	183.30	168.75	154.19	155.39
营业总收入 (亿元)	18.64	22.18	29.85	8.76
利润总额 (亿元)	2.20	1.44	1.54	0.38
EBITDA (亿元)	6.61	5.52	5.98	--
经营性净现金流 (亿元)	14.96	23.82	26.07	8.52
营业利润率 (%)	15.72	18.18	17.87	14.33
净资产收益率 (%)	1.09	0.56	0.54	--
资产负债率 (%)	62.52	62.48	61.58	62.23
全部债务资本化比率 (%)	57.19	54.87	52.12	52.30
流动比率 (%)	207.75	166.69	180.60	176.91
经营现金流动负债比 (%)	12.21	15.81	19.35	--
现金短期债务比 (倍)	0.67	0.44	0.47	0.52
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.66	0.61	0.77	--
全部债务/EBITDA (倍)	27.73	30.57	25.80	--
公司本部 (母公司)				

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额 (亿元)	150.44	147.75	145.21	150.77
所有者权益 (亿元)	47.94	48.38	48.74	48.68
全部债务 (亿元)	81.39	69.26	61.22	60.92
营业总收入 (亿元)	0.92	1.05	0.87	0.03
利润总额 (亿元)	0.28	0.82	0.63	-0.08
资产负债率 (%)	68.14	67.25	66.44	67.71
全部债务资本化比率 (%)	62.93	58.88	55.68	55.59
流动比率 (%)	185.15	114.87	147.47	148.06
经营现金流负债比 (%)	-13.64	22.11	23.52	--

注: 1. 已将公司合并口径其他流动负债中有息部分调整至短期债务核算, 将公司合并口径长期应付款中有息部分调至长期债务计算; 2. 公司本部债务未经调整; 3. 公司 2023 年一季度财务数据未经审计

资料来源: 联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 先行绿色债/PR 先行	AAA	AA	稳定	2022/06/23	谢晨 高锐	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
18 先行绿色债/PR 先行	AAA	AA	稳定	2018/07/09	张宁 王超	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2017 年) 城投行业企业主体信用评级模型 (2016 年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受江苏先行建设有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

江苏先行建设有限公司 2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于江苏先行建设有限公司(以下简称“公司”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内,公司股权结构及注册资本未发生变化。截至 2023 年 3 月底,公司实收资本和注册资本均为 12.00 亿元,股东仍为江苏先行控股集团有限公司(以下简称“先行控股”),实际控制人仍为常州市武进区国有(集体)资产管理办公室(以下简称“武进区国资办”)。

跟踪期内,公司经营范围变更为:建设工程施工;建设工程设计;城市公共交通;公路管理与养护;餐饮服务;道路货物运输(不含危险货物);住宿服务(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,具体经营项目以审批结果为准)一般项目:股权投资;以自有资金从事投资活动;租赁服务(不含许可类租赁服务);土地使用权租赁;土地整治服务;工程管理服务;城市绿化管理;园林绿化工程施工;防洪除涝设施管理;水污染治理;水环境污染防治服务;环境保护监测;停车场服务;普通货物仓储服务(不含危险化学品等需许可审批的项目);票务代理服务;建筑材料销售;建筑装饰材料销售;机械零件、零部件加工;金属制品销售;建筑工程用机械销售;电子专用设备销售;电子产品销售;土壤及场地修复装备销售;农业机械销售;机械电气设备销售;金属材料销售;工艺美术品及礼仪用品销售(象牙及其制品除外);日用百货销售;化工产品销售(不含许可类化工产品);林业产品销售;五金产品批发;五金产品零售;机械设备销售;针纺织品销售;灯具销售;交通设施维修;机动车修理和维护;花卉绿植租借与代管理;装卸搬运;广告设计、代理;技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转

让、技术推广(除依法须经批准的项目外,凭营业执照依法自主开展经营活动)。

截至 2023 年 3 月底,公司本部设综合管理部、财务部和经营部 3 个部门(见附件 1-2);合并范围内拥有一级子公司 6 家(见附件 1-3)。

截至 2022 年底,公司资产总额 368.61 亿元,所有者权益 141.63 亿元(少数股东权益 41.32 亿元);2022 年,公司实现营业总收入 29.85 亿元,利润总额 1.54 亿元。

截至 2023 年 3 月底,公司资产总额 375.33 亿元,所有者权益 141.75 亿元(少数股东权益 41.28 亿元);2023 年 1—3 月,公司实现营业总收入 8.76 亿元,利润总额 0.38 亿元。

公司注册地址:武进区延政中大道 18-1 号(水务大厦);法定代表人:陆可伟。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月底,公司由联合资信评级的存续债券为“18 先行绿色债/PR 先行”,募集资金已按指定用途使用完毕,并在付息日正常还本付息。“18 先行绿色债/PR 先行”设置本金提前偿还条款,在债券存续期的第 3~7 个计息年度末分别按照发行金额的 20%偿还债券本金。

表 1 跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	起息日	期限
18 先行绿色债/PR 先行	3.00	1.80	2018/12/20	7 年

资料来源:联合资信整理

“18 先行绿色债/PR 先行”募集资金中 1.50 亿元用于补充公司营运资金,1.50 亿元用于滨湖污水处理厂一期工程(以下简称“募投项目”)的项目建设,项目建成后的主要收入来源分为生活污水处理和工业污水处理两部分。截至 2023 年 3 月底,募投项目已正式投入运营。

“18 先行绿色债/PR 先行”由江苏省信用再担保集团有限公司(以下简称“江苏再担保”)提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证

担保。

四、宏观经济和政策环境分析

2023年一季度,宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主,坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调,聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全REITs市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力,推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力,生产生活秩序加快恢复,国民经济企稳回升。经初步核算,一季度国内生产总值28.50万亿元,按不变价格计算,同比增长4.5%,增速较上年四季度回升1.6个百分点。从生产端来看,前期受到较大制约的服务业强劲复苏,改善幅度大于工业生产;从需求端来看,固定资产投资实现平稳增长,消费大幅改善,经济内生动力明显加强,内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面,社融规模超预期扩张,信贷结构有所好转,但居民融资需求仍偏弱,同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面,资金利率中枢显著抬升,流动性总体偏紧;债券市场融资成本有所上升。

展望未来,宏观政策将进一步推动投资和消费增长,同时积极扩大就业,促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下,外需放缓叠加基数抬升的影响,中国出口增速或将回落,但消费仍有进一步恢复的空间,投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续,内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看,当前积极因素增多,经济增长有望延续回升态势,全年实现5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察\(2023年一季度\)](#)》。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础,对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008年后,城投企业的快速扩张加剧了地

方政府的债务风险。随后,国家出台了一系列政策,规范了地方政府和城投企业的融资行为,建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022年以来,宏观经济下行压力加大,“稳增长”压力凸显。同时,监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控,城投企业融资监管政策“有保有压”。2023年,在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下,城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体,将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低,评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧,仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见《[2023年城市基础设施建设行业分析](#)》。

2. 区域经济环境

2022年,常州市武进区经济持续向好,财政实力整体很强,公司经营环境良好。

根据《2022年常州市武进区国民经济和社会发展统计公报》,2022年武进区(含常州经开区)实现地区生产总值3101.97亿元,按不变价格计算增长1.4%。其中,第一产业增加值41.18亿元,增长3.2%;第二产业增加值1685.79亿元,增长1.2%;第三产业增加值1375.00亿元,增长1.6%。按常住人口计算人均生产总值为18.04万元。三次产业结构调整为1.33:54.35:44.32。

2022年常州市武进区固定资产投资比2021年增长0.3%,其中房地产开发投资123.74亿元,比2021年下降30.2%。

根据《2022年预算执行情况和2023年预算草案》,武进区(含常州经开区)2022年一般公共预算收入203.93亿元,剔除留抵退税因素,增长0.5%。其中,税收收入165.88亿元,税收占比81.34%。全年一般公共预算支出207.46亿元,财政自给率为98.30%。2022年,武进区(含常州经开区)政府性基金收入预计为350.00亿元。2022年底,武进区地方政府债务余额预计为288.72亿元。

2023年1-3月,根据武进区统计局统一核

算，武进区规模以上工业总产值 815.87 亿元，同比增长 9.5%。同期，武进区固定资产投资完成额同比增长 5.5%。2023 年 1—3 月，武进区实现一般公共预算收入 68.65 亿元，同比增长 10.0%，其中税收收入 60.65 亿元。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司职能定位无重大变化，污水处理业务具有较强区域竞争优势。

1. 股权状况

跟踪期内，公司股权结构和实际控制人未发生变化。截至 2023 年 3 月底，先行控股持有公司 100.00% 股权，公司实际控制人为武进区国资办。

2. 企业规模和竞争力

公司是常州市武进区重要的交通基础设施建设和国有资产运营主体，主要从事交通基础设施建设及施工、电气销售、污水处理及其他国有资产经营等业务，其中污水处理业务具有较强区域竞争优势。

武进区主要有 3 家区级基础设施建设主体和 1 家武进高新区基础设施建设主体，分别为江苏武进经济发展集团有限公司、伟驰控股集团有限公司、先行控股和常州滨湖建设发展集团有限公司。先行控股为公司的唯一股东，大部分业务由公司负责，与公司无竞争关系；其余 3 家企业主营业务与公司基本不构成竞争关系。公司资产、权益、债务规模及利润总额在上述主体中均最小。

表2 截至2022年底武进区主要基础设施建设主体情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	业务职能	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率
江苏武进经济发展集团有限公司	武进区国资办	武进区基础设施建设和国有资产经营主体，业务区域主要集中在城区内	1314.13	399.96	50.28	2.56	69.56%
伟驰控股集团有限公司	武进区国资办	环西太湖（滆湖）片区基础设施建设主体及西太湖产业园综合服务提供商	587.75	246.24	16.67	6.70	58.10%
先行控股	武进区国资办	武进区交通基础设施建设和国有资产运营主体，业务区域主要集中在城区外围	744.82	262.79	38.57	7.52	64.72%
常州滨湖建设发展集团有限公司	武进国家高新技术产业开发区管理委员会	武进高新区市政基础设施及配套项目投融资及开发建设主体	435.71	154.88	11.98	1.80	64.45%
公司	先行控股	武进区重要的交通基础设施建设和国有资产运营主体，业务区域主要集中在城区外围	368.61	141.63	29.85	1.54	61.58%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的《企业信用报告》（授信机构版，统一社会信用代码：91320412592526769A），截至2023年4月27日，公司本部无未结清的不良信贷记录；跟踪期内无新增已结清不良信贷记录和欠息记录。

根据公司提供的《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：91320412071082509A），截至2023年4月27日，子公司江苏广湖建设有限公司（以下简称“广湖

建设”）无已结清和未结清的不良信贷记录。

根据公司提供的《企业信用报告》（银行查询版，统一社会信用代码：913204122508518608），截至2023年6月20日，子公司江苏恒基路桥股份有限公司（以下简称“恒基路桥”）无已结清和未结清的不良信贷记录。

截至2023年6月12日，联合资信未发现公司本部、广湖建设及恒基路桥被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法定代表人、执行董事兼经

理发生变更。根据公司股东决定，免去诸小平在公司的执行董事兼经理职务，重新委派陆可伟为公司的执行董事兼经理。同时，法定代表人变更为陆可伟。

陆可伟先生，1974年10月生，本科学历。曾任恒基路桥安全部经理、工程部经理，先行控股工程管理部经理，现任公司法定代表人、执行董事兼经理。

除上述事项外，跟踪期内公司法人治理结构、管理制度等均未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入规模保持增长，建筑劳务收入、污水处理收入和电汽销售收入是主要的收入来源；综合毛利率受建筑劳务业务毛利率下降影响有所降低。

2022年，公司营业总收入保持增长，主要由建筑劳务收入、污水处理收入和电汽销售收入构

成。2022年，公司建筑劳务收入大幅增长，主要系恒基路桥建筑施工收入增加所致；同期，公司污水处理收入稳步提升，主要系在建污水厂完工投入使用以及污水处理价格提升所致；电汽销售收入在需求提升的带动下保持增长；其他业务收入主要来自教育学杂费、租赁及物业管理、贸易、养老代养等业务，同比有所增长。

从毛利率水平来看，2022年，公司综合毛利率较2021年下降0.58个百分点。其中，建筑劳务业务毛利率有所下降，主要系毛利率较高的BT业务项目收入下降及各板块收入结构性变动所致；同期，污水处理业务毛利率大幅上升，主要系污水处理单价及污水处理量大幅提高所致；电汽销售业务毛利率较为稳定；其他业务毛利率有所降低。

2023年1—3月，公司实现营业总收入相当于2022年营业总收入的29.34%；毛利率较2022年水平下降3.56个百分点。

表3 公司营业总收入构成和毛利率情况

项目	2021年			2022年			2023年1—3月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
建筑劳务	12.17	54.85	18.16	18.22	61.05	14.24	5.94	67.80	10.15
污水处理	4.37	19.69	17.35	5.31	17.79	34.67	1.21	13.83	31.02
电汽销售	3.12	14.04	21.87	3.26	10.92	20.77	0.77	8.81	22.54
其他业务	2.53	11.41	22.53	3.05	10.23	12.66	0.84	9.56	18.04
合计	22.18	100.00	19.02	29.85	100.00	18.44	8.76	100.00	14.88

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表整理

2. 业务经营分析

(1) 建筑劳务业务

公司建筑劳务业务包括基础设施建设和建筑施工，基础设施建设业务模式有BT和委托建设，建筑施工以总承包模式运营。跟踪期内，公司基础设施建设项目均已完工，公司账面尚存大规模已完工未结算的基础设施建设项目，无拟建项目，该业务的持续性有待观察；2022年建筑施工项目新签合同金额大幅增长，在建及拟建项目后续存在一定投资压力；公司自营项目尚需投资规模较大，项目收益实现存在一定不确定性。

跟踪期内，公司建筑劳务业务仍主要包括由公司本部负责的常州市武进区主要的交通基础设施投融资建设、子公司广湖建设负责的武进区湖塘镇范围内的基础设施工程的开发建设、子公司恒基路桥从事的建筑施工业务，其业务建设模式分别为BT模式、委托代建模式以及总承包模式。

BT项目方面，公司本部与子公司恒基路桥组成联合体与常州市武进区公路管理处（现更名为常州市武进区公路事业发展中心，以下简称“武进公路中心”）签订《投资建设移交合同》，

项目竣工验收后,由政府组织相关单位按合同约定金额支付项目回购款。截至2023年3月底,公司承接的BT项目累计投资34.82亿元,累计确认收入17.67亿元¹;无在建及拟建BT项目。截至2023年3月底,公司应收BT项目款为9.97亿元(体现在“长期应收款”和“一年内到期的非流动资产”科目)。

委托代建项目主要由广湖建设子公司常州市武进湖塘集体资产经营有限公司(以下简称“湖塘资产”)负责,湖塘资产与常州市武进区湖塘镇人民政府(以下简称“湖塘镇政府”)签订委托代建协议,主要负责武进区湖塘镇范围内市政设施和安置房的投资建设,项目建设资金由湖塘资产负责筹集,项目建成后,湖塘镇政府根据实际需要及财政资金状况与湖塘资产签订项目结算协议,结算金额为审定项目成本加成一定

比例收益。2022年及2023年1-3月,湖塘资产结算的安置房项目为湖塘镇南田家园安置小区项目、湖塘镇三勤新苑安置小区项目和湖塘镇采菱家园安置区二期项目,确认回购金额4.37亿元。截至2023年3月底,湖塘资产计入存货科目的安置房项目主要为南田一期、采菱一期、采菱家园二期、南田二期等,账面余额合计19.07亿元。随着湖塘镇的基础设施建设已经趋于完善,湖塘资产无在建项目。

总承包项目方面,公司下属子公司恒基路桥作为总承包方参与投标取得以公路施工为主的项目。跟踪期内,恒基路桥相关施工资质无重大变化。2022年,公司新签合同数量及规模同比均有所上升,但公司新签合同额中武进区内项目占比较低。2023年3月底,恒基路桥在手合同数量18个,在手施工合同金额56.50亿元。

表4 恒基路桥合同签订情况(单位:个、亿元)

项目	2021年		2022年		2023年1-3月	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额
新签合同	7	19.36	16	27.02	2	2.19
其中:武进区内	1	0.21	10	0.67	1	0.04
武进区外	6	19.15	6	26.35	1	2.15
在手合同	41	69.40	22	55.85	18	56.50
其中:武进区内	10	9.92	5	3.68	4	3.43
武进区外	31	59.48	17	52.17	14	53.07

资料来源:公司提供

跟踪期内,公司子公司常州市武进天龙设备安装工程有限公司(以下简称“天龙设备”)继续负责经营武进区范围内的自来水管网施工建

设,业务模式未发生变化。2022年及2023年1-3月,天龙设备实现自来水管网建设收入1.29亿元和0.44亿元。

表5 截至2023年3月底公司主要在建施工项目情况(单位:亿元)

项目名称	业主方	计划建设期	总投资	已投资	累计收到回款
235国道盱眙北段、331省道盱眙绕城段改扩建工程	盱眙县泗州港务有限公司	2018.7-2023.8	9.36	1.28	0.55
武进河道管护项目	常州市武进区水利局	2018.9-2028.9	3.09	1.58	1.56
勐满口岸经济区工业园道路工程	勐腊县商务局	2019.10-2024	4.77	0.01	0.01
新孟河延伸拓浚工程武进区太滆运河跨河桥梁施工II标	常州市武进区新孟河延伸拓浚工程建设管理处	2020.1-2021.1	0.42	0.26	0.33
沪蓉高速公路青龙互通至焦溪古镇连接线工程施工项目	常州市天宁创新投资发展有限公司	2020.11-2021.8	0.85	0.43	0.39
常泰长江大桥接线工程常州段路基借方备土服务采购项目	常州市高速公路建设指挥部	2021.1-2022.6	0.47	0.19	0.27

¹ BT项目累计投资额中包含前期拆迁成本,公司收回拆迁本金时,

直接冲减成本,未全额确认收入。

沪陕高速 PGK22 标扩建工程	沪陕高速公路平潮至广陵段扩建工程建设指挥部	2021.3-2023.12	5.10	1.42	1.14
阜溧高速 JHX - TZ6 标	建兴高速兴化段项目办	2021.1-2022.12	4.62	3.84	4.18
G312 线绕信阳市区段一级公路新建工程	中铁六局集团有限公司	2020.12-2022.12	0.56	0.53	0.36
淮安 348 省道项目	348 省道淮安段建设工程指挥部	2021.5-2021.12	2.37	1.17	0.46
洋通高速二期工程 YR-RD1 标项目	江苏省交通工程建设局	2021.10-2023.4	6.16	3.30	1.57
连云港至宿迁高速公路徐圩至灌云段 LS-LYG8 标	江苏省交通工程建设局	2022.1-2024.6	9.44	2.37	2.56
凤林路(工业路-潘巷路)道路工程	武进国家高新技术产业开发区市政服务中心	2021.08-2022.06	0.29	0.10	0.11
勳海 2022 年农村公路建设项目	勳海县交通运输局	2022.10-2023.06	3.05	0.00	0.00
S331 省道金湖东段改扩建工程	331 省道金湖段工程建设指挥部	2022.1.1-2025.9.30	7.40	0.74	0.23
合计	--	--	57.95	17.22	13.72

注：受业主规划变更、拆迁等因素影响，部分项目实际工程进度较计划建设期滞后
资料来源：公司提供

截至 2023 年 3 月底，公司主要在在建施工项目尚需投资 40.73 亿元；主要拟建施工项目为长深高速公路 LHK-HA1 标项目、常泰长江大桥南北公路接线路面施工项目 CT-CZ21，计划总投资 8.97 亿元。整体看，公司主要项目未来尚需投资 49.70 亿元，仍面临一定的投资压力。

截至 2023 年 3 月底，公司主要在建自营项目为南沿江交通运营枢纽项目，该项目建设期 3 年，计划总投资 20.60 亿元，已投资 8.09 亿元，项目建成后主要通过社会停车场停车费收入、配套商业出租收入、站区广告收入、旅游大巴车票收入实现资金平衡。

(2) 土地开发业务

公司账面存在大量已完工未结算土地整理成本，未来公司土地开发业务受政府规划影响具有一定不确定性。

公司土地开发业务主要由湖塘资产负责，主要为对武进区湖塘镇范围内土地进行前期拆迁、土地平整等。项目前期工作由湖塘镇人民政府协调并协助湖塘资产开展融资工作，湖塘资产对拟出让土地进行征地、拆迁、整理，整理完成并经验收后，湖塘镇人民政府在与湖塘资产签订结算协议，根据不同地块的情况确认土地整理收入及成本。2022 年，湖塘资产未确认土地整理收入；2023 年 1—3 月，湖塘资产结算的土地整理项目（湖塘镇三勤村及周边地块城镇化建设改造工程）结算成本 2.04 亿元，确认回购金额 2.31 亿元（并入建筑劳务板块列报）。截至 2023 年

3 月底，公司账面存在已完工未结算的土地整理成本规模 38.01 亿元。公司无新增土地开发计划，未来公司开发业务受政府规划影响具有一定不确定性。

(3) 污水处理业务

公司污水处理业务区域竞争优势明显；跟踪期内，污水处理收入同比增长，得益于污水处理单价上升毛利率大幅提升；在建污水处理厂项目仍有一定投资压力。

公司污水处理业务主要由子公司江苏大禹水务有限公司（以下简称“大禹水务”）负责。

2020 年 1 月，武进区水利局与大禹水务签订了《常州市武进区污水厂网站一体化特许经营项目特许经营协议》，特许经营期限为 30 年，其中包含污水处理特许经营（武进区全域）和雨水管网特许经营（湖塘镇、牛塘镇、高新区北区、高新区南区、西太湖各板块的建成区区域内）。

截至 2023 年 3 月底，大禹水务拥有 8 座污水处理厂，实际日处理量为 39.55 万立方米/天。2022 年污水处理单价由 1.59 元/吨提高至 2.61 元/吨，毛利率大幅提升。

大禹水务的污水处理业务收入主要分为市场化经营收入和特许经营政府付费两部分。其中：市场化经营收入由大禹水务在特许经营授权范围内自主考虑实施；特许经营政府付费由区级污水处理服务费+乡镇可用性服务费+乡镇运维绩效服务费+雨水管网服务费用组成，根据当年大禹水务实际运营情况综合考虑各期和考虑各服

务费类型调价机制后，由武进区财政局统筹安排，武进区水利局付款。

跟踪期内，大禹水务的乡镇及区级污水管网特许经营业务（包含在《常州市武进区污水厂网站一体化特许经营项目特许经营协议》内）已完成前期建设并投入运营。

截至 2023 年 3 月底，公司在建污水处理厂项目尚需投资 4.45 亿元。

表 6 截至 2023 年 3 月底公司在建污水处理厂情况
(单位: 亿元)

污水处理厂名称	计划建设期	总投资	已投资
武南第二污水处理厂一期	2019-2022	4.79	3.21
湟里污水处理厂扩建改造工程	2019-2022	0.93	0.75
漕桥污水处理厂扩建工程	2019-2022	0.91	0.60
滨湖污水处理厂二期	2020-2024	2.56	0.18
合计	--	9.19	4.74

资料来源：公司提供

(4) 电汽销售业务

跟踪期内，公司总上网电量保持增长，供汽量有所下降，毛利率变化不大。

公司电汽销售业务由二级子公司常州市湖塘热电有限公司（以下简称“湖塘热电”）负责，采用“热电联产”的工艺，利用蒸汽锅炉加热产生高温高压蒸汽，由蒸汽带动汽轮机发电，完成发电做功后的低品位汽轮机抽气或背压排气用于对纺织工业园区内企业提供蒸汽热供应。

电力业务方面，湖塘热电与国网江苏省电力有限公司（以下简称“江苏电力”）签订了购售电合同，其生产的电力产品全部销售给江苏电力。截至 2023 年 3 月底，湖塘热电共有 4 台 75t/h（吨/小时）次高温次高压循环流化床锅炉，1 台 6 兆瓦和 1 台 12 兆瓦背压式供热发电机组，总装机容量较 2021 年无变化。2022 年，公司实现年发电量 8721 万千瓦时，较 2021 年增长 3.70%；总上网电量 6117 万千瓦时，较 2021 年增长 11.69%。

供热业务方面，湖塘热电根据供热协议以及各用热企业每月下旬申报的下月用热计划组织生产供应。2022 年湖塘热电供汽量为 114.37 万

吨，较 2021 年下降 11.20%；截至 2023 年 3 月底，供热户数为 50 家，较 2021 年底增加 2 家；平均售汽价格由 2021 年的 240 元/吨上升至 288 元/吨。

(5) 其他业务

跟踪期内，公司其他业务收入稳步增长，对公司收入形成补充。

公司其他业务包括教育学杂费、租赁及物业管理、贸易、养老代养等。

公司教育学杂费收入来自广湖建设下属武进区湖塘实验中学和常州市武进区新城阳光幼儿园。2022 年，公司实现教育学杂费收入 1.06 亿元，同比增长 1.45%；毛利率为 18.83%，同比下降 4.96 个百分点，主要系当年实验中学教师工资基数上调导致成本上升所致。

公司租赁及物业管理收入主要来自对其所拥有的商铺、厂房等资产的招租以及物业管理。截至 2023 年 3 月底，公司可供出租商铺为 3.70 万平方米，已全部出租；可供出租标准厂房面积为 53.16 万平方米，已出租 42.30 万平方米。物业管理收入主要来自由广湖建设负责的湖塘镇晓柳社区、北街社区等安置小区的物业管理服务。2022 年及 2023 年 1—3 月，公司实现租赁及物业管理收入 0.80 亿元和 0.21 亿元，毛利率为 16.99%及-7.39%。

公司另有贸易和养老代养等业务，收入规模较小。

3. 未来发展

公司未来发展方向清晰，符合自身定位。

公司未来将打造城乡发展综合运营商，主要目标有：一是在深化改革转型上实现突破，协调推进业务发展和增资扩股整合资源。二是持续攻坚污染防治项目，推进污水处理项目改扩建。三是推动南沿江枢纽项目等重大项目建设。四是在稳固资金链条上实现突破，提高经营绩效。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2022 年度财务报表，中兴华会计

师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2023年一季度财务数据未经审计。

截至2022年底，公司共有纳入合并范围一级子公司6家。从合并范围变动来看，2022年，公司不再纳入合并范围的子公司2家，为江苏恒超房产租赁有限公司（转让）、常州道胜科技产业有限公司（吸收合并），新纳入合并范围的公司3家，为常州市恒湖自来水有限公司、常州市恒彝自来水有限公司和常州市武进横林自来水厂有限公司，均为划拨。整体看，上述合并范围变化子公司规模较小，公司财务数据可比性较好。

截至2022年底，公司资产总额368.61亿元，所有者权益141.63亿元（少数股东权益41.32亿

元）；2022年，公司实现营业总收入29.85亿元，利润总额1.54亿元。

截至2022年3月底，公司资产总额375.33亿元，所有者权益141.75亿元（少数股东权益41.28亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入8.76亿元，利润总额0.38亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模变化不大，其中应收类款项、存货及投资性房地产规模较大，对公司资金形成明显占用，且受限资产规模较大，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

截至2022年底，公司资产总额较2021年底下降0.34%，资产结构以流动资产为主，详见下表。

表7 公司资产主要构成情况

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产合计	251.25	67.93	243.28	66.00	246.31	65.63
货币资金	36.24	9.80	27.00	7.32	30.11	8.02
应收账款	8.33	2.25	13.00	3.53	14.02	3.74
其他应收款	114.25	30.89	104.13	28.25	104.56	27.86
存货	64.31	17.39	67.33	18.26	68.94	18.37
非流动资产合计	118.63	32.07	125.33	34.00	129.02	34.37
投资性房地产	55.75	15.07	54.23	14.71	54.23	14.45
固定资产	20.85	5.64	24.28	6.59	28.38	7.56
无形资产	15.94	4.31	16.05	4.35	15.89	4.23
资产总额	369.87	100.00	368.61	100.00	375.33	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告、财务报表，联合资信整理

（1）流动资产

截至2022年底，公司流动资产较2021年底下降3.17%，主要系货币资金和其他应收款减少。

截至2022年底，公司货币资金较2021年底下降25.50%，主要由于当年新增项目投资大幅增加和偿还债务所致；公司货币资金主要由银行存款（21.44亿元）和其他货币资金（5.50亿元）构成。公司受限货币资金12.83亿元，主要系质押用于开立银票、国内信用证及借款。

截至2022年底，公司应收账款较2021年底增长56.08%，主要系工程施工、污水处理等主业形成的应收款项。

截至2022年底，公司其他应收款较2021年底

下降8.86%，主要为与当地国有企业、政府单位的往来款。从集中度看，公司其他应收款前五名账面余额合计占比92.18%，集中度高。从账龄看，1年以内的占21.76%、1~2年的占30.67%、2~3年的占23.76%，3年以上的占23.81%，整体账龄一般。公司其他应收款累计计提坏账准备0.27亿元，计提比例低。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成明显占用。

表8 截至2022年底公司其他应收款前五名情况

单位名称	款项性质	账面余额（亿元）	占比（%）
常州市武进交通产业发展有限公司	往来款	59.42	56.92

常州市武进区财政局湖塘分局	往来款	25.37	24.31
常州市武进区交通运输局	往来款	6.41	6.14
常州市武进区公路事业发展中心	往来款	3.08	2.95
常州市禾木园林绿化工程有限公司	往来款	1.94	1.86
合计	--	96.22	92.18

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年底，公司存货较 2021 年底增长 4.70%，主要由合同履行成本 66.66 亿元构成，包括土地整理拆迁成本、安置房工程和市政工程代建成本以及少量恒基路桥的工程施工成本。

(2) 非流动资产

截至 2022 年底，公司非流动资产较 2021 年底增长 5.65%，主要系固定资产和在建工程增加所致。

截至 2022 年底，公司投资性房地产较 2021 年底下降 2.73%。公司投资性房地产主要包括持有增值的土地使用权 52.66 亿元和用于出租的标准厂房和商铺 1.57 亿元。

截至 2022 年底，公司固定资产较 2021 年底增长 16.45%，主要系在建工程转入房屋及建筑物所致；公司固定资产主要由房屋建筑物（原值 20.64 亿元）和专用设备（原值 11.89 亿元）构成，累计计提折旧 15.27 亿元。

截至 2022 年底，公司在建工程较 2021 年底增加 6.39 亿元，主要系在建工程持续投入所致。

截至 2022 年底，公司其他流动资产较 2021 年底下降 19.56%，主要系应收财政利息收回所致。

2023 年 3 月底，公司资产总额较 2022 年底变化不大，资产结构仍以流动资产为主。

截至 2023 年 3 月底，公司受限资产占资产总额的 18.74%，受限规模较大。

表 9 截至 2023 年 3 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额 比例 (%)	受限原因
货币资金	11.58	3.08	质押用于开立银票、国内信用证及借款
其他应收款	0.02	0.00	质押借款
固定资产	0.39	0.10	抵押借款
无形资产	14.34	3.82	抵押借款
投资性房地产	44.03	11.73	抵押借款
合计	70.35	18.74	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般；公司债务规模波动增长，一年内集中兑付压力较大。

(1) 所有者权益

截至 2022 年底，公司所有者权益 141.63 亿元，较 2021 年底增长 2.05%，主要由实收资本（占 8.47%）、资本公积（占 56.66%）和少数股东权益（占 29.18%）构成。

截至 2022 年底，公司实收资本 12.00 亿元，较 2021 年底无变化；资本公积 80.25 亿元，较 2021 年底增长 2.63%，主要系常州市政府机关无偿划拨 3 座自来水厂及由于划拨产生的少数股东权益调整所致。

2023 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构较 2022 年底保持相对稳定。

(2) 负债

截至 2022 年底，公司负债总额较 2021 年底下降 1.78%，流动负债占比有所下降，负债结构详见下表。

表 10 公司主要负债构成情况

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债合计	150.73	65.22	134.71	59.35	139.23	59.61
短期借款	22.81	9.87	32.48	14.31	36.52	15.63
应付票据	13.82	5.98	9.50	4.19	6.00	2.57
应付账款	7.39	3.20	12.55	5.53	10.54	4.51

其他应付款	45.73	19.79	47.47	20.91	54.66	23.40
一年内到期的非流动负债	55.72	24.11	22.50	9.91	18.30	7.83
其他流动负债	0.70	0.30	3.44	1.51	6.15	2.63
非流动负债合计	80.37	34.78	92.28	40.65	94.35	40.39
长期借款	59.50	25.75	64.50	28.42	67.97	29.10
应付债券	15.93	6.89	22.10	9.74	20.72	8.87
负债总额	231.10	100.00	226.99	100.00	233.58	100.00

注：其他应付款含应付股利，下同

资料来源：公司审计报告、财务报表，联合资信整理

截至2022年底，公司流动负债较2021年底下降10.63%，主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

截至2022年底，公司短期借款较2021年底增长42.40%，主要系保证借款增加所致；公司短期借款以抵押借款（11.83亿元）和保证借款（20.07亿元）为主。

截至2022年底，公司应付票据较2021年底下降31.26%，主要系银行承兑汇票和国内信用证减少所致；公司应付票据主要由银行承兑汇票（9.50亿元）构成。

截至2022年底，公司应付账款较2021年底增长69.75%，主要系恒基路桥业务规模扩大、科技产业园D区项目暂估工程款增加以及大禹水务在建项目新增工程款所致。

截至2022年底，公司其他应付款较2021年底增长3.79%，主要系往来款增加所致；公司其他应付款主要为与先行控股（占56.98%）和江苏恒磊建设有限公司（占6.64%）的往来款。

截至2022年底，公司一年内到期的非流动负债较2021年底下降59.62%；从结构上看，主要由一年内到期的长期借款（9.11亿元）和一年内到期的应付债券（12.18亿元）构成。

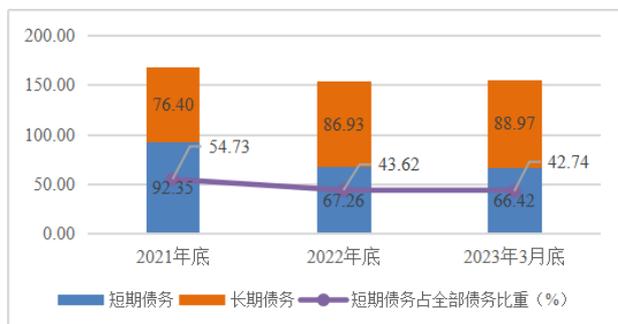
截至2022年底，公司其他流动负债较2021年底增加2.74亿元，主要系新增短融所致，本报告已将有息部分调整至短期债务核算。

截至2022年底，公司非流动负债较2021年底增长14.81%，主要系长期借款和应付债券增加所致。

截至2022年底，公司长期借款较2021年底增长8.41%；从结构上看，公司长期借款（包含一年内到期部分）由保证借款（38.49亿元）、抵押借款（19.51亿元）和质押借款（15.62亿元）构成。

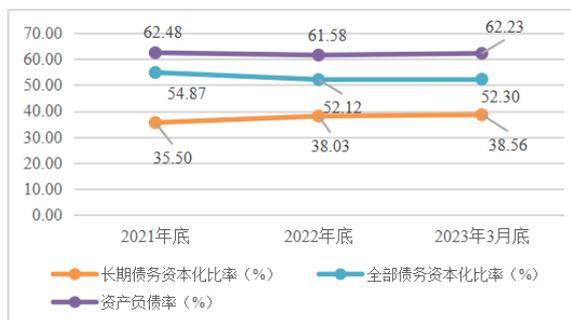
截至2022年底，公司应付债券较2021年底增长38.71%，主要系发行“22苏广湖建设ZR001”“22苏先行建设ZR001”和“22苏先行建设ZR002”所致。

图1 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

图2 公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

有息债务方面，截至 2022 年底，公司全部债务较 2021 年底下降 8.63%，长期债务占比有所上升。截至 2022 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率较 2021 年底分别下降 0.90 个、下降 2.75 个和增加 2.53 个百分点。

截至 2023 年 3 月底，公司将于一年内到期债务规模为 66.42 亿元，集中兑付压力较大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入快速增长，期间费用控制能力有待提高，整体盈利能力一般。

2022 年，公司营业总收入较 2021 年增长 34.54%；同期，公司营业成本较 2021 年增长 35.50%，略高于营业总收入增幅。2022 年，公司营业利润率较 2021 年下降 0.31 个百分点。

2022 年，公司期间费用较 2021 年增长 8.33%，主要系管理费用和财务费用增加所致。2022 年，公司期间费用占营业总收入的比重为 13.42%，公司费用控制能力有待提升。

2022 年，公司其他收益相当于利润总额的 15.42%，主要为政府补助；同期，投资收益 0.15 亿元，同比增加 0.06 亿元，主要系应收款项融资贴现息减少。公司政府补助对利润总额的实现有一定影响。

从盈利指标上看，2022 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别较 2021 年增加 0.08 个和下降 0.02 个百分点。

表 11 公司盈利能力变化情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
营业总收入（亿元）	22.18	29.85	8.76
营业成本（亿元）	17.97	24.34	7.45
期间费用	3.70	4.00	0.87
其他收益（亿元）	0.89	0.24	0.06
利润总额（亿元）	1.44	1.54	0.38
营业利润率（%）	18.18	17.87	14.33
总资本收益（%）	0.84	0.92	--
净资产收益（%）	0.56	0.54	--

资料来源：公司审计报告、财务报表，联合资信整理

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入相当于 2022 年的 29.34%；同期，公司营业利润率较

2022 年全年水平下降 3.54 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金净流入规模扩大，收入实现质量有所下滑；投资活动现金净流出规模有所收窄；筹资活动现金净流出规模增加，随着公司在建项目持续推进及债务到期，公司未来融资需求较大。

从经营活动来看，2022 年，公司经营活动现金流入量同比增长 28.80%，主要来自于销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金（主要为往来款）；同期，公司现金收入比有所下降，收入实现质量下滑。2022 年，公司经营活动现金流出量同比增长 57.20%，主要系支付经营成本及往来款增长所致。2022 年，公司经营活动现金保持净流入。

从投资活动来看，2022 年，公司投资活动现金流入主要为赎回理财产品收到的现金；投资活动现金流出量同比增长 0.65%，主要为南沿江交通运营枢纽及污水管网等重大项目支出与购买理财产品支付的现金。2022 年，公司投资活动现金净流出规模有所收窄。

从筹资活动来看，2022 年，公司筹资活动现金流入量同比增长 14.29%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出量同比增长 24.40%，主要系偿还债务本息支付的现金。2022 年，公司筹资活动现金持续净流出，且缺口有所扩大。

表 12 公司现金流量情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
经营活动现金流入小计（亿元）	40.07	51.62	19.77
经营活动现金流出小计（亿元）	16.25	25.55	11.25
经营活动现金流量净额（亿元）	23.82	26.07	8.52
投资活动现金流入小计（亿元）	7.63	15.67	6.20
投资活动现金流出小计（亿元）	29.18	29.37	9.50
投资活动现金流量净额（亿元）	-21.54	-13.69	-3.30
筹资活动前现金流量净额（亿元）	2.28	12.37	5.22
筹资活动现金流入小计（亿元）	64.81	74.08	25.79
筹资活动现金流出小计（亿元）	73.64	91.61	26.66
筹资活动现金流量净额（亿元）	-8.82	-17.53	-0.88
现金收入比（%）	85.96	79.28	87.21

资料来源：公司审计报告、财务报表，联合资信整理

2023年1—3月,公司经营活动现金流呈净流入状态;投资及筹资活动现金流均呈小额净流出状态。

6. 偿债指标

跟踪期内,公司短期偿债能力指标表现较弱,长期偿债能力指标表现一般,间接融资渠道有待拓宽。

从短期偿债能力指标看,截至2022年底,公司流动比率及速动比率较2021年底均有所上升。2022年,公司经营活动现金流量净额对短期债务及流动负债的覆盖倍数有所上升但保障能力仍较弱。截至2023年3月底,公司现金短期债务比为0.52倍,公司短期偿债能力指标表现较弱。

从长期偿债能力指标看,2022年,公司EBITDA同比有所上升,全部债务/EBITDA有所下降,经营现金/全部债务、经营现金/利息支出和EBITDA利息倍数同比均有所上升,公司长期偿债能力指标表现一般。

表 13 公司偿债能力指标

项目	项目	2021年	2022年	2023年3月
短期偿债能力指标	流动比率(%)	166.69	180.60	176.91
	速动比率(%)	124.03	130.62	127.40
	经营现金流动负债比(%)	15.81	19.35	--
	经营现金/短期债务(倍)	0.26	0.39	--
	现金短期债务比(倍)	0.44	0.47	0.52
长期偿债能力指标	EBITDA(亿元)	5.52	5.98	--
	全部债务/EBITDA(倍)	30.57	25.80	--
	经营现金/全部债务(倍)	0.14	0.17	--
	EBITDA利息倍数(倍)	0.61	0.77	--
	经营现金/利息支出(倍)	2.63	3.35	--

注:经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源:联合资信根据公司审计报告、财务报表整理

截至2023年3月底,公司对外担保余额17.94亿元,担保比率为12.65%,被担保对象均为国有企业,经营情况正常。整体来,公司对外担保规模集中在武进区内,存在一定或有负债风险。

表 14 截至 2023 年 3 月底公司对外担保情况

(单位:亿元)

被担保单位	担保余额
江苏武进经济发展集团有限公司	4.92

被担保单位	担保余额
常州市恒源供水有限公司	1.90
江苏恒磊建设有限公司	1.80
先行控股	1.50
常州市杨柳埠农业产业园有限公司	1.38
常州千颂丰农业科技有限公司	1.13
常州市湟里振兴市政建设发展有限公司	1.03
常州市湟里工业集中区投资开发有限公司	0.99
常州湟里众信企业发展服务有限公司	0.95
江苏菲林苗木有限公司	0.73
常州市雪堰雪湖投资开发有限公司	0.47
常州旺利达建设发展有限公司	0.31
常州碧海千盛物资有限公司	0.26
常州武南标准厂房投资发展有限公司	0.19
常州滨湖建设项目管理有限公司	0.19
常州驰善亦禾物资有限公司	0.18
合计	17.94

注:尾差系四舍五入所致

资料来源:公司提供

截至 2022 年底,公司涉及未决诉讼 4 起,其中公司作为被告的有 3 起,系恒基路桥承包的中城开农业科技发展集团有限公司开发的“盱眙-马坝田园综合体项目示范区一期项目”工程,因发包方工程款拖欠等因素而形成,涉诉金额预计为 0.16 亿元,案件仍在进一步审理中;恒基路桥承包的勐腊县交通运输局发包的“勐腊县农村公路改造”项目,因发包方工程款拖欠等因素而形成,涉诉金额预计为 91.11 万元,案件仍在进一步审理中;恒基路桥因其“勐腊关累镇农村公路改造”项目承包人未支付工程款,恒基路桥作为连带责任人被起诉,涉诉金额预计为 726.61 万元,案件仍在进一步审理中。公司作为原告的 1 起,被告常州世高建设工程有限公司向恒基路桥借款未归还,恒基路桥请求判令常州世高建设工程有限公司偿还借款 1470.00 万元及利息 406.32 万元。

截至 2023 年 3 月底,公司获得银行授信额度 149.33 亿元,已使用额度 111.53 亿元,剩余额度 37.80 亿元,公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 公司本部(母公司)财务分析

公司本部资产、权益占合并口径比重较小，公司收入主要来自子公司；公司本部债务负担较重且短期偿债压力大。

截至2022年底，公司本部资产总额145.21亿元（占合并口径的39.39%），较2021年底下降1.72%。其中，流动资产占59.61%，非流动资产占40.39%。从构成看，公司本部资产主要由其他应收款、长期股权投资和投资性房地产构成。

截至2022年底，公司本部所有者权益48.74亿元（占合并口径的34.41%），较2021年底变化不大。其中，实收资本占24.62%，资本公积占68.38%，未分配利润占6.15%。

截至2022年底，公司本部负债总额96.47亿元（占合并口径的42.50%），较2021年底下降2.91%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占60.84%，非流动负债占39.16%。截至2022年底，公司本部全部债务61.22亿元，全部债务资本化比率55.68%，资产负债率为66.44%。

2022年，公司本部实现营业总收入0.87亿元，利润总额0.63亿元。

2022年，公司本部经营活动现金流量净额为13.80亿元，投资活动现金流量净额为-5.77亿元，筹资活动现金流量净额为-11.08亿元。

截至2022年底，公司本部流动比率及速动比率均为147.47%，现金短期债务比为0.09倍，公司本部短期偿债压力大。

十、外部支持

跟踪期内，常州市武进区经济持续向好，财政实力很强。常州市武进区政府支持能力很强；公司是常州市武进区重要的交通基础设施投资建设主体和国有资产运营主体，获得政府在财政补贴、资金及资产注入等方面有力支持。

1. 支持能力

跟踪期内，常州市武进区经济持续向好，财政实力很强，税收占比较高，财政自给率高。截至2022年底，武进区地方政府债务余额预计为288.72亿元，债务负担轻。整体看，常州市武进区政府支持能力很强。

2. 支持可能性

公司是常州市武进区重要的交通基础设施投资建设主体和国有资产运营主体，武进区国资办为公司实际控制人。

2022年，公司收到资产注入3.02亿元，计入“资本公积”科目；收到政府补助0.23亿元，计入“其他收益”科目。

自成立以来，公司陆续获得武进区国资办在资金和资产注入方面的有力支持，截至2023年3月底，公司实收资本和资本公积分别为12.00亿元和80.25亿元。

公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持，政府支持可能性很大。

十一、债券偿还能力分析

“18先行绿色债/PR先行”由江苏再担保提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

经联合资信评定，江苏再担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，上述担保能有效提升“18先行绿色债/PR先行”的偿付安全性。同时，“18先行绿色债/PR先行”设置了分期偿还条款，可有效降低公司的集中偿付压力。

十二、结论

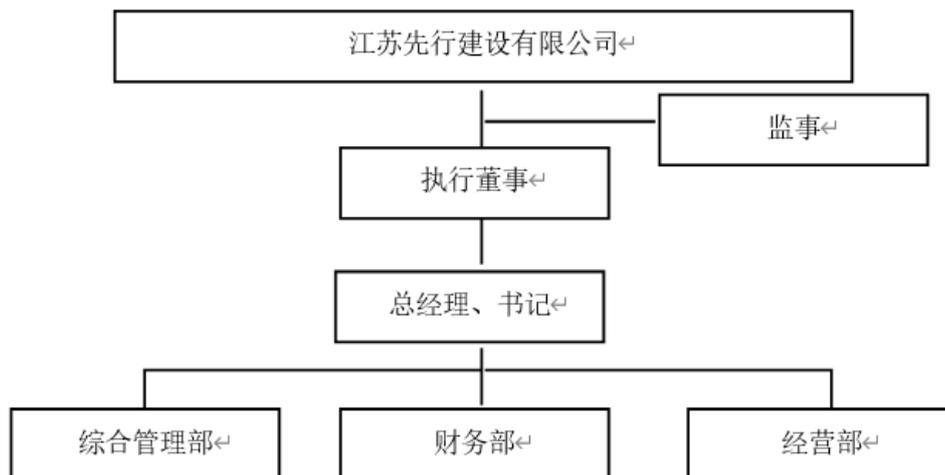
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“18先行绿色债/PR先行”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底公司合并范围内一级子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
江苏恒基路桥股份有限公司	11000.00	路桥建设	95.25	收购
常州市武进航务工程有限公司	5504.00	航运建设和配套	100.00	收购
常州市武进水利资产经营有限公司	2400.00	国有资产管理	100.00	划拨
常州市武进天龙设备安装工程有限公司	2000.00	建筑安装	60.00	收购
江苏广湖建设有限公司	200000.00	国有资产管理	57.50	收购
道胜环境产业有限公司	100000.00	环保咨询	51.00	设立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	54.41	40.79	31.85	34.61
资产总额 (亿元)	366.13	369.87	368.61	375.33
所有者权益 (亿元)	137.22	138.78	141.63	141.75
短期债务 (亿元)	81.23	92.35	67.26	66.42
长期债务 (亿元)	102.08	76.40	86.93	88.97
全部债务 (亿元)	183.30	168.75	154.19	155.39
营业总收入 (亿元)	18.64	22.18	29.85	8.76
利润总额 (亿元)	2.20	1.44	1.54	0.38
EBITDA (亿元)	6.61	5.52	5.98	--
经营性净现金流 (亿元)	14.96	23.82	26.07	8.52
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	2.22	2.48	2.59	--
存货周转次数 (次)	0.22	0.27	0.37	--
总资产周转次数 (次)	0.05	0.06	0.08	--
现金收入比 (%)	110.38	85.96	79.28	87.21
营业利润率 (%)	15.72	18.18	17.87	14.33
总资本收益率 (%)	1.18	0.84	0.92	--
净资产收益率 (%)	1.09	0.56	0.54	--
长期债务资本化比率 (%)	42.66	35.50	38.03	38.56
全部债务资本化比率 (%)	57.19	54.87	52.12	52.30
资产负债率 (%)	62.52	62.48	61.58	62.23
流动比率 (%)	207.75	166.69	180.60	176.91
速动比率 (%)	152.49	124.03	130.62	127.40
经营现金流动负债比 (%)	12.21	15.81	19.35	--
现金短期债务比 (倍)	0.67	0.44	0.47	0.52
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.66	0.61	0.77	--
全部债务/EBITDA (倍)	27.73	30.57	25.80	--

注: 1. 其他流动负债中有息部分已调整至短期债务核算; 长期应付款中有息债务已调整至长期债务核算; 2. 公司 2023 年一季度财务数据未经审计
资料来源: 联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	10.76	4.96	2.01	5.81
资产总额 (亿元)	150.44	147.75	145.21	150.77
所有者权益 (亿元)	47.94	48.38	48.74	48.68
短期债务 (亿元)	30.01	47.66	23.61	20.14
长期债务 (亿元)	51.38	21.60	37.61	40.78
全部债务 (亿元)	81.39	69.26	61.22	60.92
营业总收入 (亿元)	0.92	1.05	0.87	0.03
利润总额 (亿元)	0.28	0.82	0.63	-0.08
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-6.84	17.16	13.80	6.48
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.78	0.71	0.46	--
存货周转次数 (次)	*	*	*	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比 (%)	1.36	6.21	124.02	102.50
营业利润率 (%)	85.17	92.39	91.51	52.00
总资本收益率 (%)	0.11	0.54	0.42	--
净资产收益率 (%)	0.30	1.32	0.94	--
长期债务资本化比率 (%)	51.73	30.87	43.55	45.59
全部债务资本化比率 (%)	62.93	58.88	55.68	55.59
资产负债率 (%)	68.14	67.25	66.44	67.71
流动比率 (%)	185.15	114.87	147.47	148.06
速动比率 (%)	185.15	114.87	147.47	148.06
经营现金流动负债比 (%)	-13.64	22.11	23.52	--
现金短期债务比 (倍)	0.36	0.10	0.09	0.29
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：公司本部债务未经调整；未获取公司本部折旧、摊销等数据，EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”表示；公司 2023 年一季度财务数据未经审计
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持