



常州市晋陵投资集团有限公司 2021 年 第一期、第二期城市停车场建设专项债 券 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1903 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	常州市晋陵投资集团有限公司	AA ⁺ /稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 晋陵专项债 01/21 晋陵 01” “21 晋陵专项债 02/21 晋陵 02”	AA ⁺

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为常州市的政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力省内领先，潜在的支持能力很强；常州市晋陵投资集团有限公司（以下简称“晋陵投资”或“公司”）作为常州市文化旅游板块主要的投资建设主体，在常州市的文旅、体育和配套设施建设运营中处于主导地位，与地方政府关联度高。中诚信国际预计，公司能够持续获得政府在资产注入、财政补贴等方面的大力支持；同时需关注公司盈利能力较弱、房地产项目后续投资及销售回款情况以及短期偿债压力较大对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，常州市晋陵投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：地区经济实力显著增强；公司地位明显上升，持续获得股东及相关方在业务及资金等方面的支持；资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具备可持续性。

可能触发评级下调因素：地方经济环境大幅恶化；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化导致流动紧张等。

正面

- **良好的区域经济环境。**常州市政治经济地位重要，近年来持续增强的区域经济环境为公司的发展提供了良好的外部条件。
- **区域地位稳固，职能定位突出。**跟踪期内，公司仍为常州市文化旅游板块主要的投资建设主体，在常州市的文旅、体育和配套设施建设运营中处于主导地位。

关注

- **盈利能力较弱，对政府补贴较依赖。**公司承担常州市重点文旅项目的建设，场馆开发业务具有一定的公益性质，自身盈利能力较弱，对政府补贴较依赖。
- **房地产项目后续投资及销售回款情况值得关注。**截至2023年3月末，公司在建和拟建房地产项目尚需投资规模较大，需持续关注后续的投资进展、销售进度以及资金回笼等情况。
- **短期偿债压力较大。**项目推进带来融资需求增加，公司积累了较大规模的刚性债务，随着部分借款逐步进入偿还期，公司短期债务维持较大规模，面临一定的短期偿债压力。

项目负责人：李婧喆 jzhli@ccxi.com.cn

项目组成员：罗 雄 xluo@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

晋陵投资（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	327.82	353.07	432.07	435.64
经调整的所有者权益合计（亿元）	128.00	138.18	156.67	156.81
负债合计（亿元）	199.82	214.89	275.40	278.83
总债务（亿元）	116.50	164.51	209.23	192.08
营业总收入（亿元）	23.12	53.34	52.97	6.11
经营性业务利润（亿元）	3.16	4.42	5.91	0.29
净利润（亿元）	2.17	3.07	3.40	0.14
EBITDA（亿元）	9.78	12.71	13.42	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	14.17	-2.06	-57.27	-7.58
总资本化比率(%)	47.65	54.35	57.18	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.18	2.20	2.13	--

注：1、中诚信国际根据晋陵投资提供的其经苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际将其他流动负债中的带息债务调入短期债务，将其他非流动负债、长期应付款中的带息债务调入长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

评级历史关键信息

常州市晋陵投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	21 晋陵专项债 01/21 晋陵 01 (AA+)	2022/6/27	李婧喆、芦婷婷、赵辰	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02	阅读全文
	21 晋陵专项债 02/21 晋陵 02 (AA+)				
AA+/稳定	21 晋陵专项债 02/21 晋陵 02 (AA+)	2021/6/17	徐璐、赵辰	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	21 晋陵专项债 01/21 晋陵 01 (AA+)	2021/4/25	胡培、李婧喆、刘春天	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02	阅读全文

同行业比较（2022 年数据）

项目	晋陵投资	温州交发	台州循环
最新主体信用等级	AA+	AA+	AA+
地区	常州市	温州市	台州市
GDP（亿元）	9,550.10	8,029.77	6,040.72
一般公共预算收入（亿元）	631.78	573.85	440.75
经调整的所有者权益合计（亿元）	156.67	212.33	112.57
总资本化比率（%）	57.18	65.76	57.81
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.13	0.98	0.55

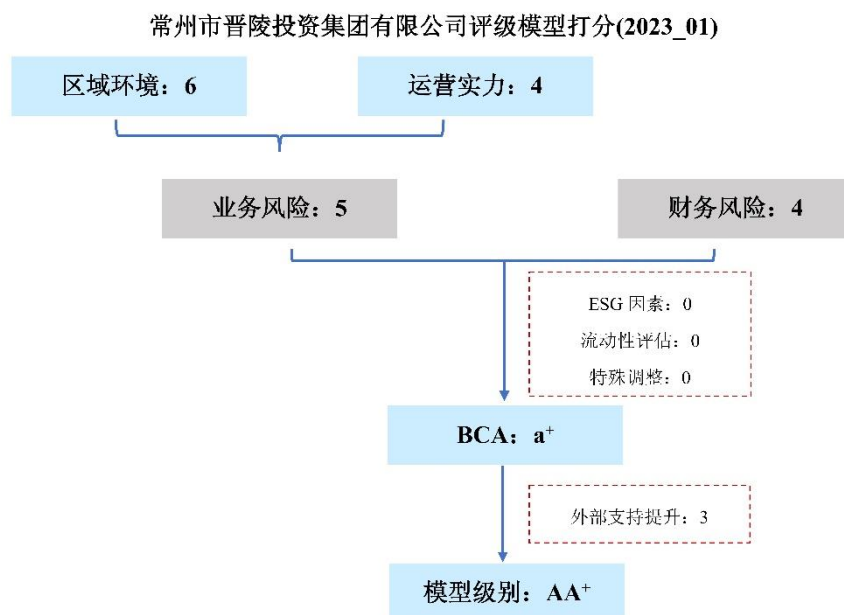
注：温州交发系“温州市交通发展集团有限公司”简称；台州循环系“台州循环经济发展有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 晋陵专项债 01/21 晋陵 01	AA+	AA+	2022/6/27	5.00	5.00	2021/5/7~2028/5/7	提前偿还条款
21 晋陵专项债 02/21 晋陵 02	AA+	AA+	2022/6/27	5.00	5.00	2021/7/14~2028/7/14	提前偿还条款

评级模型



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为,公司作为常州市文化旅游板块主要的投资建设主体,在常州市的文旅、体育和配套设施建设运营中处于主导地位,业务重要性突出,业务稳定性和持续性较强,但公司待投资房地产项目和待整理土地规模较大,面临一定的资本支出压力,需关注后续资金平衡情况。

■ 财务风险:

中诚信国际认为,受益于政府的大力支持,公司资本实力不断增强,同时 EBITDA 可对利息支出形成一定覆盖,但是债务规模较大且财务杠杆处于较高水平,资本结构有待优化。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型,其他调整项当期状况对晋陵投资个体基础信用等级无影响,公司具有 a⁺的个体基础信用等级,反映了其较低的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为,常州市政府支持能力很强,对公司支持意愿较强,主要体现在常州市的区域地位,以及较强劲的经济财政实力和增长能力;公司系常州市文化旅游板块主要的投资建设主体,成立以来持续获得政府在资本注入和财政补贴等方面的大力支持,与地方政府关联度高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿,外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“21 晋陵专项债 01/21 晋陵 01”于 2021 年 5 月 7 日起息，2028 年 5 月 7 日到期，发行金额为 5 亿元，其中 3.00 亿元用于常州市文化广场地下停车场项目，2.00 亿元拟用于补充公司营运资金。根据《常州市晋陵投资集团有限公司公司债券年度报告（2022 年）》，募集资金已经于报告期前使用完毕，募集资金使用符合募集说明书约定的用途。

“21 晋陵专项债 02/21 晋陵 02”于 2021 年 7 月 14 日起息，2028 年 7 月 14 日到期，发行金额为 5 亿元，其中 3.00 亿元用于常州市文化广场地下停车场项目，2.00 亿元拟用于补充公司营运资金。根据《常州市晋陵投资集团有限公司公司债券年度报告（2022 年）》，募集资金已经于报告期前使用完毕，募集资金使用符合募集说明书约定的用途。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

常州市位于江苏省南部，与上海、南京等距相望，与苏州、无锡联袂成片，构成苏锡常都市圈，下辖 5 个市辖区（武进区、新北区、天宁区、钟楼区、金坛区）、代管 1 个县级市（溧阳市）。截至 2022 年末，常州市常住总人口为 536.62 万人。近年来，常州市经济稳定持续发展，产业结构不断优化，财政保障能力进一步加强，财政平衡率保持较高水平，为改善民生、促进经济转型等提供了相对稳定的资金保障。2022 年，常州市全年实现地区生产总值 9,550.1 亿元，处于江苏省下属地市中的第五位，按不变价格计算增长 3.5%；一般公共预算收入 631.78 亿元，扣除留抵退税因素后增长 1.6%，整体经济表现平稳。同年，常州市人均 GDP17.80 万元，居省内第四位。截至 2022 年末，常州市政府债务余额规模在江苏省内排第 6 位，常州市负债率及债务率分别为 16.83%和 77.94%，负债率及债务率在全省均处于较低水平；常州市地方政府显性债务虽然风险可控，但未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务规模较为突出，隐性债务风险不容忽视。

2022 年，常州市工业经济稳中向好，全年规模以上工业增加值（按不变价格计算）增长 9.2%，规模以上工业总产值增长 12.0%。新兴产业增势强劲，十大先进制造业集群产值增速“六升四降”，其中新能源汽车及汽车核心零部件、生物医药及新型医疗器械、新能源、节能环保、新材料等集群规模以上产值呈两位数增长，分别增长 68.1%、33.4%、28.8%、16.7%、10.6%。新能源汽车及汽车核心零部件、新能源集群规上产值合计超 4,000 亿元。动力电池、新能源汽车、光伏三大行业产值分别增长 140.8%、223.0%和 29.2%，对全市规上工业产值增长贡献率分别达 61.2%、26.2%和 14.8%。

表 1：2022 年江苏省下属地经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
江苏全省	122,875.60	--	14.44	--	9,258.88	--
苏州市	23,958.34	1	18.60	2	2,329.18	1
南京市	16,907.85	2	17.88	3	1,558.21	2

无锡市	14,850.82	3	19.84	1	1,133.38	3
南通市	11,379.60	4	14.70	7	613.00	5
常州市	9,550.10	5	17.80	4	631.78	4
徐州市	8,457.84	6	9.37	11	517.43	6
扬州市	7,104.98	7	15.50	6	325.49	9
盐城市	7,079.80	8	10.56	9	453.26	7
泰州市	6,401.77	9	14.18	8	416.62	8
镇江市	5,017.04	10	15.58	5	303.96	10
淮安市	4,742.42	11	10.41	10	300.10	11
宿迁市	4,111.98	12	8.26	13	271.78	12
连云港市	4,005.03	13	8.70	12	212.81	13

注：部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

良好的经济基础和稳定的经济增长为常州市财政实力提供了有力的支撑，一般公共预算收入稳步提升，税收收入同步保持增长且占比相对稳定，财政自给度较高；以国有土地使用权出让收入为主要构成的政府性基金收入是常州市地方政府财力的重要补充，国有土地使用权出让收入为其主要构成，但受土地市场行情影响较大而具有一定不确定性。再融资环境方面，常州市广义债务率处于省内中下游水平，同时市内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 2：近年来常州市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	7,810.32	9,037.80	9,550.10
GDP 增速（%）	4.50	10.00	3.50
人均 GDP（万元）	14.80	16.57	17.80
固定资产投资增速（%）	5.6	0.2	2.2
一般公共预算收入（亿元）	616.60	688.11	631.78
政府性基金收入（亿元）	1,161.72	1,467.75	1,414.95
税收收入占比（%）	84.74	82.79	79.53
公共财政平衡率（%）	84.89	89.15	83.17

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，晋陵投资仍作为常州市文化旅游板块主要的投资建设主体，在常州市的文旅、体育和配套设施建设运营中处于主导地位，在手项目较充足，具有较强的业务稳定性和可持续性；此外，公司还涉及商品贸易、酒店管理、场馆运营、物业服务等市场化业务，业务布局多元化，能贡献一定规模的稳定现金流。

值得注意的是，公司承担常州市重点文旅项目的建设，场馆开发业务具有一定的公益性质，自身盈利能力较弱，对政府补贴较依赖；公司贸易业务收入占比大，购销集中度高，需关注收入稳定性及盈利情况；公司存量项目待投入金额较大，未来面临较大的资金支出压力；同时房地产业务受房地产调控政策以及市场景气度等因素影响较大，项目的去化及收益情况值得关注。

表 3：近年来公司营业收入构成情况（万元、%）

	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房屋销售	80,910.44	35.00	257,215.74	48.22	102,387.78	19.33	1,395.94	2.28
代建管理	1,479.91	0.64	1,238.77	0.23	1,183.19	0.22	765.91	1.25
场馆开发	6,835.84	2.96	7,037.42	1.32	8,440.61	1.59	1,369.48	2.24
赛事活动	2,500.78	1.08	1,864.86	0.35	994.15	0.19	148.36	0.24
租赁业务	3,347.99	1.45	5,740.98	1.08	5,846.98	1.10	2,482.63	4.06
商品销售	97,238.57	42.06	187,652.28	35.18	307,296.27	58.02	30,992.68	50.70
其他服务	2,049.75	0.89	3,055.13	0.57	3,216.25	0.61	501.36	0.82
医疗服务	1,612.61	0.70	2,026.92	0.38	4,281.35	0.81	1,194.94	1.95
物业服务	4,389.59	1.90	6,591.47	1.24	8,763.35	1.65	2,805.26	4.59
酒店服务	10,504.59	4.54	23,833.38	4.47	26,052.30	4.92	7,621.06	12.47
工程承包	--	--	17,769.14	3.33	49,874.91	9.42	6,705.41	10.97
设计服务	--	--	2,537.74	0.48	1,654.46	0.31	556.72	0.91
其他	20,325.34	8.79	16,871.36	3.16	9,685.42	1.83	4,590.72	7.51
合计	231,195.41	100.00	533,435.20	100.00	529,677.04	100.00	61,130.48	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：近年来公司营业毛利率构成情况（%）

毛利率	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
房屋销售	52.06	24.02	7.54	39.94
代建管理	65.52	42.20	32.73	100.00
场馆开发	13.02	-7.75	4.55	-44.36
赛事活动	3.69	24.94	38.56	43.48
租赁业务	-3.61	74.00	78.17	46.11
商品销售	0.38	0.48	0.15	-0.86
其他服务	11.84	21.16	17.99	58.49
医疗服务	68.99	56.76	1.74	-83.58
物业服务	5.37	3.84	-5.72	4.94
酒店服务	47.97	37.90	52.70	43.55
工程承包	--	16.11	6.49	3.66
设计服务	--	8.80	20.37	43.52
其他	21.47	-32.02	-70.09	33.88
综合毛利率	23.93	14.27	4.64	10.56

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

文旅项目建设与运营板块

公司作为常州市文旅项目的主要建设及运营主体，承担了多项重点文旅项目建设工程，可获得项目专项拨款支持；所建文旅项目以自持为主，完工后通过市场化运营平衡前期投入，需关注后续资金的投入及平衡情况。

跟踪期内，公司仍是常州市文化、旅游重点项目建设和运营主体，承担了多项重点文旅项目建设工程，具体包括青果巷历史文化街区保护修缮项目（以下简称“青果巷项目”）、常州市文化广场项目和皇粮浜项目等，项目建成后以自持、对外出租或部分出售等形式取得收益。

表 5：截至 2023 年 3 月末公司主要文旅项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	投资总额	获得专项债建设资金	已投资额	资金平衡方式
文化广场项目	2012.9~2021.12	66.06	17.21	65.25	出租和出售
青果巷项目	2015.7~2020.12	35.00	15.00	31.19	市场化运营

皇粮浜项目	2017.12~2021.12	39.53	--	24.32	市场化运营
皇粮浜东侧地块改造项目	2022.1~2023.6	9.41	--	4.99	市场化运营
合计	--	150.00	32.21	125.75	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

文化广场项目用地面积为 17.69 公顷，已建成汇集政务服务中心、图书馆、美术馆文化产业、金融、商业、地下停车场等多种文化和生活服务功能的常州市标志性城市建筑，建设资金来自常州市地方政府专项债以及公司自筹，分为两期建设及投入使用。其中，文化广场项目一期已于 2017 年 8 月完成建设并投入使用，建成内容包括 12 层单体建筑 4 栋（1~4 号楼），其中 1~3 号楼（建筑面积共 11.10 万平方米）与 4 号楼 1~7 层（建筑面积共 1.19 万平方米）对外定向销售，销售对象主要系邮储银行、公共资源交易中心、图审中心、公积金中心等常州市企事业单位；剩余楼层由公司自用或出租，面积约 3.21 万平方米。文化广场二期建筑面积约 9.5 万平方米，建设内容包括 10 层单体建筑 6 栋（5~10 号楼）、地下商业设施与喷泉绿化等配套景观设施，地下商业设施建筑面积 3.99 万平方米，其中 5~6 号楼拟作为龙城金谷项目办公楼对入驻企业出租；8 号、9 号分别租予常州市图书馆和常州市美术馆；7 号楼和 10 号楼分别用于酒店和商业，其中 7 号楼用于下属文璞酒店，已于 2020 年 5 月投入试运行。文化广场二期项目于 2020 年 1 月完工主体工程，并于同年 8 月完成内部装修，通过物业管理、商铺租赁、办公楼租售和酒店运营取得收入。

青果巷历史文化街区位于常州市老城区，始建于明代，巷内包含多处重点文物保护单位，总用地面积 12.6 公顷。该项目于 2012 年 9 月启动征迁工作；2019 年 5 月青果巷一期（主街）已开街运营；二期（辅街）于 2020 年 9 月启动建设，2021 年 4 月已完成地下二层负二层主体结构。青果巷项目资金来源为政府专项债与公司自筹，前期投入主要通过街区商铺租金实现平衡。

皇粮浜项目位于常州市皇粮浜湿地公园北侧，于 2017 年 12 月启动建设，用地面积 22.34 万平方米，总建筑面积 33.92 万平方米，项目资金全部由公司自筹解决。项目一期建筑面积 5.51 万平方米，主要为客房、会议中心及园林仿古建筑等，已于 2018 年完工，一期作为国宾馆，主要用于接待活动，已于 2020 年 1 月投入运营；二期建筑面积 7.93 万平方米，主要为酒店与地下设施，已于 2020 年 6 月完工，用于商业化酒店，于 2020 年 9 月投入运营。三期建筑面积 20.48 万平方米，将建成 4 座 23 层酒店式公寓，目前皇粮浜项目已投运部分运营情况尚可。

皇粮浜东侧地块改造项目建设内容主要包括酒店、商业配套、地下车库、绿化景观以及相应的装饰装修及文化工程等，规划用地面积 7.70 万平方米，其中规划建筑面积 2.40 万平方米（包括地上建筑面积 1.50 万平方米、地下建筑面积 0.90 万平方米），项目于 2022 年 1 月开工建设，项目计划总投资 9.41 亿元，其中主体部分计划投资规模 7.50 亿元，装饰装修及文化工程部分计划投资规模 1.91 亿元。公司未来将通过客房、会议接待等市场化运营手段实现收入。

从项目开展情况来看，公司所建文旅项目以自持为主，已完工项目出租情况良好，每年可贡献一定的现金流。但公司在建文旅项目建设周期较长，投资支出较大，需关注后续资金的投入及平衡情况。

表 6：截至 2023 年 3 月末主要资产出租情况（万平方米、元/天/㎡、万元）

出租房产	可出租面积	已出租面积	租金	年化租金收入	出租率
青果巷	7.60	7.43	1.25	1,811.32	98%

文化广场	35.68	32.25	1.11	7,706.40	90%
合计	43.28	39.68		9,517.72	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地整理板块

公司土地整理业务回款较为及时，但后期所需资金投入较高，需关注资金平衡情况。

跟踪期内，土地整理业务仍由公司本部负责。公司根据常州市政府每年度下达的城区改造和土地储备计划开展土地整理业务，并不取得土地使用权，亦不承担常州市土地储备职能。结算回款方面，由常州市国土资源局通过“招拍挂”方式进行出让后，土地储备中心和财政局根据有关政策审验，与公司进行结算。公司土地整理业务符合财综 2016 年 4 号文的规定。

从业务开展情况来看，截至 2023 年 3 月末，公司已完工的土地面积共 81.96 万平方米，已投资 45.86 亿元，累计回款 102.06 亿元，公司土地整理业务回款较为及时。截至 2023 年 3 月末公司在整理地块尚需投资 52.89 亿元，后期所需资金投入较高，需持续关注后续资金压力及回款情况。

表 7：截至 2023 年 3 月末公司土地整理业务在整理地块情况（亿元、万平方米）

地块名称	总投资额	已投资额	整理期间	开发面积
大观楼地块	32.29	10.09	2018-2024	25.47
一中南侧地块	4.82	0.48	方案待定	2.00
常州大学白云校区及周边地块	54.06	30.35	2019-2025	54.40
三院西侧地块	12.74	10.21	2022-2023	11.01
青果巷 188 号地块	0.28	0.17	2022-2023	1.97
合计	104.19	51.30	--	94.85

注：预计投资额或将随着项目进展而有所变动。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房屋销售板块

公司房屋销售情况良好，项目陆续交付对营业收入和盈利形成了一定补充；但在建及拟建房地产项目投资规模较大，且开发资金主要来源于自有资金和外部融资，面临较大的资金压力，需持续关注后续经营情况。

跟踪期内，公司房屋销售业务包括安置房与商品房业务两部分。

表 8：近年来公司房屋销售业务收入情况（亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年 1-3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
安置房项目	0.18	-7.83	9.54	0.57	5.60	-3.11	--	--
商品房项目	7.91	53.44	16.18	37.85	4.64	20.39	1.01	43.26
合计	8.09	52.09	25.72	24.02	10.24	7.54	1.01	43.26

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

安置房业务分为自建销售和收购销售两种方式（未来将以自建销售方式为主），其中自建销售方式主要由子公司江苏晋陵文化旅游发展有限公司、常州晋陵云海置业有限公司、常州晋陵山河置业有限公司、常州锦绣山水置业有限公司、常州晋陵山海置业有限公司等公司负责运营；建设安置房的土地通过招拍挂的方式取得，安置房建成后主要对动迁户销售，另有部分剩余房源面向市场公开销售。收购销售方式主要由集团本部负责收购定销房，子公司江苏晋陵文化旅游发展有限公

司负责代理销售，公司根据常州市城乡建设局委托，收购定销房并根据用房单位确认的动迁户定向销售，用于解决被拆迁居民的安置问题，另有部分剩余房源面向市场公开销售。

公司商品房销售业务主要由子公司江苏晋陵建设发展有限公司（以下简称“晋陵建设”）负责。晋陵建设具有房地产开发二级资质，公司房地产开发实行晋陵建设和项目开发公司分级管理体制，晋陵建设负责战略规划、项目投资决策及实施方案审批、资源调配、实施过程控制；项目开发公司负责开发方案的具体实施、开发成本控制和开发产品销售。

从业务开展情况来看，公司已完工房地产项目销售情况较好。截至 2023 年 3 月末，公司在建及拟建房地产项目尚需投资规模较大，后续面临较大的资金压力，需持续关注房地产项目的去化情况。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	项目类别	总投资	已投资	建筑面积	建设期	未来投资计划	
						2023.4-12	2024
丰泰苑	安置房	10.22	3.96	18.87	2021.12.-2023.12	3.7	--
新尚嘉园	安置房	26.95	9.87	48.20	2021.11-2023.09	8.5	--
文华园	安置房和商品房	33.88	18.33	25.30	2020.07-2024.9	5.3	10.25
合计	--	71.05	32.16	92.37	--	17.50	10.25

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：截至 2023 年 3 月末公司主要拟建房地产项目情况（万平方米、亿元）

拟建项目名称	项目类别	总投资	建筑面积	建设期	未来投资计划	
					2023.4-12	2024
江南春项目	商品房	32.88	18.93	--	2.20	8.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

贸易业务板块

公司贸易业务的收入贡献度较高，且不存在垫资风险，但该业务毛利水平低，加之购销集中度均较高，需关注相关经营风险。

跟踪期内，公司贸易业务由子公司常州晋陵商贸有限公司（以下简称“晋陵商贸”）负责运营，公贸易品种以锌锭、辐射松原木以及尿素等化工品为主。业务模式上为以销定购，以达到零库存、减少资金占用，规避价格波动风险的效果。公司与上游供应商采用赊购方式进行采购，对下游采购商采用赊销的方式进行销售，收款周期基本维持在一个月。

从业务开展情况来看，贸易业务系公司最大的收入来源，2022 年贸易收入占营业总收入的比重接近 60%，但盈利水平有限且销售客户集中度高将使其面临一定经营风险。为顺应公司未来实现以市场化经营业务为主的战略转型目标，公司将在未来根据市场情况逐步调整贸易板块贸易品的种类，逐步提升相关业务的规模及盈利水平。

表 11：近一年及一期公司贸易业务上游供应商情况（亿元、%）

年度	供应商名称	交易商品	采购金额	采购占比
2022 年	上海华彬供应链有限公司	锌锭	6.03	19.74
	温州沧澜供应链有限公司	辐射松原木	3.11	10.19
	河北省农业生产资料集团有限公司	尿素、磷酸二铵	2.82	9.23
	宁波肥多多电子商务有限公司	尿素、氯化钾	1.89	6.18

	西南矿冶（广州）科技有限公司	锌锭	1.77	5.79
	合计	--	15.63	51.13
2023 年 1~3 月	山东高速材料数字科技有限公司	钛白粉	0.90	28.84
	北京唐创新能源有限公司	聚酯切片	0.47	15.05
	海南优供实业有限公司	聚酯切片	0.44	14.08
	新疆建咨商贸有限责任公司	聚丙烯、聚氯乙烯	0.43	13.99
	宁波顶创太化新材料有限公司	工业白油、变压器油	0.42	13.39
	合计	--	2.65	85.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 12：近一年及一期公司贸易业务下游销售客户情况（亿元、%）

年度	客户名称	交易商品	销售金额	销售占比
2022 年	锦州港股份有限公司	辐射松原木	4.61	15.05
	常州市醒之电气有限公司	锌锭、铝锭	3.38	11.04
	宁波肥多多电子商务有限公司	尿素、磷酸二铵、磷酸一铵	3.29	10.75
	济源市济康贸易有限公司	锌锭	1.99	6.50
	青岛诚开贸易发展有限公司	锌锭	1.74	5.67
	合计	--	15.00	49.00
2023 年 1~3 月	青岛国控化工有限公司	聚丙烯、钛白粉	1.23	39.63
	青岛华融企业发展有限公司	聚酯切片、聚氯乙烯	0.54	17.52
	宁波兆锋能源有限公司	工业白油、变压器油	0.42	13.39
	常州市醒之电气有限公司	铝锭	0.38	12.34
	江苏澳洋健康产业股份有限公司	聚酯切片	0.27	8.59
	合计	--	2.84	91.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

代建板块

公司代建项目均为代建管理费模式，在手项目量较多，业务可持续性较好；但该业务收入规模较小，对主营业务收入贡献较为有限。

公司代建管理业务主要由子公司常州市工务工程管理有限公司（以下简称“工务公司”）负责运营，主要受常州市本地医院、学校、福利院等公共事业单位委托进行工程项目管理。业务模式上，工务公司与委托单位签订《工程项目管理委托协议书》，委托单位按照项目总投资额的 2% 左右支付公司代建管理费，同时公司以收到的代建管理费确认收入。代建管理项目建设阶段所需资金由委托方负责筹集，公司不负责项目资金的筹措。整体来看，公司代建管理业务以常州市公共事业项目为主，规模较小，对主营业务收入贡献较为有限。

表 13：截至 2023 年 3 月末公司主要在建的代建管理项目情况表（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	投资计划		
				2023.4~12	2024	2025
常州市第七人民医院二期工程	2019.10-2022.12	4.67	3.56	0.70	0.41	--
常州市儿童医院新建工程	2020.12-2023.7	11.12	5.56	4.50	1.04	0.02
常州市第三人民医院公共卫生临床救治中心	2023.4-2024.12	7.65	0.00	5.22	2.30	0.13
常州开放大学改扩建项目	2022.7-2024.8	1.85	0.00	1.60	0.25	--
常州市疾病预防控制中心检验检测大楼项目	2021.8-2022.12.	2.69	1.18	1.42	0.10	--
亚细亚影视城改扩建项目	2023.5-2024.12	1.50	0.00	0.75	0.75	--

常州市新北区薛家中学易地新建项目	2022.3-2023.8	3.35	0.19	2.90	0.26	--
合计	--	32.83	10.49	17.09	5.11	0.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 14：截至 2023 年 3 月末公司主要拟建的代建管理项目情况表（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	投资计划		
			2023.4~12	2024	2025
常州奔牛国际机场航站区改扩建工程项目	2022.7-2024.8	16.58	5.20	5.40	5.98
投资广场 20 层和辅楼 4 层装修项目	2023.6-2024.2	0.10	0.09	0.01	--
合计	--	16.68	5.29	5.41	5.98

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务板块

公司其他板块涵盖酒店管理、物业服务、场馆运营等多元化经营性业务，丰富了公司的业务结构，且能够为公司贡献一定规模的稳定现金流。

公司场馆运营业务由子公司体育产业集团负责，目前体育产业集团管理的场馆有常州奥林匹克体育中心、常州国际会展中心、常州少体校体育场馆、青龙体育馆、青少年校外活动中心等 15 个体育场馆，主要业务包括场馆运营、赛事举办、培训、场馆广告及租赁等，其中五个全民健身中心产权属于公司，其余场馆只有经营权。由于公司的场馆运营业务具有公益属性，盈利表现较弱。

酒店管理方面，公司名下拥有常州奥体名都国际饭店、文璞酒店和中吴宾馆等多家酒店，近年公司酒店管理业务收入呈增长态势。此外，公司另有体检服务、物业服务、租赁业务等零星业务，上述业务能够为公司贡献一定规模的稳定现金流。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平。受益于政府的大力支持，跟踪期内公司资产规模持续增长，自有资本实力相应增强；但随着业务推进以及大规模的往来支出，公司债务规模增长较快，财务杠杆处于较高水平，资本结构有待优化。

资本实力与结构

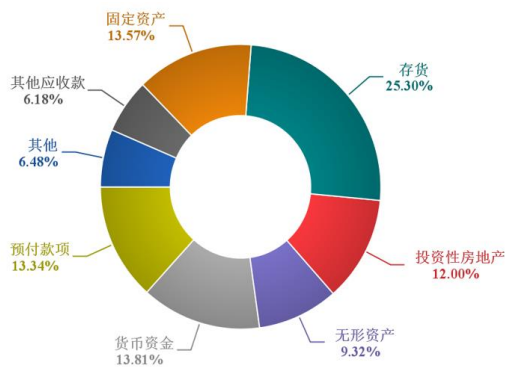
跟踪期内，持续获得的股东支持提升了公司的资本实力，资产规模呈增长态势；但资产沉淀于存货和应收类款项，整体流动性偏弱，加之资产收益性有限，整体资产质量较低，且财务杠杆率仍处于较高水平，资本结构仍有待优化。

作为常州市市属直管国有企业平台之一，公司定位为常州市文旅项目的重点建设单位，地位重要，跟踪期内持续获得当地政府的财政拨款等支持措施，同时随着在建项目的不断推进以及支出的往来较多，资产规模保持增长态势，2022 年末公司总资产同比增长 22.38%。

公司目前形成了文旅项目建设与运营、土地整理、房屋销售、商品贸易等业务板块，同时涉足酒店管理、物业服务、场馆运营等多元化业务，资产主要由上述业务形成的存货、应收类款项、固定资产、投资性房地产等构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，2022 年末流动资产占总资产比重在 60%以上，短期内上述业务布局不会出现显著变化，预计其资产结构将保持相对稳定。流动资产方面，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，2022 年末，受限货币资金

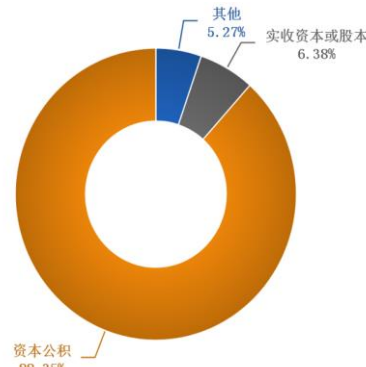
规模占比为 39.80%，主要系保证金和用于质押的定期存单。预付款项主要系预付的土地出让金，2022 年子公司常州晋陵山水置业有限公司向常州市财政局预付土地出让金 37.72 亿元，故使得当期末预付账款大幅增加。公司其他应收款主要是公司土地整理业务投入的成本以及代建项目的成本，2022 年公司收回常大地块补偿金，当期末其他应收款同比下降 48.29%。2022 年末公司存货主要为开发成本（52.22 亿元）和待开发地块（44.15 亿元），2022 年由于常大地块项目及江南春宾馆项目投入增加，带动当期末存货同比增长 51.54%；同期末，存货中抵押的土地使用权面积 67.33 万平方米，金额 56.63 亿元，占当期末存货账面的 51.79%，受限比例较高，负面影响资产流动性。2022 年末投资性房地产同比增长 83.15%，主要系当期在建工程中青果巷历史文化街区改造等项目完工后转入以及无形资产中的部分土地使用权转入投资性房地产所致。公司无形资产主要由土地使用权构成，2022 年末因抵押受限的土地使用权账面价值 28.53 亿元，占当期末无形资产的 70.82%。公司账面拥有较大规模的投资性房地产可为公司带来一定规模的租金收益。总体来看，公司流动性偏弱且资产收益性一般，整体资产质量较低。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 15：截至 2022 年末公司预付款项情况（亿元、%）

单位名称	款项性质	金额	占比
常州市财政局	预付土地出让金	52.92	91.79
常州新城房产开发有限公司	预付安置房款	1.36	2.35
常州市城市建设（集团）有限公司	预付地块支出	1.20	2.08
合计	--	55.48	96.22

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 16：截至 2022 年末公司其他应收款情况（亿元、%）

单位名称	款项性质	金额	占比
常州市天宁区房屋征收与补偿办公室	代付土地开发成本等	10.24	38.20
常州市财政局	代建项目	6.49	24.23
常州市钟楼区南大街街道房屋征收与补偿服务中心	代付土地开发成本等	2.51	9.37
常州日报社	往来款	1.43	5.32
常州市民族宗教事务局	往来款	1.41	5.28
合计	--	22.08	82.40

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，2022 年，公司收到财政拨款 16.20 亿元，收到国有资本金 0.27 亿元，房屋资产划入 0.19 亿元，上述因素综合带动当期末资本公积同比增长

13.72%，自有资本实力随之提升。预计未来随着利润的积累，公司所有者权益或将增厚，资本实力将持续增强。

跟踪期内，公司财务杠杆水平比率仍处于较高水平，随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资和经营满足资金缺口，公司净债务规模预计将有所增长，财务杠杆率预计仍将处于较高水平。

表 17：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	327.82	353.07	432.07	435.64
货币资金	40.67	43.46	59.67	45.81
预付款项	3.47	20.97	57.65	60.48
其他应收款	52.35	51.60	26.68	31.87
存货	74.75	72.14	109.33	114.26
流动资产占比	58.21	57.59	61.58	61.01
投资性房地产	18.50	28.30	51.83	52.12
固定资产	63.01	55.97	58.62	58.21
无形资产	44.58	47.43	40.28	40.01
经调整的所有者权益合计 ¹	128.00	138.18	156.67	156.81
资产负债率	60.95	60.86	63.74	64.00
总资本化比率	47.65	54.35	57.18	55.05

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，公司拍地规模大幅增加，经营活动现金流净流出规模扩大，公司经营发展对外部融资和政府支持存在较强依赖性，需持续关注再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响。

跟踪期内，公司通过多元化业务的发展，营业收入较上年基本持平，销售商品、提供劳务收到的现金规模与营业收入基本匹配，2022 年收现比大于 1，较上年有所提升，公司收入质量尚可。

公司经营活动净现金流受往来款、项目回款节奏、财政补贴款及房地产预售款影响较大。2022 年公司向常州市财政局预付土地出让金 37.72 亿元，经营活动现金流出大幅增加，当期经营活动现金流呈现大额净流出状态。

公司投资活动主要是在建文旅项目、土地整理等项目的资本投入，2022 年公司收回代付的土地成本 34.84 亿元，当期投资活动现金流转为大额净流入状态。

为支持项目的资金支出，近年来公司融资力度较大，近年来公司筹资活动净现金流均呈现为净流入状态。公司主要通过银行借款和债券发行进行融资，其中债券发行保有一定规模，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。总体来看，公司通过自有资金、外部债务融资以及政府拨款等方式筹集运营资金，整体现金流表现一般，现金及现金等价物净增加额亦不稳定。

¹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债形成的其他权益工具等，公司不涉及调整项。

表 18：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	14.17	-2.06	-57.27	-7.58
投资活动产生的现金流量净额	-18.35	-37.37	40.73	-4.45
筹资活动产生的现金流量净额	6.33	29.65	24.94	0.82
现金及现金等价物净增加额	2.15	-9.77	8.40	-11.21
收现比	1.49	0.76	1.10	1.61

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模持续增长，债务负担相对较重，且短期债务规模较大，需关注公司面临的短期偿债压力；公司 EBITDA 对利息支出可形成一定覆盖，但经营活动净现金流对利息的保障能力不足，公司整体偿债指标有待改善。

随着经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升，2022 年末总债务同比增长 4.96%。跟踪期内，公司债务以银行借款、债券直融为主，另有少量非标借款，债务类型及渠道较为多元；公司债务虽以长期为主，但短期债务绝对规模较大，需关注短期债务偿付安排及资金到位情况。

表 19：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	金额	1 年及以下	1 年以上
银行借款	115.90	28.34	87.66
债券融资	54.68	19.02	35.66
非标融资	0.56	0.56	0.00
其他融资	1.60	0.00	1.60
合计	172.74	47.82	124.92

注：到期债务分布表中债务数据不含应付票据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司 EBITDA 由以政府补助为主的利润总额构成，考虑到公司主业较为稳定，地位重要，每年能够获得较多政府补助，利润总额中贡献度较高的其他收益具备持续性，公司 EBITDA 或将保持平稳状态。整体来看，近年来公司 EBITDA 对利息支出可形成一定覆盖，但经营活动净现金流无法对利息形成有效覆盖，公司整体偿债指标有待改善。考虑到公司在金融市场良好的认可度，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，可通过银行续贷、借新还旧等方式为偿债资金形成有力补充。

表 20：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2022.3
总债务	116.50	164.51	209.23	192.08
短期债务占比	39.97	51.31	40.88	36.23
EBITDA	9.78	12.71	13.42	--
EBITDA 利息保障倍数	2.18	2.20	2.13	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	3.16	-0.36	-9.07	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面,截至 2022 年末,公司受限资产规模 133.75 亿元,占当期末总资产的比例为 11.15%,存在一定的抵质押融资空间。

表 21: 2022 年末公司受限资产情况 (亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	23.75	质押、保证金等
其他流动资产	5.10	质押
投资性房地产	2.43	抵押
存货	56.63	抵押
固定资产	17.32	抵押
无形资产	28.53	抵押
合计	133.75	--

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

或有负债方面,截至 2023 年 3 月末,公司对外担保金额为 9.67 亿元,占同期末净资产的比例为 6.16%,被担保单位均为当地国有企业,上述担保均无反担保措施,需关注公司面临的或有负债风险。同期末,公司不涉及重大诉讼事项。

表 22: 截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况 (万元)

被担保对象	企业性质	起止时间	担保金额	反担保措施
常州市城市建设(集团)有限公司	国有企业	2022/9/26-2023/9/21	14,900.00	无
		2022/7/29-2023/7/26	5,000.00	无
常州产业投资集团有限公司	国有企业	2020/12/25-2023/11/18	1,800.00	无
		2020/11/30-2023/11/30	34,960.00	无
常州市交通产业集团有限公司	国有企业	2022/6/21-2023/6/20	20,000.00	无
		2023/2/15-2024/2/14	12,000.00	无
		2022/6/2-2023/6/1	4,000.00	无
		2022/6/17-2023/6/16	4,000.00	无
合计	--	--	96,660.00	--

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

过往债务履约情况:根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告,截至 2023 年 4 月,公司近三年一期未发生违约事件,也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测²

假设

——2023 年,公司仍作为常州市文化旅游板块主要的投资建设主体,没有显著规模的资产或股权划入和划出。

——2023 年,公司贸易业务收入预计增长约 50%,其余各主要业务稳步发展,预计公司营业收入将增长 50%左右,营业毛利率较以前年度略有下降。

——2023 年,公司自营项目和代建项目投资规模 30~40 亿元,股权类投资约 1~1.5 亿元。

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时,中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设,可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素,该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响,因此,前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

——2023 年，公司债务规模将呈增长态势，新增债务类融资额约 50~60 亿元。

预测

表 23：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	54.35	57.18	56.21~68.70
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.20	2.13	1.15~1.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

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

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

公司流动性需求主要来自项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，2023 年支出主要集中于房地产项目和土地整理等方面的支出。同时，公司短期债务压力较大，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 69.60 亿元，其中大部分系银行借款，绝大多数流贷可接续，此外预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。

2022 年公司经营活动净现金流流出规模较大，截至 2022 年末，公司可动用账面资金为 36.97 亿元，能够为公司日常经营及债务偿还提供一定的资金来源；截至 2023 年 3 月末，公司金融机构授信总额 307.50 亿元，尚未使用授信额度为 67.15 亿元，备用流动性一般。此外，常州市拥有较好的经济基础，有一定企业间拆借资金的空间；公司作为常州市文化旅游板块主要的投资建设主体，地位重要，可持续获得政府的资金支持；得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。综上所述，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司排放物、能源与资源相关信息披露信息较少，需关注上述方面的隐含风险；公司注重员工责任和社会争议事件管理，但在内控体系和治理结构方面有待进一步优化。

环境方面，公司基建类业务可能会面临粉尘、污水排放等环境风险，目前尚未受到监管处罚，需关注上述方面的隐含风险。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故，产品责任、员工责任和安全管理等方面均表现较好；公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，体现了国企社会责任和担当，社会因素表现尚可。

³ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

治理方面，公司对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，近年来未曾出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，控制权和合规性较好，但公司下属业务板块及子公司较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

外部支持

中诚信国际认为，常州市政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：

常州市位于江苏省南部，与上海、南京等距相望，与苏州、无锡联袂成片，构成苏锡常都市圈，区域经济发展良好，稳定的经济增长和合理的产业结构为常州市财政实力形成了有力的支撑。同时，近年来常州市政府融资规模不断增加，2022 年政府债务余额居全省第六位，政府显性债务率（77.94%）低于国际 100%警戒标准。但区域内融资平台较多，未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务较为突出，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，常州市政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性较强：公司作为常州市文化旅游板块主要的投资建设主体，在常州市的文旅、体育和配套设施建设运营中处于主导地位，与区域内其他国有企业之间各自分工明确，区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联度高：公司实际控制人为常州市人民政府，根据市政府意图承担常州市文化旅游板块的投资建设职能，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性，同时债务管理及投融资决策亦受政府影响程度高。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得项目建设专项资金拨付、隐性债务化解、运营补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。

表 24：常州市级类平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
常州市城市建设（集团）有限公司	常州市人民政府 100%	承担常州市城市基础设施建设及公用事业运营职能	1,500.11	504.40	66.38	44.42	6.37	450.55
常州市交通产业集团有限公司	常州市人民政府 100%	承担常州市交通和水利基础设施建设及相关产业的投资建设职能	724.82	270.43	62.69	39.10	3.78	121.00
常州市晋陵投资集团有限公司	常州市人民政府 93.46%	承担常州市文化旅游板块的投资建设职能	432.07	156.67	63.74	52.97	3.40	51.80
常州地铁集团有限公司	常州市人民政府 42.28%	承担常州市轨道交通的建设和运营职能	382.79	151.37	60.46	7.13	0.37	5.00
常州投资集团有限公司	常州市人民政府 90%	承担常州市金融类国有资产运营及常州国际创新基地的建设和经营	890.06	259.12	70.89	72.17	6.35	52.00
常州产业投资集团有限公司	常州市人民政府 90%	承担常州市产业类国有资产运营	--	--	--	--	--	--

注：1、上述财务数据均为 2022 年末数据；2、债券余额为截至 2023 年 6 月 25 日公司本部口径下债券余额数据（不含境外债券）。
资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，常州市政府支持能力很强，对公司支持意愿较强，可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，晋陵投资的区域环境风险优于台州循环，业务风险处于比较组适中水平，财务风险中等且与比较组无明显差异。考虑到当地政府均具备很强的支持能力，并对上述公司均具有较强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，常州市与温州市、台州市的行政地位相当，常州市的经济财政实力略强于温州市和台州市，但三者的整体经济实力均很强，地方政府均具有很强的支持能力。此外，晋陵投资与可比公司均为所在区域重要的基础设施建设开发主体，具有较高的职能重要性，当地政府对它们均具有较强的支持意愿。

其次，晋陵投资的区域环境风险优于台州循环，与温州交发无明显差异；业务风险处于比较组适中水平。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象的主营业务均围绕其职能定位展开，均具有一定业务竞争优势，且公司业务稳定性和可持续性较强，同时公司的其他业务收入较为多元化，但也存在项目资本支出压力较大等问题。

然后，晋陵投资的财务风险中等，且与比较组无明显差异。公司资产和权益规模处于比较组适中水平，总资本化比率低于比较组，同时 EBITDA 对利息覆盖程度较高。此外，公司可用银行授信余额一般，同时储备了一定的债券发行批文，再融资空间尚可。

表 25：2022 年同行业对比表

	晋陵投资	温州交发	台州循环
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	常州市	温州市	台州市
GDP（亿元）	9,550.10	8,029.77	6,040.72
GDP 增速（%）	3.50	3.70	2.7
人均 GDP（万元）	17.80	8.31	9.05
一般公共预算收入（亿元）	631.78	573.85	440.75
公共财政平衡率（%）	83.17	50.44	52.79
政府债务余额（亿元）	1,607.64	2,634.84	1,605.82
控股股东及持股比例	常州市人民政府 93.46%	温州市人民政府国有资产监督管理委员会 93.61%	--
职能及地位	常州市重要的文旅项目重点建设单位，承担常州市文化旅游板块的投资建设职能	公司主要承接温州市高速公路重大项目的投资建设和经营管理职能，主要业务涉及高速公路、工程监理等	台州湾新区东部新区内唯一的国有建设开发运营主体
核心业务及收入占比	房屋销售 19.33%、酒店销售 58.02%、酒店服务 4.92%、工程承包 9.42%	路桥收费 44.57%、销售业务 16.85%、预制构件 9.83%	建材制造销售 35.56%、土地平整 31.62%、房产开发 11.35%
总资产（亿元）	432.07	684.71	305.50
经调整的所有者权益合计（亿元）	156.67	212.33	112.57
总债务（亿元）	209.23	407.71	154.23
总资本化比率（%）	57.18	65.76	57.81

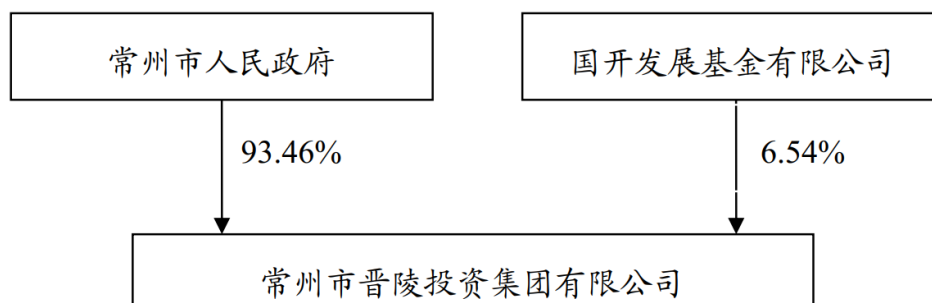
营业总收入（亿元）	52.97	36.95	12.89
净利润（亿元）	3.40	-9.90	1.33
EBITDA（亿元）	13.42	16.21	3.86
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.13	0.98	0.55
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-57.27	10.31	0.76
可用银行授信余额（亿元）	67.15	214.68	13.09
债券融资余额（亿元）	51.80	23.50	32.00

注：1、可用银行授信余额为 2023 年 3 月末数据；2、债券余额为截至 2023 年 6 月 25 日公司本部口径下债券余额数据（不含境外债券）。
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

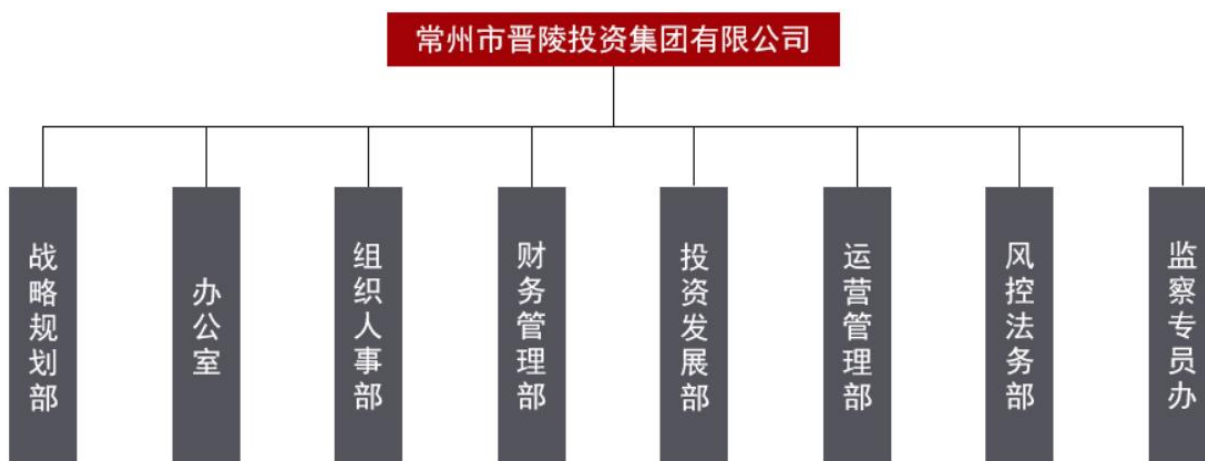
评级结论

综上所述，中诚信国际维持常州市晋陵投资集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“21 晋陵专项债 01/21 晋陵 01”、“21 晋陵专项债 02/21 晋陵 02”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：常州市晋陵投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



一级子公司全称	持股比例	一级子公司全称	持股比例
常州体育产业集团有限公司	100.00	常州市工务工程管理有限公司	100.00
江苏晋陵建设发展有限公司	100.00	常州晋陵商贸有限公司	100.00
江苏晋陵文化旅游发展有限公司	100.00	常州晋陵中吴酒店管理有限公司	51.00
江苏晋陵文旅发展集团有限公司	100.00	常州晋陵怡亚通供应链有限公司	40.00
江苏晋陵医疗投资管理有限公司	100.00		



资料来源：公司提供

附二：常州市晋陵投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	406,727.54	434,588.92	596,698.42	458,053.65
非受限货币资金	372,919.57	275,179.43	359,215.01	458,053.65
应收账款	49,340.70	25,837.34	35,152.55	29,750.11
其他应收款	523,475.27	515,952.86	266,813.22	318,691.70
存货	747,535.33	721,433.00	1,093,285.84	1,142,559.91
长期投资	16,997.45	27,885.47	35,832.33	35,852.33
在建工程	56,838.27	112,259.35	72,992.28	113,206.10
无形资产	445,776.14	474,299.98	402,838.36	400,105.91
资产总计	3,278,207.26	3,530,665.74	4,320,735.02	4,356,356.46
其他应付款	51,338.93	63,637.87	62,379.18	50,192.46
短期债务	465,605.49	844,155.21	855,235.32	695,996.91
长期债务	699,352.53	800,923.03	1,237,074.59	1,224,826.43
总债务	1,164,958.01	1,645,078.24	2,092,309.91	1,920,823.33
负债合计	1,998,197.18	2,148,894.51	2,754,046.55	2,788,255.31
利息支出	44,841.17	57,702.53	63,121.58	--
经调整的所有者权益合计	1,280,010.08	1,381,771.23	1,566,688.47	1,568,101.14
营业总收入	231,195.41	533,435.20	529,677.04	61,130.48
经营性业务利润	31,597.27	44,170.99	59,101.40	2,883.19
其他收益	62,954.51	93,807.64	140,972.44	13,427.34
投资收益	289.46	661.60	687.53	1.81
营业外收入	68.85	77.86	172.08	23.37
净利润	21,666.80	30,745.12	33,997.78	1,401.70
EBIT	66,705.43	88,106.15	91,101.08	--
EBITDA	97,778.18	127,075.50	134,234.62	--
销售商品、提供劳务收到的现金	343,937.76	407,614.92	585,027.19	98,610.86
收到其他与经营活动有关的现金	84,796.82	108,515.91	144,374.87	1,667.53
购买商品、接受劳务支付的现金	229,024.09	461,863.10	1,237,575.98	148,454.30
支付其他与经营活动有关的现金	10,873.09	10,974.01	15,101.78	6,552.18
吸收投资收到的现金	2,049.00	1,270.00	980.00	20.00
资本支出	335,063.78	461,732.53	330,183.34	110,361.78
经营活动产生的现金流量净额	141,703.29	-20,558.15	-572,707.87	-75,843.53
投资活动产生的现金流量净额	-183,527.74	-373,668.12	407,344.40	-44,455.16
筹资活动产生的现金流量净额	63,349.54	296,499.18	249,379.31	8,194.64
现金及现金等价物净增加额	21,517.68	-97,740.14	84,035.58	-112,104.04
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	23.93	14.27	4.64	10.56
期间费用率(%)	34.63	18.92	19.40	26.33
应收类款项/总资产(%)	17.47	15.35	6.99	8.00
收现比(X)	1.49	0.76	1.10	1.61
资产负债率(%)	60.95	60.86	63.74	64.00
总资本化比率(%)	47.65	54.35	57.18	55.05
短期债务/总债务(%)	39.97	51.31	40.88	36.23
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	3.16	-0.36	-9.07	-66.94
总债务/EBITDA(X)	11.91	12.95	15.59	--
EBITDA/短期债务(X)	0.21	0.15	0.16	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.18	2.20	2.13	--

注：1、中诚信国际根据公司 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际将其他流动负债中的带息债务调入短期债务，将其他非流动负债、长期应付款中的带息债务调入长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

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

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

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

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

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

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn