

江苏先行建设有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕3756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

评级总监：

二〇二四年六月二十一日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、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。

八、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。

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

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
江苏先行建设有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/21
18 先行绿色债/PR 先行	AAA/稳定	AAA/稳定	

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，其污水处理业务具有一定区域专营优势。2023 年，武进区经济和一般公共预算收入均实现同比增长，公司外部发展环境良好，且继续获得了有力的外部支持。公司在治理结构、组织架构、管理制度和高级管理人员方面均未发生重大变化。公司营业总收入仍主要来自建筑劳务收入、污水处理收入和电气销售收入，公司建筑施工业务在手合同量充足，整体回款进度尚可；自营项目尚需一定投资规模，项目收益实现存在一定不确定性；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；公司在建污水处理厂及管网项目仍有一定投资压力。公司资产中应收类款项和存货对资金仍形成一定占用，资产流动性较弱；所有者权益中少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般；债务结构以长期债务为主，整体债务负担一般，面临一定短期偿付压力；政府补助及投资收益对公司利润总额形成影响一般，整体盈利指标表现一般；短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现尚可，间接融资渠道较为通畅。

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。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。江苏再担保为其担保显著提升了“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。

个体调整：无。

外部支持调整：跟踪期内，公司在政府补助方面继续获得有力的外部支持。

评级展望

未来，随着多元化业务的不断推进和公司基础设施建设和土地整理业务逐步与政府结算，公司经营状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：所在区域和经济财政实力出现明显提升，公司业务范围和区域范围扩大，职能定位提升，资产质量和盈利指标表现大幅提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生重大资产变化，核心资产被划出，政府支持程度减弱。

优势

- **公司外部发展环境良好。**2023 年武进区（含常州经开区）实现地区生产总值 3222.84 亿元，按不变价格计算，较上年增长 4.9%；完成一般公共预算收入 216.31 亿元，较上年增长 6.1%。
- **公司地位重要，其污水处理业务具有一定区域专营优势，继续获得政府的有力的外部支持。**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，负责武进区未来 30 年污水处理设施的建设、管护与运行，该业务具有一定区域专营优势，并继续得到政府的有力的外部支持。2023 年及 2024 年 1—3 月，公司分别收到政府补助 0.28 亿元和 0.06 亿元。
- **增信措施。**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，其担保显著提升了“18 先行绿色债/PR 先行”的偿付安全性。

关注

- **公司自营项目尚需一定投资规模，项目收益实现存在一定不确定性；在建污水处理厂及管网项目面临一定投资压力。**2024 年 3 月底，公司在建自营项目尚需投资 4.70 亿元，且未来项目收益实现存在一定不确定性；同期末，公司在建污水处理厂及管网项目尚需投资 9.19 亿元，面临一定投资压力。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产中应收类款项和存货占流动资产比重较高，对资金形成一定占用，公司资产流动性较弱。

- **面临一定短期偿付压力。**截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 154.61 亿元，短期债务 52.29 亿元，现金短期债务比为 0.47 倍，公司存在一定的短期偿债压力。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 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		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			a	
外部支持调整因素：政府支持			+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

主要财务数据

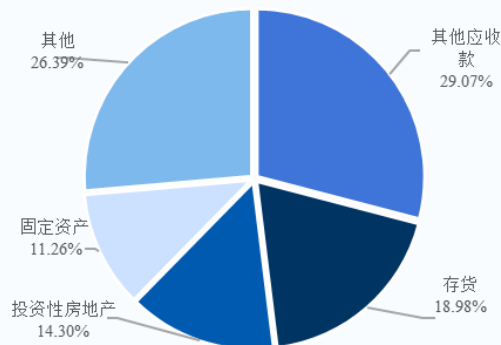
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	40.79	31.85	22.65	24.78
资产总额（亿元）	369.87	368.61	379.18	386.65
所有者权益（亿元）	138.78	141.63	144.31	144.43
短期债务（亿元）	92.35	67.26	50.28	52.29
长期债务（亿元）	76.40	86.93	90.14	102.32
全部债务（亿元）	168.75	154.19	140.42	154.61
营业总收入（亿元）	22.18	29.85	33.47	10.78
利润总额（亿元）	1.44	1.54	2.49	0.39
EBITDA（亿元）	5.52	5.98	7.37	--
经营性净现金流（亿元）	23.82	26.07	19.44	-5.40
营业利润率（%）	18.18	17.87	19.27	16.41
净资产收益率（%）	0.56	0.54	1.34	--
资产负债率（%）	62.48	61.58	61.94	62.65
全部债务资本化比率（%）	54.87	52.12	49.32	51.70
流动比率（%）	166.69	180.60	172.34	183.69
经营现金流动负债比（%）	15.81	19.35	14.03	--
现金短期债务比（倍）	0.44	0.47	0.45	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	0.61	0.77	1.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	30.57	25.80	19.05	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	147.75	145.21	160.91	160.04
所有者权益（亿元）	48.38	48.74	48.68	48.64
全部债务（亿元）	69.26	61.22	55.11	56.72
营业总收入（亿元）	1.05	0.87	0.38	0.03
利润总额（亿元）	0.82	0.63	-0.05	-0.33
资产负债率（%）	67.25	66.44	69.75	69.61
全部债务资本化比率（%）	58.88	55.68	53.09	53.83
流动比率（%）	114.87	147.47	126.86	129.67
经营现金流动负债比（%）	22.11	23.52	21.46	--

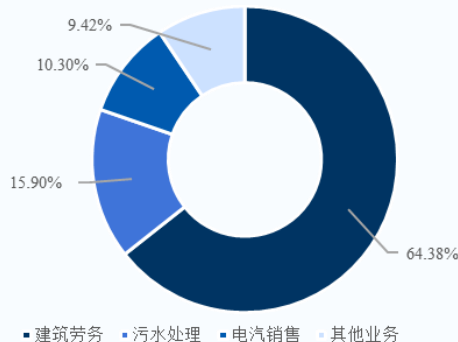
注：1.2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数，2024 年一季度财务报表未经审计；2.本报告合并口径将其他流动负债纳入短期债务核算，长期应付款带息部分纳入长期债务核算；3.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，单位均指人民币；4.“--”代表不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

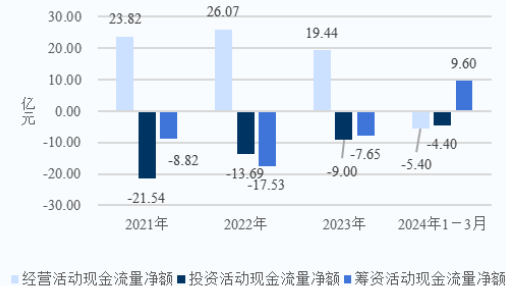
2023 年底公司资产构成



2023 年公司营业总收入构成

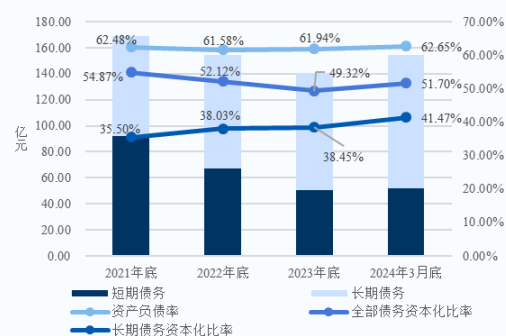


2021—2023 年末及 2024 年 1—3 月公司现金流情况



经营活动现金流量净额 投资活动现金流量净额 筹资活动现金流量净额

2021—2023 年末及 2024 年 3 月末公司债务情况



短期债务 长期债务 全部债务 资产负债率 全部债务资本化比率

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	特殊条款
18 先行绿色债/PR 先行	3.00 亿元	1.20 亿元	2025/12/20	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

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
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	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/稳定	AA/稳定	2023/06/25	迟腾飞 魏 凯	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	阅读全文
18 先行绿色债/PR 先行	AAA/稳定	AA/稳定	2018/07/09	叶维武 罗 屹	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：上述评级方法/模型、历史评级项目评级报告通过链接可查询；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：迟腾飞 chitf@lhratings.com

项目组成员：郜泽芸 gaozy@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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，公司注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人未发生变化。截至 2024 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 12.00 亿元，唯一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”）。

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，其污水处理业务具有一定区域专营优势。

截至 2024 年 3 月底，公司本部设综合管理部、财务部和经营部 3 个职能部门；同期末，公司纳入合并范围内一级子公司共 6 家。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 379.18 亿元，所有者权益 144.31 亿元（含少数股东权益 43.00 亿元）；2023 年，公司实现营业收入 33.47 亿元，利润总额 2.49 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 386.65 亿元，所有者权益 144.43 亿元（含少数股东权益 42.73 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业收入 10.78 亿元，利润总额 0.39 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 2024 年 5 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”，上述债券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。

图表 1 • 截至报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	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	1.20	2018/12/20	7 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“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 2024 年 3 月底，相关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

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信

心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2024 年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

2023 年，武进区地区生产总值及一般公共预算收入均实现同比增长，财政自给能力较强，政府债务负担较轻。整体看，公司外部发展环境良好。

武进区

武进区，隶属江苏省常州市，地处江苏省南部，常州市东部，内抱常州市区，东与无锡市滨湖区、江阴市接壤，南与无锡市宜兴市毗连且濒太湖，西与常州市金坛区、镇江市丹阳市相邻，总面积 1065.26 平方千米。截至 2023 年末，全区辖 5 个街道、11 个镇、1 个国家级高新区、1 个省级高新区、2 个省级经济开发区、1 个国家级旅游度假区、1 个国家农村产业融合发展示范园、1 个省级现代农业产业示范园区。

图表 2 • 武进区主要经济指标

项目	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	3101.97	3222.84
GDP 增速（%）	1.4	4.9
固定资产投资增速（%）	0.3	8.0
三产结构	1.33：54.35：44.32	1.33：53.25：45.42
人均 GDP（万元）	18.04	18.71

注：“/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《2023 年常州市武进区国民经济和社会发展统计公报》，2023 年，武进区（含常州经开区）地区生产总值 3222.84 亿元，按不变价格计算，比上年增长 4.9%。其中，第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.5%、4.7%和 5.2%。

图表 3 • 武进区主要财力指标

项目	2022 年	2023 年
一般公共预算收入（亿元）	203.93	216.31
一般公共预算收入增速（%）	0.5	6.1
税收收入（亿元）	165.88	190.05
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	81.34	87.9

一般公共预算支出（亿元）	207.46	227.71
财政自给率（%）	98.30	94.99
政府性基金收入（亿元）	374.81	368.42
地方政府债务余额（亿元）	288.72	409.77

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《江苏省常州市 2024 年预算报告》，2023 年，武进区（含常州经开区）实现一般公共预算收入 216.31 亿元，同比增长 6.1%，一般公共预算收入质量较好。同期，武进区一般公共预算支出为 227.71 亿元，财政自给能力强。2023 年，武进区政府性基金收入同比变化不大。

截至 2023 年底，武进区地方政府债务余额为 409.77 亿元，其中，一般债务 75.74 亿元，专项债务 334.03 亿元；地方政府债务负担较轻。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

截至 2024 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 12.00 亿元，唯一股东仍为先行控股，实际控制人仍为武进区国资办。

2 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司职能定位无重大变化，其污水处理业务具有一定区域专营优势。

武进区主要的基础设施建设开发主体情况详见图表 4。跟踪期内，公司仍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一定区域专营优势。

图表 4· 武进区主要基础设施建设主体基本情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	业务内容	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	1337.40	407.32	51.14	3.66	69.54%
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	793.54	265.97	40.94	2.91	66.48%
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	622.97	258.27	14.95	3.68	58.54%
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	472.52	157.08	24.89	2.33	66.76%
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	379.18	144.31	33.47	2.49	61.94%

注：上表中所列数据为 2023 年/2023 年年底数；上述公司按资产总额降序排列
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

3 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。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：91320412592526769A），截至 2024 年 5 月 6 日，公司本部无已结清或未结清的不良或关注类信贷记录，存在 1 笔已结清关注类账户数。根据中国光大银行股份有限公司常州支行出具的情况说明，公司在其银行贷款形态为正常。

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：91320412MAD3XEL99Q），截至 2024 年 5 月 6 日，子公司江苏广湖控股有限公司（以下简称“广湖控股”）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》（自主查询版，统一社会信用代码：913204122508518608），截至 2024 年 5 月 7 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。

根据公司本部过往在债券市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司在治理结构、组织架构、管理制度和高级管理人员方面均未发生重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

受建筑劳务收入增长影响，2023 年，公司营业总收入规模同比保持增长；受电汽销售业务毛利率增长影响，综合毛利率同比有所增长。

2023 年，公司营业总收入仍主要来自建筑劳务、污水处理和电汽销售业务，其中建筑劳务收入带动当年收入同比增长 12.13%。

毛利率方面，受煤炭价格下降，电汽销售毛利率有所提升影响，2023 年，公司综合毛利率同比上升 1.47 个百分点。

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 10.78 亿元，相当于 2023 年营业总收入的 32.21%；同期，公司综合毛利率降至 16.92%。

图表 5• 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
建筑劳务	18.22	61.05	14.24	21.55	64.38	15.47	7.65	70.89	12.33
污水处理	5.31	17.79	34.67	5.32	15.90	34.74	0.92	8.54	24.13
电汽销售	3.26	10.92	20.77	3.45	10.30	30.86	0.76	7.08	28.48
其他业务	3.05	10.23	12.74	3.15	9.42	13.22	1.46	13.49	30.39
合计	29.85	100.00	18.44	33.47	100.00	19.91	10.78	100.00	16.92

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

（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包括 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投入成本，无拟建项目；2023 年建筑施工项目新签合同金额同比有所下降，在手合同量较为充足，整体回款进度尚可；公司自营项目尚需一定投资规模，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、子公司江苏广湖建设有限公司（以下简称“广湖建设”）负责的武进区湖塘镇范围内的基础设施工程开发建设、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 2024 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 21.67 亿元¹；无在建及拟建 BT 项目。截至 2024 年 3 月底，公司应收 BT 项目款为 3.77 亿元（体现在“长期应收款”和“一年内到期的非流动资产”科目）。

¹ BT 项目累计投资额中包含前期拆迁补偿，公司收回拆迁补偿金时，直接冲减成本，未全额确认收入。

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。截至 2024 年 3 月底，湖塘资产主要已完工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等，累计投资 29.62 亿元，累计确认收入 15.69 亿元，累计回款 15.69 亿元。截至 2024 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 18.70 亿元。随着湖塘镇的基础设施建设已经趋于完善，湖塘资产无在建及拟建项目。

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。2023 年，公司新签合同规模同比有所下降，公司新签合同额中武进区内项目占比很低。2024 年 3 月底，恒基路桥在手合同数量 20 个，在手施工合同金额 69.50 亿元。

图表 6 • 恒基路桥合同签订情况（单位：个、亿元）

项目	2022 年		2023 年		2024 年 1—3 月	
	个数	金额	个数	金额	个数	金额
新签合同	16	27.02	16	22.54	5	8.13
其中：武进区内	10	0.67	4	0.09	4	0.63
武进区外	6	26.35	12	22.45	1	7.50
在手合同	22	55.85	21	64.95	20	69.50
其中：武进区内	5	3.68	4	5.00	3	3.65
武进区外	17	52.17	17	59.95	17	65.85

资料来源：公司提供

图表 7 截至 2024 年 3 月底公司主要在建施工项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务方	计划建设周期	计划总投资	已完成投资	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	2018.07-2023.08	9.36	3.05	1.88
武进河道管护项目	常州市武进区水利局	2018.09-2028.09	3.09	1.97	1.60
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	2021.03-2023.12	5.10	2.77	2.36
淮安 348 省道项目	348 省道淮安段工程建设指挥部	2021.05-2021.12	2.37	1.79	0.87
洋通高速二期工程 YR-RD1 标项目	江苏省交通工程建设局	2021.10-2023.04	6.16	4.93	4.83
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	2022.01-2024.06	9.44	5.03	6.56
勐海 2022 年农村公路建设项目	勐海县交通运输局	2022.10-2023.06	3.05	0.80	0.69
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	2022.01-2025.09	7.40	2.17	1.07
常泰长江大桥南北公路接线路面项目	常州市高速公路建设指挥部	2023.03-2024.04	2.15	0.60	1.06
长深高速公路 LHK-HA1 标项目	长深高速公路连云港至淮安段扩建工程建设指挥部	2023.07-2026.07	6.82	2.81	2.59
腾龙大道智慧快速路二期工程施工项目 TLDD-SG4 标段	常州市公路事业发展中心	2023.08-2025.08	7.45	0.86	1.59
锡宜高速改扩建工程 XYK-5 标段	江苏省交通工程建设局	2024.03-2029.05	6.73	0.16	-
合计	--	--	69.12	26.94	25.10

资料来源：公司提供

截至 2024 年 3 月底，公司主要在建施工项目尚需投资 42.18 亿元；主要拟建施工项目为勐腊县望天树景区至勐伴镇公路改造工程、易勐公路（勐腊县城至望天树景区）改造工程和涅里镇夏田桥抢修保通工程施工项目，计划总投资 1.87 亿元。整体看，公司主要项目未来尚需投资 44.05 亿元，仍面临一定的投资压力。

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。2023 年及 2024 年 1—3 月，天龙设备实现自来水管网建设收入 1.39 亿元和 0.33 亿元。

自营项目方面，南沿江交通运营枢纽项目已于 2023 年完工，项目投资额为 15.15 亿元，主要通过商业铺位租金、广告费、公交运营收入等形式实现盈利，截至 2023 年底，项目产权正在办理中，尚未实现收益。截至 2024 年 3 月底，公司主要在建自营项目为城东园区产城融合工业厂房和湖塘科技产业园南区建设项目，计划总投资 6.50 亿元，已投资 1.80 亿元，项目建成后主要通过厂房租金收入实现资金平衡。

（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市场需求和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。2023 及 2024 年 1—3 月，湖塘资产分别确认土地整理收入 3.21 亿元和 0.34 亿元（均并入建筑劳务板块列报）。截至 2024 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 42.79 亿元。公司无新增土地开发计划，未来公司开发业务受市场需求和政府规划影响具有一定不确定性。

（3）污水处理业务

公司污水处理业务具有一定区域专营优势；2023 年，污水处理收入和毛利率同比变化均不大；在建污水处理厂及管网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）。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）已陆续完成前期建设并投入运营，后期根据区域污水处理需求新增污水处理厂及建设管网等。

截至 2024 年 3 月底，大禹水务拥有 8 座污水处理厂，设计日处理能力 39.55 万立方米/天，实际日处理量为 32.11 万立方米/天；污水处理单价仍为 2.61 元/吨。

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，综合考虑各期大禹水务实际运营情况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。价格方面，区级污水处理服务费原报价 1.59 元/吨，2023 年污水处理单价为 2.6057 元/吨，较 2022 年未发生变动；乡镇可用性服务费利润率预计为 5.39%；乡镇运维绩效服务费=单位运维费用×运维数量；雨水管网运维绩效服务费=单位运维费用×运维数量。

截至 2024 年 3 月底，公司在建污水处理厂为滨湖污水处理厂二期和阳湖生态净水厂，计划总投资为 10.56 亿元，尚需投资 8.29 亿元；同期末，公司在建滨湖厂-武南厂（武南路）污水调度管网，建设管网长度约 10.5 公里，计划总投资 1.48 亿元，尚需投资 0.90 亿元。

（4）电汽销售业务

2023 年，公司总上网电量保持增长，供汽量有所提升，毛利率有所提高。

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 2024 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 2022 年无变化。2023 年，公司实现年发电量 10822 万千瓦时，较 2022 年增长 24.09%，主要系公司 2022 年受公共卫生事件年发电量减少，2023 年恢复发电量所致；总上网电量 7884 万千瓦时，较 2022 年增长 28.89%。

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。2023 年，湖塘热电供汽量为 123.96 万吨，较 2022 年增长 8.39%；截至 2024 年 3 月底，供热户数为 49 家；平均售汽价格由 2022 年的 288.00 元/吨下降至 274.61 元/吨。

（5）其他业务

2023 年，公司其他业务收入稳步增长，对公司收入形成补充。

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。2023 年，公司实现教育学杂费收入 1.08 亿元，同比增长 1.94%；毛利率为 1.09%，同比下降 17.74 个百分点，主要系湖塘实验中学根据教育局要求，给学校教师缴纳年金导致成本上升所致。

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 2024 年 3 月底，公司租赁资产可供租赁面积合计为 61.05 万平方米，已出租 53.87 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。2023 年及 2024 年 1—3 月，公司实现租赁及物业管理收入 0.98 亿元和 0.28 亿元，毛利率为 27.94%及 34.75%。

此外，2023 年，公司贸易和养老代养等业务收入规模较小。

2 未来发展

公司未来发展方向清晰，符合自身定位。

公司未来将以城乡发展综合运营商为发展目标，进行改革转型方面实现突破，协调推进业务发展和增资扩股整合资源；持续推进污染防治项目和污水处理项目改扩建；推动南沿江枢纽项目等重大项目建设；在稳固资金链条方面实现突破，提高经营绩效。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年一季报未经审计。

2023 年，公司不再纳入合并范围的一级子公司 1 家（吸收合并）；新纳入合并范围的一级子公司 1 家（投资设立）；2024 年 1—3 月，公司合并范围无变动。截至 2024 年 3 月底，公司共有纳入合并范围一级子公司 6 家。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。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至 2023 年底，公司资产规模较上年底有所增长，主要系往来款及项目投入增加所致；公司流动资产中应收类款项和存货占流动资产比重较高，对公司资金形成一定占用，受限资产规模一般，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

截至 2023 年底，公司合并资产总额较上年底增长 2.87%，资产结构以流动资产为主。

图表 8 • 公司资产主要构成情况

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	243.28	66.00	238.81	62.98	245.77	63.56
货币资金	27.00	7.32	17.75	4.68	19.74	5.10
其他应收款	104.13	28.25	110.22	29.07	118.54	30.66
存货	67.33	18.26	71.97	18.98	69.56	17.99
非流动资产	125.33	34.00	140.37	37.02	140.88	36.44
投资性房地产	54.23	14.71	54.24	14.30	54.24	14.03
固定资产	24.28	6.59	42.70	11.26	46.06	11.91
资产总额	368.61	100.00	379.18	100.00	386.65	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

① 流动资产

公司货币资金较上年底下降 34.27%，主要为银行存款。货币资金中受限资金规模为 0.83 亿元，受限规模较小。公司其他应收款较上年底增长 5.85%，主要系往来款规模增加所致。公司其他应收款累计计提坏账准备 0.28 亿元。从账龄上看，1 年以内占比 12.89%，1~2 年占比 15.48%，2~3 年占比 28.40%，3~4 年占比 22.43%，4~5 年占比 16.76%和 5 年以上占比 4.30%，账龄偏长；其他应收款前五名合计占

比 89.11%，集中度高。公司其他应收款规模大，对资金占用明显。公司存货较上年底增长 6.90%，主要系公司项目持续投入增加所致。公司存货主要由合同履约成本 69.99 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。

图表 9 • 公司 2023 年底主要其他应收账款明细

名称	期末余额（亿元）	占其他应收款期末余额的比例（%）
常州市武进交通产业发展有限公司	59.30	53.66
常州市武进区湖塘镇财政和资产管理局	23.87	21.60
常州市武进区交通运输局	10.16	9.19
常州市武进区公路事业发展中心	2.74	2.48
常州市武进国有资产投资经营有限公司	2.41	2.18
合计	98.48	89.11

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

② 非流动资产

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 1.58 亿元。截至 2023 年底，公司投资性房地产较上年底变化不大。2023 年底，公司固定资产较上年底大幅增加 18.42 亿元至 42.70 亿元，主要系在建工程中南沿江交通运营枢纽等项目完工转入房屋及建筑物所致。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额较上年底增长 1.97%，公司资产结构变化不大。

受限资产方面，截至 2023 年底，公司受限资产情况如下所示。总体看，公司资产受限比例一般。

图表 10 • 截至 2023 年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
投资性房地产	39.84	10.51	抵押借款
无形资产	13.86	3.65	特许经营权质押、土地抵押借款
货币资金	0.83	0.22	冻结资金、保证金等
固定资产	0.40	0.10	抵押借款
其他应收款	0.02	0.01	融资租赁保证金
合计	54.93	14.49	—

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

（2）资本结构

① 所有者权益

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底小幅增长，其中少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底增长 1.90%。公司所有者权益中，实收资本、资本公积和少数股东权益分别占 8.32%、55.65% 和 29.80%，权益稳定性一般。

截至 2023 年底，公司实收资本较上年底无变化，资本公积较上年底变化不大，未分配利润较上年底增长 14.52%，主要系利润积累所致。

截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构较 2023 年底变化不大。

图表 11 • 公司所有者权益主要构成情况

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	12.00	8.47	12.00	8.32	12.00	8.31
资本公积	80.25	56.66	80.30	55.65	80.68	55.86
未分配利润	6.57	4.64	7.53	5.22	7.55	5.23
归属于母公司所有者权益合计	100.30	70.82	101.31	70.20	101.70	70.42

少数股东权益	41.32	29.18	43.00	29.80	42.73	29.58
所有者权益合计	141.63	100.00	144.31	100.00	144.43	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

② 负债

截至 2023 年底，公司全部债务较上年底有所下降，短期债务占比有所下降，但仍处于较高水平，对债券融资依赖度较小；整体债务负担一般，面临一定短期偿付压力；截至 2024 年 3 月底，公司全部债务规模进一步增长，相关债务指标均有所增长。

截至 2023 年底，公司负债总额较上年底增长 3.48%，主要系银行借款增加所致。公司流动负债占比有所下降。

图表 12 • 公司主要负债情况

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	134.71	59.35	138.57	59.00	133.79	55.24
短期借款	32.48	14.31	37.31	15.88	42.89	17.71
应付账款	12.55	5.53	20.63	8.78	14.69	6.07
其他应付款	47.47	20.91	61.04	25.99	60.35	24.91
一年内到期的非流动负债	22.50	9.91	5.43	2.31	4.03	1.66
非流动负债	92.28	40.65	96.30	41.00	108.42	44.76
长期借款	64.50	28.42	73.01	31.08	83.45	34.45
应付债券	22.10	9.74	17.14	7.30	18.54	7.65
负债总额	226.99	100.00	234.87	100.00	242.22	100.00

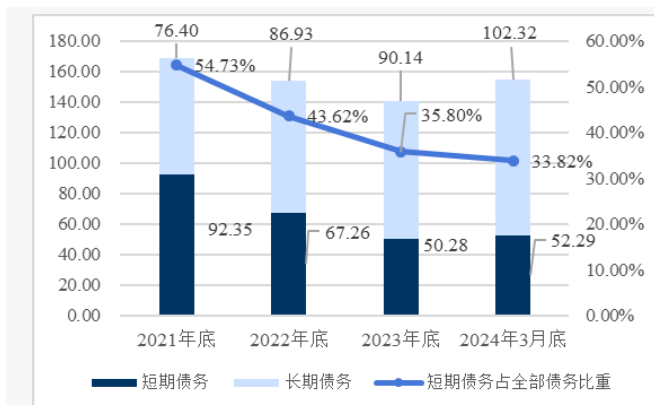
资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季度整理

截至 2023 年底，公司经营性负债主要体现在银行借款，应付债券以及同区域国有企业的往来款形成的其他应付款。

有息债务方面，本报告将其他流动负债纳入短期债务核算，长期应付款带息部分纳入长期债务核算。截至 2023 年底，公司全部债务较上年底下降 8.93%，公司短期债务占比有所下降，但仍处于较高水平，有息债务中债券占比为 15.33%，对债券融资依赖度较小。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率较上年底有所上升，全部债务资本化比率较上年底有所下降。

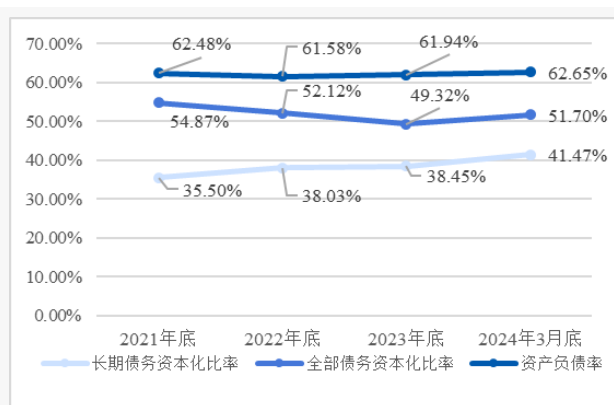
截至 2024 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 3.13%。同期末，公司全部债务较上年底增长 10.11%，仍以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2024 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别上升 0.70 个百分点、2.39 个百分点和 3.02 个百分点。公司债务指标表现尚可，整体债务负担一般。

图表 13 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度及公司提供资料整理

图表 14 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度及公司提供资料整理

从债务期限分布看，公司面临一定债务集中兑付压力。

图表 15 • 截至 2024 年 3 月底公司有息债务期限分布情况

项目	1 年以内	1—2 年	2—3 年	3 年以后	合计
偿还金额（亿元）	52.29	31.50	17.32	53.50	154.61

占有息债务的比例 (%)	33.82	20.37	11.20	34.60	100.00
--------------	-------	-------	-------	-------	--------

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

(3) 盈利能力

2023 年，公司营业总收入同比有所增长，政府补助及投资收益对公司利润总额形成影响一般，盈利指标表现一般。

2023 年，公司营业总收入同比增长 12.13%，主要系公司建筑劳务收入增加所致；同期，公司营业成本较上年底增长 10.11%，略低于营业总收入增幅；营业利润率同比上升 1.40 个百分点。

非经常性损益方面，2023 年，公司其他收益相当于利润总额的 11.47%，主要为公司获得的政府补助；同期，公司投资收益为 0.16 亿元，公司政府补助及投资收益对利润总额有一定影响，盈利指标表现一般。

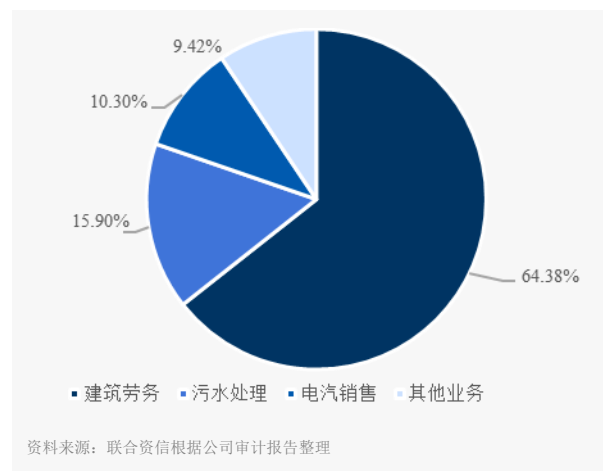
2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 10.78 亿元，相当于 2023 年的 32.23%。

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	29.85	33.47	10.78
营业成本	24.34	26.80	8.96
期间费用	4.00	4.43	1.29
其他收益	0.24	0.29	0.06
利润总额	1.54	2.49	0.39
营业利润率 (%)	17.87	19.27	16.41
总资本收益率 (%)	0.92	1.32	--
净资产收益率 (%)	0.54	1.34	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季度整理

图表 17 • 2023 年公司营业总收入构成



(4) 现金流

2023 年，公司经营活动现金净流入规模有所下降，现金收入比有所上升，收入实现质量表现有所改善；投资活动和筹资活动现金净流出规模均有所收窄。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。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	51.62	50.54	26.54
经营活动现金流出小计	25.55	31.10	31.94
经营活动现金流量净额	26.07	19.44	-5.40
投资活动现金流入小计	15.67	22.03	3.96
投资活动现金流出小计	29.37	31.02	8.35
投资活动现金流量净额	-13.69	-9.00	-4.40
筹资活动前现金流量净额	12.37	10.44	-9.79
筹资活动现金流入小计	74.08	72.89	37.52
筹资活动现金流出小计	91.61	80.54	27.92
筹资活动现金流量净额	-17.53	-7.65	9.60
现金收入比 (%)	79.28	89.30	110.66

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季度整理

从经营活动来看，公司经营活动现金流主要来源于经营业务收支以及与其他企业的往来款等。2023 年，公司经营活动现金流入同比下降 2.09%，主要系收到的往来款有所下降所致。2023 年，现金收入比较 2022 年上升 10.02 个百分点，收入实现质量一般。2023 年，公司经营活动现金流出同比增长 21.73%，主要系支付经营成本增加所致。2023 年，受往来款净流入影响，公司经营活动产生的现金流量保持净流入。

从投资活动来看，2023 年，公司投资活动现金流入同比增长 40.55%，主要为赎回理财产品收到的现金；投资活动现金流出同比增长 5.65%，主要为南沿江交通运营枢纽等重大项目支出与购买理财产品支付的现金。2023 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，2023 年，公司筹资活动现金流入同比下降 1.59%，主要系外部融资资金流入规模下降所致；公司筹资活动现金流出同比下降 12.08%，主要为偿还债务本息支付的现金。2023 年，公司筹资活动净流出规模有所收窄。

2024 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 5.40 亿元；投资活动现金净流出 4.40 亿元，筹资活动现金净流入 9.60 亿元。

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现尚可。公司或有负债风险可控，间接融资渠道较为通畅。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	180.60	172.34	183.69
	速动比率（%）	130.62	120.40	131.70
	现金类资产/短期债务（倍）	0.47	0.45	0.47
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	5.98	7.37	--
	全部债务/EBITDA（倍）	25.80	19.05	--
	EBITDA/利息支出（倍）	0.77	1.11	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度报整理

从短期偿债指标看，截至 2023 年底，公司流动比率与速动比率较上年底有所下降，流动资产对流动负债的保障指标表现有所减弱。截至 2023 年底，公司现金短期债务比变动不大，现金类资产对短期债务的保障指标表现一般。截至 2024 年 3 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均较上年底有不同程度的上升。整体看，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看，2023 年，公司 EBITDA 同比增长 23.37%，EBITDA 对利息的覆盖指标表现有所提升；公司全部债务/EBITDA 有所下降。整体看，公司长期偿债指标表现尚可。

截至 2024 年 3 月底，公司对外担保余额 15.17 亿元，担保比率为 10.51%，被担保对象均为当地国有企业，经营情况正常。整体来，公司对外担保规模集中在武进区内，公司或有负债风险可控。

未决诉讼方面，截至 2024 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2024 年 3 月底，公司获得银行授信额度 170.47 亿元，剩余额度 43.82 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

3 公司本部主要变化情况

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 2023 年底，公司本部资产总额 160.91 亿元，较上年底增长 10.81%。其中，流动资产占 55.74%，非流动资产占 44.26%。同期末，公司本部所有者权益为 48.68 亿元，较上年底下降 0.11%。在所有者权益中，实收资本为占 24.65%、资本公积占 68.45%，所有者权益结构稳定性较强。公司本部负债总额 234.87 亿元，较上年底增长 16.33%。其中，流动负债占 62.99%，非流动负债占 37.01%。截至 2023 年底，公司本部全部债务 55.11 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.75%、53.09%和 45.64%；现金短期债务比为 0.13 倍。

2023 年，公司本部实现营业总收入 0.38 亿元，利润总额-0.05 亿元。截至 2023 年底，公司本部资产、负债和所有者权益占合并口径的比例分别为 42.44%、47.78%和 33.74%。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，公司 ESG 表现一般。

环境方面，公司工程建设等业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，截至本报告出具日，联合资信未发现公司发生安全责任事故和存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，同时，公司响应政府政策，参与地方帮扶工作，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司均具有很强的管控能力，且建立了完善的法人治理结构。跟踪期内，联合资信未发现公司高管存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

公司作为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，跟踪期内，在政府补助方面继续获得有力的外部支持。

公司实际控制人系武进区国资办。武进区是江苏省常州市辖区，2023 年，武进区地区生产总值和一般公共预算收入均有所增长。截至 2023 年底，武进区地方政府债务余额为 409.77 亿元，其中，一般债务 75.74 亿元，专项债务 334.03 亿元。

公司作为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，主要从事交通基础设施建设及施工、电汽销售、污水处理及其他国有资产经营等业务，其污水处理业务具有一定区域专营优势。跟踪期内，公司继续在政府补助方面获得外部支持。

政府补助

2023 年及 2024 年 1—3 月，公司分别收到政府补助 0.28 亿元和 0.06 亿元，计入“其他收益”。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、债券偿还能力分析

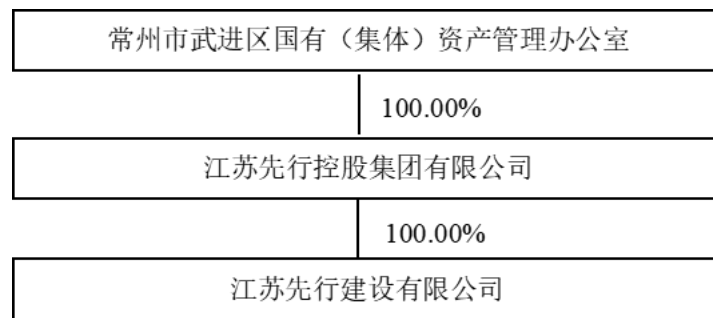
截至 2024 年 4 月底，公司存续期内担保债券为“18 先行绿色债/PR 先行”，余额 1.20 亿元。江苏再担保为“18 先行绿色债/PR 先行”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

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。江苏再担保为公司提供的担保显著提升了“18 先行绿色债/PR 先行”本息偿还的安全性。

九、跟踪评级结论

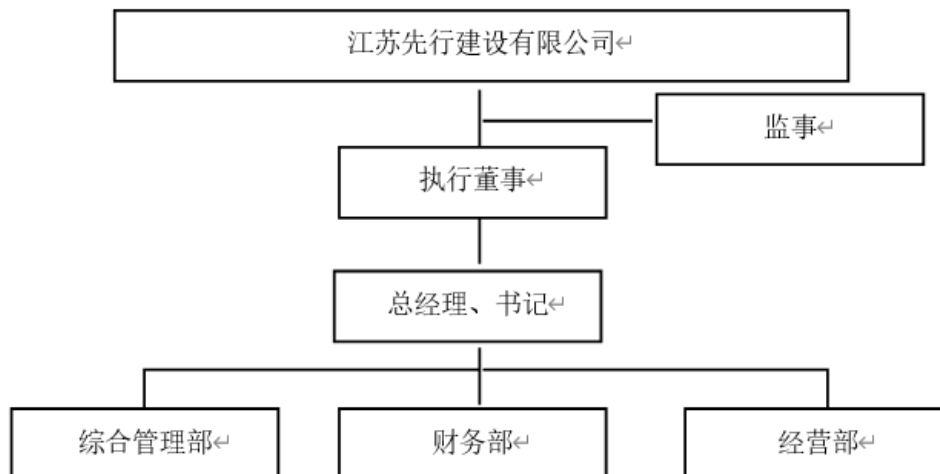
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“18 先行绿色债/PR 先行”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司合并范围一级子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	主营业务	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
江苏恒基路桥股份有限公司	路桥建设	95.25	--	收购
常州市武进航务工程有限公司	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	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	建筑安装	60.00	35.61	收购
江苏广湖控股有限公司	国有资产管理	57.50	--	收购
道胜环境产业有限公司	环保咨询	51.00	--	设立

注：常州市武进航务工程有限公司已于 2024 年 4 月注销
 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（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	40.79	31.85	22.65	24.78
应收账款（亿元）	8.33	13.00	14.11	13.34
其他应收款（亿元）	114.25	104.13	110.22	118.54
存货（亿元）	64.31	67.33	71.97	69.56
长期股权投资（亿元）	1.00	1.46	1.68	1.68
固定资产（亿元）	20.85	24.28	42.70	46.06
在建工程（亿元）	7.06	13.45	8.34	5.49
资产总额（亿元）	369.87	368.61	379.18	386.65
实收资本（亿元）	12.00	12.00	12.00	12.00
少数股东权益（亿元）	41.35	41.32	43.00	42.73
所有者权益（亿元）	138.78	141.63	144.31	144.43
短期债务（亿元）	92.35	67.26	50.28	52.29
长期债务（亿元）	76.40	86.93	90.14	102.32
全部债务（亿元）	168.75	154.19	140.42	154.61
营业总收入（亿元）	22.18	29.85	33.47	10.78
营业成本（亿元）	17.97	24.34	26.80	8.96
其他收益（亿元）	0.89	0.24	0.29	0.06
利润总额（亿元）	1.44	1.54	2.49	0.39
EBITDA（亿元）	5.52	5.98	7.37	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	19.07	23.66	29.89	11.93
经营活动现金流入小计（亿元）	40.07	51.62	50.54	26.54
经营活动现金流量净额（亿元）	23.82	26.07	19.44	-5.40
投资活动现金流量净额（亿元）	-21.54	-13.69	-9.00	-4.40
筹资活动现金流量净额（亿元）	-8.82	-17.53	-7.65	9.60
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.48	2.59	2.31	--
存货周转次数（次）	0.27	0.37	0.38	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.08	0.09	--
现金收入比（%）	85.96	79.28	89.30	110.66
营业利润率（%）	18.18	17.87	19.27	16.41
总资本收益率（%）	0.84	0.92	1.32	--
净资产收益率（%）	0.56	0.54	1.34	--
长期债务资本化比率（%）	35.50	38.03	38.45	41.47
全部债务资本化比率（%）	54.87	52.12	49.32	51.70
资产负债率（%）	62.48	61.58	61.94	62.65
流动比率（%）	166.69	180.60	172.34	183.69
速动比率（%）	124.03	130.62	120.40	131.70
经营现金流动负债比（%）	15.81	19.35	14.03	--
现金短期债务比（倍）	0.44	0.47	0.45	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	0.61	0.77	1.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	30.57	25.80	19.05	--

注：1.2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数，2024 年一季度财务报表未经审计；2.本报告已将公司合并口径其他流动负债带息部分纳入短期债务核算，将长期应付款带息部分纳入长期债务核算；3.“--”代表不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	4.96	2.01	1.83	1.39
应收账款（亿元）	1.97	1.79	2.08	2.07
其他应收款（亿元）	75.52	70.36	75.25	74.92
存货（亿元）	0.00	0.00	0.16	0.16
长期股权投资（亿元）	19.93	16.45	18.22	17.95
固定资产（亿元）	1.63	1.41	17.10	16.92
在建工程（亿元）	3.51	9.47	2.83	2.83
资产总额（亿元）	147.75	145.21	160.91	160.04
实收资本（亿元）	12.00	12.00	12.00	12.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	48.38	48.74	48.68	48.64
短期债务（亿元）	47.66	23.61	14.23	14.69
长期债务（亿元）	21.60	37.61	40.88	42.03
全部债务（亿元）	69.26	61.22	55.11	56.72
营业总收入（亿元）	1.05	0.87	0.38	0.03
营业成本（亿元）	0.06	0.05	0.07	0.02
其他收益（亿元）	0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.82	0.63	-0.05	-0.33
EBITDA（亿元）	0.82	0.63	-0.05	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.07	1.08	0.21	0.04
经营活动现金流入小计（亿元）	18.01	14.66	19.51	4.09
经营活动现金流量净额（亿元）	17.16	13.80	15.17	0.39
投资活动现金流量净额（亿元）	-8.65	-5.77	-5.85	-2.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	-12.51	-11.08	-8.26	1.29
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.71	0.46	0.20	--
存货周转次数（次）	*	*	0.89	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.00	--
现金收入比（%）	6.21	124.02	55.96	157.52
营业利润率（%）	92.39	91.51	76.72	39.27
总资本收益率（%）	0.54	0.42	-0.05	--
净资产收益率（%）	1.32	0.94	-0.11	--
长期债务资本化比率（%）	30.87	43.55	45.64	46.35
全部债务资本化比率（%）	58.88	55.68	53.09	53.83
资产负债率（%）	67.25	66.44	69.75	69.61
流动比率（%）	114.87	147.47	126.86	129.67
速动比率（%）	114.87	147.47	126.63	129.43
经营现金流动负债比（%）	22.11	23.52	21.46	--
现金短期债务比（倍）	0.10	0.09	0.13	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1.2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数，2024 年一季度财务报表未经审计；2.部分指标分母为零，无意义，用*表示；“/”代表数据未获得；因公司本部财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算；3.“--”代表不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

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