

信用等级公告

联合〔2020〕2054号

联合资信评估有限公司通过对泰兴市兴黄综合投资开发有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持泰兴市兴黄综合投资开发有限公司主体长期信用等级为AA，维持“18泰兴兴黄债01/18泰兴黄”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年六月二十八日



泰兴市兴黄综合投资开发有限公司 2020 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
泰兴市兴黄综合投资开发有限公司	AA	稳定	AA	稳定
18泰兴兴黄债 01/18泰兴黄	AA	稳定	AA	稳定

评级观点：

泰兴市兴黄综合投资开发有限公司（以下简称“公司”）是泰兴市政府授权的江苏黄桥经济开发区（以下简称“黄桥经开区”）重要的基础设施建设、土地开发以及安置房建设主体。跟踪期内，公司外部发展经营环境良好，并在股东增资和财政补贴方面获得外部支持，资产和权益规模进一步扩大。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司资产流动性较弱、债务规模持续增长、债务集中偿付压力较大、面临一定的或有负债风险等因素对公司经营带来的不利影响。

随着泰兴市经济的持续发展，黄桥经开区基础设施建设稳步推进，公司有望保持稳健经营。

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 泰兴兴黄债 01/18 泰兴黄”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18泰兴兴黄债01/18泰兴黄	4.00 亿元	4.00 亿元	2025/11/25

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：2020 年 6 月 28 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	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

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：

指示评级	a	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	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	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	4	
		偿债能力	4	
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

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

优势

1. **区域经济持续增长，外部发展环境良好。**2019 年，泰兴市地区生产总值同比增长 6.8%，在“百强县”中排名有所上升，为公司发展创造了良好的外部发展环境。
2. **继续获得外部支持。**2019 年，公司获得股东增资 8.00 亿元，获得财政补贴 1.00 亿元，继续获得股东的有力支持。

关注

1. **资产流动性较弱。**截至 2019 年底，公司资产中存货和其他应收款合计占比达到 78.05%，对公司资金占用严重，资产流动性较弱。
2. **债务规模持续增长，集中偿债压力较大。**跟踪期内，公司债务规模持续增长，现金类资产对短期债务的保障能力弱；2020—2021 年，公司需偿还的有息债务分别为 18.75 亿元和 25.12 亿元，集中偿债压力较大。

分析师：兰迪 邱成

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

3. 面临一定的或有负债风险。截至2019年底，公司对外担保余额15.01亿元，担保比率为32.67%，均无反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	9.35	15.02	16.31
资产总额(亿元)	88.13	111.39	130.81
所有者权益(亿元)	34.37	39.61	45.95
短期债务(亿元)	12.17	23.65	23.22
长期债务(亿元)	22.93	37.78	43.39
全部债务(亿元)	35.10	61.42	66.62
营业收入(亿元)	5.35	6.69	6.68
利润总额(亿元)	1.73	2.05	1.48
EBITDA(亿元)	1.84	2.18	1.65
经营性净现金流(亿元)	-6.98	-10.19	0.00
营业利润率(%)	12.15	13.65	11.10
净资产收益率(%)	4.54	4.61	2.93
资产负债率(%)	61.00	64.44	64.88
全部债务资本化比率(%)	50.53	60.79	59.18
流动比率(%)	302.72	344.69	353.25
经营现金流动负债比(%)	-25.87	-33.07	0.00
现金短期债务比(倍)	0.77	0.64	0.70
EBITDA 利息倍数(倍)	0.38	0.45	0.32
全部债务/EBITDA(倍)	19.03	28.23	40.43
公司本部（母公司）			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	63.65	64.97	87.02
所有者权益(亿元)	28.25	30.44	35.36
全部债务(亿元)	2.48	5.39	5.44
营业收入(亿元)	3.08	2.90	4.22
利润总额(亿元)	0.74	0.89	0.76
资产负债率(%)	55.62	53.15	59.37
全部债务资本化比率(%)	8.07	15.05	13.33
流动比率(%)	148.75	184.89	143.57
经营现金流动负债比(%)	4.32	-8.03	37.02

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18泰兴兴黄债 01/18泰兴黄	AA	AA	稳定	2019/06/20	兰迪 邱成	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
18泰兴兴黄债 01/18泰兴黄	AA	AA	稳定	2017/06/29	兰迪 张婷婷	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015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无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由泰兴市兴黄综合投资开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

泰兴市兴黄综合投资开发有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于泰兴市兴黄综合投资开发有限公司（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，泰兴市人民政府以货币形式对公司增资8.00亿元，公司注册资本和实收资本增加至10.00亿元。2019年12月，根据泰兴市政府印发的《泰兴市市管国有企业改革方案》（泰政办法〔2019〕92号），公司作为二类市管国有企业，股东由泰兴市人民政府变更为新组建的泰兴市中鑫投资集团有限公司（以下简称“中鑫投资”）。中鑫投资唯一股东为泰兴市国有资产管理委员会办公室（以下简称“泰兴市国资办”），本次股权变更完成后，公司成为中鑫投资全资子公司，实际控制人变更为泰兴市国资办，公司类型变更为有限公司（法人独资）。截至2019年底，公司注册资本及实收资本均为10.00亿元。

跟踪期内，公司作为江苏黄桥经济开发区（以下简称“黄桥经开区”）重要的建设主体，仍然负责黄桥经开区内的基础设施建设、土地开发及安置房开发业务，职能定位和经营范围未发生变化。截至2019年底，公司内设办公室、业务部和财务部3个职能部门；公司合并范围内子公司共7家。

截至2019年底，公司资产总额130.81亿元，所有者权益合计45.95亿元；2019年，公司实现营业收入6.68亿元，利润总额1.48亿元。

跟踪期内，公司住所变更为泰兴市黄桥镇永丰南路318号，法定代表人变更为吴建明。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年底，公司存续债券“18泰兴兴黄债01/18泰兴黄”尚需偿还债券余额4.00亿元。跟踪期内，公司按时足额偿还债券利息。

公司存续债券“18泰兴兴黄债01/18泰兴黄”募集资金用于江苏泰兴黄桥经济开发区中小企业集聚服务基地项目建设以及补充营运资金。截至2019年底，募集资金已按规定使用完毕。

“18泰兴兴黄债01/18泰兴黄”的募投项目计划总投资12.84亿元，建设内容包括综合办公楼、人才公寓和中小企业标准厂房。募投项目已于2017年5月开工建设。截至2019年底，除人才公寓和中小企业标准厂房（二）正在筹备施工工作外，剩余部分均已完工。

截至本期报告出具日，综合办公楼和中小企业标准厂房（一）已全部出租，中小企业标准厂房（三）暂时未完全出租。2019年，公司共确认标准厂房租金收入0.22亿元；

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18泰兴兴黄债01/18泰兴黄	4.00	4.00	2018/11/15	7年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国

民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政

府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建

设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大项目项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出

台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表2 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系

2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
---------	---------	-------------	---

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济情况

跟踪期内，泰兴市经济持续增长，为公司

发展创造了良好的外部环境。

根据泰兴市统计局披露的数据，2019年，全市地区生产总值达到1083.90亿元，同比增长6.8%；人均地区生产总值101157元，同比增长7.1%。分产业看，2019年泰兴市第一产业增加值65.41亿元，增长2.2%；第二产业增加值556.20亿元，增长5.9%；第三产业增加值462.29亿元，增长8.6%；产业结构不断优化，三次产业增加值比例由上年的6.1:52.7:41.2调整为6.0:51.3:42.7，服务业较快发展，快于工业增加值增速2.5个百分点，占GDP比重较上年提高1.5个百分点。2019年，泰兴市城乡一体化发展进程加快，年末常住人口城镇化率63.45%，较上年提高1.5个百分点。

跟踪期内，泰兴市重点产业和园区发展良好。2019年，泰兴市规模以上工业增加值同比增长7.0%，机电、化工、医药三大支柱产业实现规模以上产值同比增长2.0%。2019年，泰兴市园区经济发展良好，泰兴经济开发区创成国家级智慧化工园区、中国产学研合作创新示范基地，连续七年保持全国化工园区10强；黄桥经济开发区、泰兴高新区创成省循环化改造示范园区，虹桥工业园区创成省建筑产业现代化示范园区。2019年，泰兴市在全国县域经济基本竞争力百强县（市）中排名第28位，名次较上年上升1位。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东变更为中鑫投资，实际控制人变更为泰兴市国资办。

2. 外部支持

2019年，泰兴市一般公共预算收入持续增长，公司在股东增资和财政补贴方面得到泰兴

市政府的有力支持。

2019年，泰兴市完成一般公共预算收入80.47亿元，同比增长8.0%。其中，税收收入66.23亿元，同比增长5.6%，占一般公共预算收入的82.34%，一般公共预算收入质量较好；财政自给率76.64%，财政自给能力尚可。2019年，泰兴市实现政府性基金收入92.83亿元，同比小幅下降，其中国有土地使用权出让收入92.08亿元。截至2019年底，泰兴市地方政府债务余额220.30亿元，地方债务率为107.96%，债务负担重。

跟踪期内，公司在股东增资和财政补贴等方面持续获得外部支持。2019年9月，泰兴市人民政府以货币形式对公司增资8.00亿元，公司注册资本和实收资本增加至10.00亿元。2019年，公司收到财政补贴1.00亿元，计入“其他收益”科目。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员及董事会、监事会成员发生正常变更。

2020年2月，公司经股东决定，免去沐兴俊、张长友、黄永祥董事职务，委派吴建明、荀杰、朱竹滢为公司新董事，与原董事刘慧、职工代表董事张帆组成新一届董事会，并委派吴建明为董事长。同时，根据董事会决议，免去沐兴俊总经理职务，聘任吴建明为总经理；免去钱萍、徐国章、阎秀华监事职务，委派周翠竹为公司新监事，与原监事鞠建明、职工代表监事余斌组成新一届监事会，同时根据监事会决议，选取周翠竹为监事会主席。截至2020年5月底，公司高管仅董事长兼总经理1人。

吴建明先生，汉族，1969年11月生，江苏省委党校干部函授学院法律专业毕业；历任江苏省泰兴经济开发区管理委员会财务科主办会计、副科长、科长，泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司财务科长；现任公司董事长兼总经理。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；跟踪期内，未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的《企业信用信息报告》（自主查询版，社会统一信用代码：91321283792306904Y），截至2020年6月15日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，跟踪期内，未发现公司有其他不良信用记录。

截至2020年6月16日，未发现公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司股东和法人治理结构发生变更，管理制度未发生重大变化。

跟踪期内，由于股东变更，公司法人治理结构有所调整。公司不设股东会，由中鑫投资行使股东职权，包括决定公司经营方针和投资计划、决定由非职工代表担任的董事和监事、审定董事会和监事会报告、审定公司年度财务预决算和利润分别方案等。公司董事会和监事会的人员设置未发生变化，董事长由股东委派，监事会主席由监事会选举产生，总理由董事会决定聘任或解聘。跟踪期内，公司管理制度未发生重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务仍以基础设施建设和土地一级开发为主，收入规模保持相对稳定，毛利率有所下降。

公司主营业务主要包括政府委托代建的基础设施建设、土地整理开发、安置房开发等。2019年，公司实现主营业务收入6.65亿元，较上年保持相对稳定。其中，公司市政工程建设收入占比50.65%，仍然是最主要的收入来源；土地一级开发同比小幅增长，安置房开发收入同比小幅下降。公司其他业务收入主要包

括标准厂房出租收入、污水处理费收入和景区门票收入等，毛利率相对较高，但对收入和利润的贡献较为有限。

毛利率方面，2019年公司主营业务毛利率为12.01%，较上年下降2.45个百分点。其中，

市政工程建设、一级土地开发和安置房开毛利率均下降至10.43%，主要系增值税计税方式变化所致（以前年度按收入和成本的差额计税，2019年调整为按收入总额计税）。

表3 2018-2019年公司主营业务收入构成（单位：万元、%）

项目	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政工程建设	36015.04	54.09	12.82	33663.04	50.65	10.43
一级土地整理开发	13748.45	20.65	13.04	17475.73	26.29	10.43
安置房开发	13043.18	19.59	12.71	11212.02	16.87	10.43
其他	3774.14	5.67	41.28	4111.24	6.19	35.97
合计	66580.81	100.00	14.46	66462.03	100.00	12.01

注：合计数与单项加总数不一致，系对尾数四舍五入处理所致，下同
资料来源：审计报告

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司仍继续从事黄桥经开区范围内的基础设施建设、土地整理及安置房开发，业务模式未发生明显变化。

公司接受泰兴市政府的委托，从事黄桥经开区范围内的基础设施建设、土地整理开发及安置房开发业务。依据公司与泰兴市人民政府签订的《委托代建协议》，工程款或土地整理款结算按照公司发生的实际投入成本加成15%，计算公司应得的收入。跟踪期内，公司业务模式和会计处理方式未发生变化。公司代建业务的主要业主方为泰兴市黄桥工业园管理委员会（以下简称“黄桥管委会”）和泰兴市江桥投资建设发展有限公司（泰兴市国资办下属企业，以下简称“江桥建设”）。

市政工程建设

2019年，公司市政工程建设实现收入3.37亿元，同比下降6.53%。公司确认收入的项目数量较多，单个项目收入规模较小，以道路建设、污水管网工程和镇区绿化改造工程为主。

截至2019年底，公司在建市政工程项目累计已投资20.89亿元，已确认收入1.03亿元，未来收入仍有一定的持续性。

表4 截至2019年底主要在建市政项目（单位：万元）

项目名称	计划总投资	截至2019年底已投资	截至2019年底已确认收入
北环路	1210.00	2154.09	960.89
古镇街区	12856.00	10219.37	--
黄桥公园	3700.00	43.71	--
江苏省黄桥中学	40000.00	11460.95	7071.29
泰兴市第二人民医院	15300.00	31012.98	1891.83
园区工程	20000.00	11537.11	--

注：泰兴市第二人民医院实际已投资规模超过计划投资规模，主要系项目后期增加了附属配套设施所致
资料来源：公司提供

土地整理开发

2019年，公司实现土地整理开发收入1.74亿元，同比增长27.11%。

截至2019年底，公司正在整理的土地一级开发项目共9个，计划总投资37.00亿元，累计已投资30.41亿元，累计确认收入8.31亿元，未来投资压力尚可。

安置房建设

安置房开发方面，公司主要承担黄桥经开区内的拆迁安置房等保障性住房的建设任务，开发完成后由委托方进行回购。2019年，公司安置房建设业务确认收入1.12亿元，同比下降

14.04%。

表5 公司安置房建设业务确认收入明细(单位:亿元)

年份	项目	确认收入	合计
2018	定慧小区	1.00	1.30
	河滨家园 26-27 号楼	0.31	
2019	定慧小区	0.33	1.12
	河滨家园 26-27 号楼	0.79	

注: 单项金额与合计数不一致系对数据四舍五入处理所致
资料来源: 公司提供

截至 2019 年底, 公司在建安置房项目计划总投资 21.57 亿元, 累计已投资 19.39 亿元, 累计确认收入 8.44 亿元。

回款方面, 2019 年公司市政工程、土地一级开发和安置房建设收到回款合计 6.86 亿元, 其中财政回款 3.55 亿元, 江桥建设回款 2.41 亿元, 来自其他单位的土地整理款合计 0.90 亿元, 2019 年收现质量较有所改善。

3. 未来发展

未来公司的基础设施建设业务仍将按照开发区的发展规划, 以重大项目开发、新城形象提升为重点。2019 年公司拟投资规模在 8.14 亿元以上, 其中 2020 年计划投资 3.49 亿元, 资金来源主要为银行贷款和自有资金。整体看, 公司在建和拟建项目仍有一定的投资压力。

表6 公司主要拟建项目投资计划 (单位: 万元)

项目类别	项目名称	计划总投资	2020 年计划投资
市政工程	三杰新能源标房	3500	1050
	路桥工程	5840	2336
	绿化工程	1630	652
	河道工程	520	208
	老城改造	6330	1532
	新时代文明实践所(大剧院改造)	800	320

土地一级开发	棚区户改造(二布厂)	40920	20000
安置房开发	吴韩五期	6000	2400
	一建地块安置房建设	15900	6360
合计	--	81440	34858

资料来源: 公司提供

除了传统的城市开发业务外, 公司计划拓展经营性收入来源, 发展污水处理、标准厂房运营、文化旅游、建筑施工等业务, 进一步提升盈利能力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年合并财务报告, 亚太(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报告进行了审计, 并出具了标准无保留意见审计结论。

2019 年公司合并范围减少 2 家子公司, 原子公司泰兴市黄桥城市建设有限公司、江苏黄桥文化旅游发展有限公司(以下简称“黄桥文旅”)因划转至江桥建设, 不再纳入公司合并范围。截至 2019 年底, 公司合并范围内子公司共 7 家。由于划出子公司体量较小, 公司财务数据的可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内, 公司资产规模增长较快, 结构上仍以流动资产为主, 其中存货占比较大, 应收外部企业的往来款大幅增长。整体来看, 公司资产流动性较弱, 资产质量一般。

截至 2019 年底, 公司资产总额 130.81 亿元, 较上年底增长 17.43%, 主要来自存货和其他应收款的增加。公司资产结构较上年底保持相对稳定, 仍以流动资产为主, 截至 2019 年底流动资产占比为 95.16%。

表7 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.02	13.48	16.31	12.46
应收账款	7.12	6.40	4.63	3.54
其他应收款	13.53	12.15	32.47	24.82
存货	63.55	57.05	69.62	53.22
流动资产	106.17	95.31	124.48	95.16
长期股权投资	2.22	2.00	2.25	1.72
投资性房地产	1.67	1.50	2.33	1.78
非流动资产	5.22	4.69	6.33	4.84
资产总额	111.39	100.00	130.81	100.00

资料来源: 根据公司审计报告整理

截至2019年底,公司流动资产合计124.48亿元,较上年底增长17.24%,主要系存货和其他应收款增长所致。公司货币资金16.31亿元,主要由6.54亿元银行存款和9.77亿元其他货币资金构成,其他货币资金中使用受限的资金合计5.93亿元(保证金和借款质押),受限资金占比较高。公司应收账款为4.63亿元,较上年底下降34.98%,主要系回收了应收黄桥管委会的工程款所致(回收的部分往来款也冲减了应收账款)。公司应收账款集中度很高,其中对黄桥管委会的应收账款占79.17%,主要为应收项目工程款,账龄在2年以内;对江桥建设的应收账款占15.25%,主要为应收工程款,账龄在1~2年内。截至2019年底,公司未计提应收账款坏账准备。公司其他应收款仍以往来款为主,截至2019年底为32.47亿元,较上年底增长139.91%,主要系对江桥建设的应收股权转让款和往来款大幅增长所致。从集中度来看,公司对江桥建设的往来款占比达到62.72%,账龄在2年以内;其他应收款前五名欠款单位合计占比达85.36%,集中度高。截至2019年底,公司其他应收款底累计计提坏账准备0.17亿元。

表8 2019年底公司其他应收款前五名情况

(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比	账龄
江桥建设	20.47	62.72	2年以内

泰兴市润黄建设有限公司	4.38	13.42	2年以内
黄桥文旅	2.01	6.17	1年以内
泰兴市华诚机电制造有限公司	0.68	2.07	2年以内
远东国际租赁有限公司	0.32	0.98	3年以内
总计	27.86	85.36	--

注: 江桥建设与公司为同一套人马管理; 公司间接持有泰兴市润黄建设有限公司48%的股权; 黄桥文旅系江桥建设子公司
资料来源: 根据公司审计报告整理

截至2019年底,公司存货账面价值69.62亿元,较上年底增长9.55%,主要系项目开发成本增资所致。公司存货仍以开发成本为主,其中工程成本(以市政工程和安置房开发成本为主)和拟开发土地成本(公司购买的土地使用权)分别为66.92亿元和2.69亿元。存货中已抵押的土地使用权合计1.21亿元。截至2019年底,公司未对存货计提存货跌价准备。公司其他流动资产1.14亿元,较上年底下降72.49%,主要系理财产品规模下降所致。

截至2019年底,公司非流动资产6.33亿元,较上年底增长21.20%,主要系投资性房地产增长所致。公司长期股权投资2.25亿元,较上年底增长1.27%,主要系确认投资收益所致。公司投资性房地产2.33亿元,较上年底增长39.40%,主要系购买房产和土地使用权所致,期末累计折旧摊销0.22亿元。公司在建工程0.25亿元,较上年底增长180.32%,主要系对标准厂房五期的新增投资所致。

截至2019年底,公司受限资产合计7.14

亿元，占总资产的 5.46%，包括货币资金 5.92 亿元和存货 1.21 亿元，其中受限存货为开发成本中用于融资抵押的土地使用权。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模持续增长，实收资本大幅增加，所有者权益稳定性尚可。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 45.95 亿元，较上年底增长 16.00%，主要系实收资本增加所致。

截至 2019 年底，经股东增资，公司实收资本增加至 10.00 亿元。公司资本公积 24.17 亿元，较上年底保持相对稳定。公司未分配利润 11.02 亿元，较上年底增长 13.15%。随着部分子公司划出，少数股东权益规模下降至 0。

表9 公司主要所有者权益构成情况

(单位: 亿元、%)

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	2.00	5.05	10.00	21.76
资本公积	24.17	61.03	24.17	52.60
未分配利润	9.74	24.60	11.02	23.99
少数股东权益	3.01	7.59	--	--
所有者权益	39.61	100.00	45.95	100.00

资料来源: 根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司有息债务持续增长，结构上仍以长期债务为主，其中非标融资规模较大，公司整体债务负担有所加重，面临较大的集中兑付压力。

截至 2019 年底，公司负债总额 84.86 亿元，较上年底增长 18.22%，主要系非流动负债增长所致。截至 2019 年底，公司非流动负债占 58.48%，占比较上年底小幅上升。

表10 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	15.52	21.62	14.43	17.01
应付票据	4.70	6.55	4.06	4.78
其他应付款	5.01	6.98	10.27	12.10
一年内到期的非流动负债	3.42	4.77	4.73	5.57
流动负债	30.80	42.91	35.24	41.52
长期借款	22.68	31.59	25.90	30.52
应付债券	15.10	21.03	17.49	20.61
长期应付款	3.03	4.23	6.06	7.14
非流动负债	40.98	57.09	49.63	58.48
负债总额	71.78	100.00	84.86	100.00

资料来源: 根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司流动负债 35.24 亿元，较上年底增长 14.40%，主要系其他应付款大幅增长所致。公司短期借款 14.43 亿元，主要由 13.02 亿元保证借款和 1.42 亿元质押借款构成。公司应付票据 4.06 亿元，均为银行承兑汇票，公司已在承兑行开具全额保证金存单。公司应付账款 0.93 亿元，较上年底下降 38.35%，以应付工程款为主。公司其他应付款 10.27 亿元，较上年底增长 104.92%，全部为往来款及借款。从账龄来看，1

年以内的占 59.99%，1~2 年的占 20.24%，2~3 年的占 7.83%，3 年以上的占 11.94%，平均账龄较短。从集中度看，公司对前五大欠款方的其他应付款占比合计 44.30%，集中度一般。公司一年内到期的非流动负债 4.73 亿元，其中一年内到期的长期借款和长期应付款分别为 3.25 亿元和 1.48 亿元。

表 11 2019 年底公司其他应付款前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位	金额	占比
泰兴市祥元贸易有限公司	1.50	33.05
泰兴市兴黄物业管理有限公司	0.95	20.82
泰兴市兴黄污水处理有限公司	0.84	18.34
泰兴市黄桥市政工程公司	0.74	16.25
泰兴市黄桥公园经营管理有限公司	0.53	11.56
合计	4.55	44.30

资料来源: 根据公司审计报告整理

截至 2019 年底, 公司非流动负债为 49.63 亿元, 较上年底增长 21.09%。公司长期借款 25.90 亿元, 较上年底增长 14.21%, 主要为保证借款和抵押借款。公司应付债券 17.49 亿元, 较上年底增长 15.87%, 系新发行债权融资计划和定向债务融资工具(截至 2019 年底非标融资合计 13.54 亿元)所致。公司长期应付款 6.06 亿元, 全部为融资租赁款。

有息债务方面, 考虑长期应付款中的有息部分, 2019 年底公司调整后全部债务为 72.68 亿元, 较上年底增长 12.75%。其中, 短期债务和调整后长期债务分别占 31.95% 和 68.05%, 长期债务占比有所上升。随着实收资本的增长, 2019 年底, 公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率较上年底保持相对稳定, 分别为 64.88% 和 61.27%; 调整后长期债务资本化比率较上年底小幅上升至 51.84%。

从集中兑付压力来看, 2020—2022 年, 公司需偿还的有息债务分别为 18.75 亿元(不含应付票据)、25.12 亿元和 6.36 亿元, 2020 年和 2021 年公司面临较大的集中兑付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内, 公司营业收入保持相对稳定, 期间费用控制能力较好。公司利润总额对政府补贴依赖程度较大, 整体盈利能力尚可。

2019 年, 公司实现营业收入 6.68 亿元, 较上年保持相对稳定。同期, 公司营业成本为 5.86 亿元, 同比小幅增长 2.70%; 营业利润率为 11.10%, 同比下降 2.55 个百分点。

2019 年, 公司期间费用 0.18 亿元, 仍以管理费

用为主。公司管理费用 0.21 亿元, 同比增长 41.83%, 主要系职工工资和资产评估费增长所致。同期, 公司财务费用仍然为负, 主要系公司将大部分利息费用资本化处理所致。2019 年, 公司期间费用占营业收入的比重为 2.70%, 较上年上升 1.19 个百分点, 公司期间费用控制能力较好。

2019 年, 公司确认资产减值损失 0.09 亿元, 主要系对其他应付款计提坏账准备所致; 确认投资收益 0.03 亿元, 主要来自长期股权投资; 获得政府补助 1.00 亿元, 计入“其他收益”科目; 实现利润总额 1.48 亿元, 同比下降 27.64%, 主要系营业利润率下降、资产减值损失增长以及政府补助减少所致。整体看, 公司利润总额对政府补助的依赖性仍然较大。

盈利指标方面, 受有息债务规模增长、利润规模下降的影响, 2019 年公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降, 分别为 1.21% 和 2.93%。公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流分析

跟踪期内, 受往来款规模增长影响, 公司经营现金流规模大幅增长, 收支相对平衡; 投资现金流规模仍然较小; 筹资活动前现金流缺口大幅减小, 筹资活动现金流净额大幅下降。

2019 年, 公司经营活动现金流入 60.39 亿元, 其中销售商品、提供劳务收到的现金为 6.92 亿元, 较上年增长 17.74%; 收到其他与经营活动有关的现金为 53.46 亿元, 较上年大幅增长 241.94%, 主要系往来款流入规模增长所致(包含股东增资款 8.00 亿元)。2019 年, 公司经营活动现金流出为 60.39 亿元, 其中购买商品、接受劳务支付的现金 10.53 亿元, 同比小幅下降 2.68%; 支付其他与经营活动有关的现金 49.51 亿元, 同比增长 144.05%, 主要系往来款流出规模增长所致。2019 年, 公司现金收入比为 103.63%, 同比上升 15.67 个百分点, 收现质量有所改善。整体看, 公司代建业务支出规模仍大于回款规模, 但受到往来款净流入的影响, 公司经营活动现金流由大额净流出变为小额净流入, 2019 年收支相对平衡。

从投资活动来看, 2019 年, 公司投资活动现金流入 2.62 亿元, 主要为收回理财产品投资收到

的现金；投资活动现金流出主要为公司投资支付的现金 1.40 亿元，系购买结构性理财产品产生的现金支出。2019 年，公司投资活动现金流净额 0.63 亿元，由净流出变为净流入。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 45.04 亿元，主要为取得借款收到的现金，外部融资保持较大力度。同期，公司筹资活动现金流出量为 41.63 亿元，同比增长 37.31%，主要系偿还债务支付的现金大幅增长所致。公司收到其他与筹资活动有关的现金 3.47 亿元，支付其他与筹资活动有关的现金 8.86 亿元，主要为票据保证金和存单质押业务产生的现金收支。2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 3.41 亿元，同比下降 70.02%。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力弱，EBITDA 对有息债务的保障能力弱，对外担保规模较大。考虑到公司在股东增资以及财政补助等方面得到的外部支持，公司偿债能力很强。

从短期偿债能力来看，2019 年，公司流动比率和速动比率分别为 353.25% 和 155.68%，较上年均小幅上升，速动资产对流动负债的保障能力尚可。截至 2019 年底，公司非受限货币资金合计 10.39 亿元，仅相当于短期债务的 0.45 倍，对短期债务保障能力弱。总体来看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力来看，2019 年，公司 EBITDA 为 1.65 亿元，同比下降 24.27%，利润总额对 EBITDA 的贡献高。同期，公司调整后全部债务/EBITDA 为 44.11 倍，EBITDA 利息倍数为 0.32 倍，EBITDA 对有息债务的保障能力弱。

截至 2019 年底，公司银行授信总额度为 40.08 亿元，已使用额度为 32.78 亿元，尚未使用的额度为 7.20 亿元，公司融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 15.01 亿元，担保比率为 32.67%，担保比率较高，且均无反担保措施。被担保单位包含部分民营企业，目前经营情况正常。整体看，公司面临一定的或有负债风险。

表 12 截至 2019 年底公司对外担保情况

(单位：万元)

被担保公司名称	担保金额	被担保单位性质
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	61000	国有企业
泰兴市智光环保科技有限公司	25010	国有企业
泰兴市智光贸易有限公司	22630	国有企业
泰兴市城东绿化工程有限公司	10500	国有企业
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	8400	国有企业
泰兴市黄桥城市建设有限公司	7300	国有企业
江苏省黄桥中学	4600	事业单位
泰兴市黄桥市政工程公司	3700	国有企业
泰兴市第二人民医院	3300	事业单位
江苏清源活性炭有限公司	3000	国有企业
泰兴市黄桥公园经营管理有限公司	500	国有企业
江苏炳凯富汽车零部件制造有限公司	150	民营企业
合计	150090	--

资料来源：公司提供

考虑到公司在股东增资以及财政补助等方面得到的外部支持，公司整体偿债风险很低。

7. 母公司财务概况

母公司资产和权益占合并口径的比例较高，而承担的有息债务比例较低。母公司作为主营业务的重要经营主体，对收入和利润的贡献较大。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 87.02 亿元，其中流动资产占总资产的 75.88%，非流动资产占 24.12%。母公司流动资产以存货和其他应收款为主。截至 2019 年底，母公司货币资金 2.79 亿元，占合并口径货币资金的比重较小；存货 38.64 亿元，占合并口径的比重较大。母公司非流动资产主要为长期股权投资，截至 2019 年底为 20.98 亿元。截至 2019 年底，母公司资产总额占合并报表资产总额的 66.52%，占比较高。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 35.36 亿元，较上年底增长 16.17%，主要系实收资本增长所致。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，稳定性尚可。

截至 2019 年底，母公司负债总额为 51.66 亿元，较上年底增长 49.62%。从结构上看，流动负债占 89.02%，以其他应付款为主；非流动负债占 10.98%，以应付债券和长期应付款为主。截至 2019 年底，母公司全部债务占合并口径的 5.17%，母

公司承担的有息债务相对较少。

2019年，母公司实现营业收入4.22亿元，主要为项目代建收入；利润总额0.76亿元，以经营利润和政府补助为主。作为公司主营业务的重要经营主体，母公司对合并口径收入和利润的贡献较大。

现金流方面，2018年，母公司经营性现金流由净流出变为净流入，主要系收到其他与经营活动有关的现金大幅增长所致。同期，母公司投资活动现金流净额-15.49亿元，系投资支付的现金规模较大所致；筹资活动现金流净额为-1.79亿。

九、存续期内债券偿债能力分析

截至2019年底，公司存续债券余额4.00亿元，存续债券的短期兑付压力小，未来偿债压力集中较低。

截至2019年底，公司无一年内到期兑付债券，2021—2025年“18泰兴兴黄债01/18泰兴黄”每年需偿还本金0.80亿元。截至2019年底，公司非受限现金类资产合计10.39亿元；2019年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为60.39亿元、17.36万元和1.65亿元，对公司存续债券保障情况如下表。

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2019年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	0.80
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	75.49
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.0022
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.06

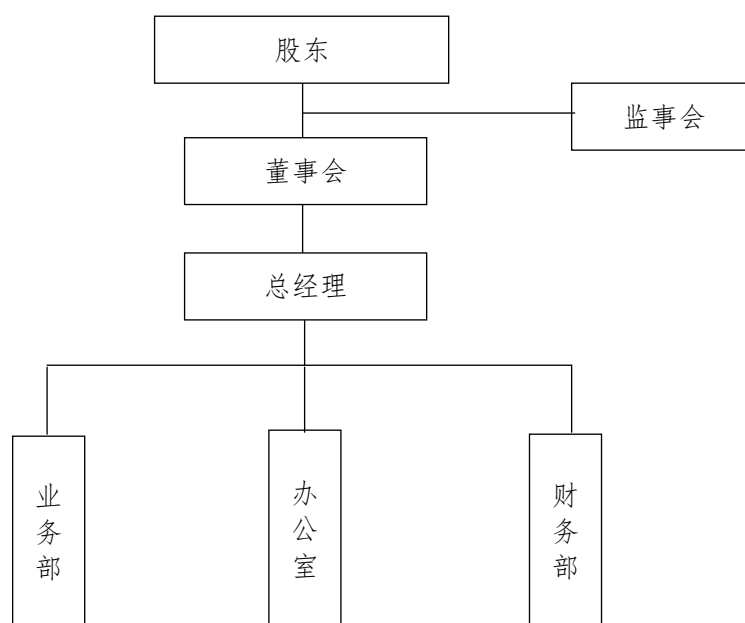
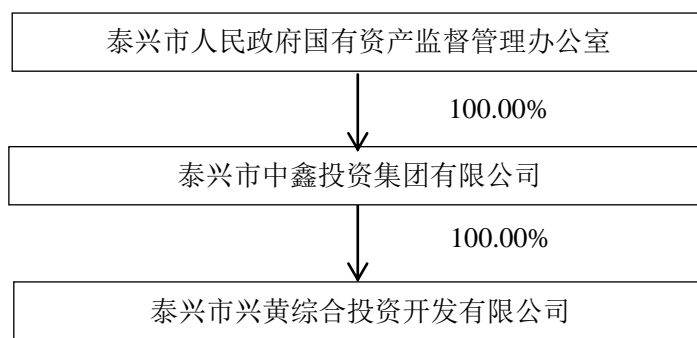
资料来源：联合资信整理

总体看，公司存续债券的短期兑付压力小，未来偿债压力集中较低，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障程度好。考虑到公司存续的定向债务融资工具规模较大，未来债券类融资工具的偿债压力大于上表测算值。

十、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，并维持“18泰兴兴黄债01/18泰兴黄”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权及组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司主要子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
泰兴市永丰旅游发展有限公司	泰兴市	旅游项目, 文化产业开发, 旅游景区管理	100.00	--	投资设立
江苏黄桥污水处理有限公司	泰兴市	污水处理	100.00	--	划转
江苏黄桥乐器文化产业园投资发展有限公司	泰兴市	乐器投资开发、乐器生产销售	100.00	--	投资设立
泰兴市兴业标房建设有限公司	泰兴市	标准厂房建设、经营、管理	100.00	--	投资设立
泰兴市润黄物流运输服务有限公司	泰兴市	人力装卸搬运服务, 一般货物仓储	100.00	--	投资设立
泰兴市黄桥城中村建设有限公司	泰兴市	小城镇建设, 市政工程建设	100.00	--	划转
泰兴市黄桥投资发展有限公司	泰兴市	基础设施投资开发	100.00	--	划转

资料来源: 公司提供

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	9.35	15.02	16.31
资产总额(亿元)	88.13	111.39	130.81
所有者权益(亿元)	34.37	39.61	45.95
短期债务(亿元)	12.17	23.65	23.22
长期债务(亿元)	22.93	37.78	43.39
调整后长期债务(亿元)	26.60	40.81	49.45
全部债务(亿元)	35.10	61.42	66.62
调整后全部债务(亿元)	38.78	64.46	72.68
营业收入(亿元)	5.35	6.69	6.68
利润总额(亿元)	1.73	2.05	1.48
EBITDA(亿元)	1.84	2.18	1.65
经营性净现金流(亿元)	-6.98	-10.19	0.00
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.80	0.98	1.14
存货周转次数(次)	0.09	0.10	0.09
总资产周转次数(次)	0.06	0.07	0.06
现金收入比(%)	110.88	87.97	103.63
营业利润率(%)	12.15	13.65	11.10
总资本收益率(%)	2.26	1.81	1.21
净资产收益率(%)	4.54	4.61	2.93
长期债务资本化比率(%)	40.02	48.82	48.57
调整后长期债务资本化比率(%)	43.63	50.75	51.84
全部债务资本化比率(%)	50.53	60.79	59.18
调整后全部债务资本化比率(%)	53.01	61.94	61.27
资产负债率(%)	61.00	64.44	64.88
流动比率(%)	302.72	344.69	353.25
速动比率(%)	98.90	138.36	155.68
经营现金流动负债比(%)	-25.87	-33.07	0.00
现金短期债务比(倍)	0.77	0.64	0.70
全部债务/EBITDA(倍)	19.03	28.23	40.43
调整后全部债务/EBITDA(倍)	21.02	29.62	44.11
EBITDA 利息倍数(倍)	0.38	0.45	0.32

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息债务；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.42	3.04	2.79
资产总额(亿元)	63.65	64.97	87.02
所有者权益(亿元)	28.25	30.44	35.36
短期债务(亿元)	2.24	0.94	0.79
长期债务(亿元)	0.24	4.45	4.65
全部债务(亿元)	2.48	5.39	5.44
营业收入(亿元)	3.08	2.90	4.22
利润总额(亿元)	0.74	0.89	0.76
EBITDA(亿元)	0.74	0.89	0.76
经营性净现金流(亿元)	1.44	-2.27	17.03
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.96	1.46	4.47
存货周转次数(次)	0.09	0.08	0.10
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.06
现金收入比(%)	181.39	108.20	103.00
营业利润率(%)	12.20	12.17	9.86
总资本收益率(%)	2.08	2.22	1.60
净资产收益率(%)	2.27	2.62	1.84
长期债务资本化比率(%)	0.84	12.76	11.63
全部债务资本化比率(%)	8.07	15.05	13.33
资产负债率(%)	55.62	53.15	59.37
流动比率(%)	148.75	184.89	143.57
速动比率(%)	52.50	61.47	59.55
经营现金流流动负债比(%)	4.32	-8.03	37.02
现金短期债务比(倍)	1.97	3.23	3.55
全部债务/EBITDA(倍)	3.37	6.03	7.20
EBITDA 利息倍数(倍)	0.25	0.45	0.75

附件 4 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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
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	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变