

联合[2018] 3408 号

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十二月二十八日

2019 年第一期泰州凤城河建设发展有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

本期债券信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期债券发行规模: 4.00 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 在债券存续期的第 3~7 个计息年度每年偿付 20% 的债券本金

募集资金用途: 用于项目建设及补充营运资金

评级时间: 2018 年 12 月 28 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	14.44	14.90	18.42
资产总额(亿元)	128.06	142.83	230.55
所有者权益(亿元)	71.60	74.92	110.32
短期债务(亿元)	17.71	23.01	11.00
长期债务(亿元)	33.30	39.84	76.51
全部债务(亿元)	51.01	62.85	87.51
营业收入(亿元)	9.26	9.31	10.63
利润总额(亿元)	3.28	3.28	6.08
EBITDA(亿元)	3.29	3.39	6.12
经营性净现金流(亿元)	0.04	1.12	-15.44
应收类款项/资产总额(%)	13.36	20.27	46.22
营业利润率(%)	10.91	11.52	34.25
净资本收益率(%)	4.30	4.17	4.78
资产负债率(%)	44.09	47.55	52.15
全部债务资本化比率(%)	41.60	45.62	44.23
流动比率(%)	388.70	491.58	469.77
经营现金流动负债比(%)	0.18	4.03	-45.70
全部债务/EBITDA(倍)	15.53	18.56	14.31

分析师

张婷婷 朱煜

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

评级观点

泰州凤城河建设发展有限公司(以下简称“公司”)作为泰州市旅游基础设施建设主体,近年来在资本注入、财政补贴和专项款方面获得有力的外部支持;公司营业收入和利润水平不断增长,资产规模快速提升。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司利润总额对政府补贴依赖性、有息债务规模快速增加、资产流动性弱等因素给公司信用水平带来的不利影响。

目前,公司承建的泰州市级重点项目已开工建设,随着未来公司业务范围的拓展,公司经营收入有望增长。伴随泰州市经济实力不断增强,公司有望持续获得泰州市政府的支持,有助于提升公司的整体偿债能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期债券到期不能偿还的风险很低,安全性很高。

优势

1. 近三年泰州市经济稳定增长,2017 年增速居江苏省首位,为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司在资本注入、财政补贴及专项款方面得到了有力的外部支持。
3. 近年来公司营业收入和利润水平不断增长;资产规模快速提升。
4. 2017 年,公司的业务范围由凤城河景区扩大到泰州市,公司成为泰州市文化旅游基础设施建设的重要主体,并参与泰州市重大项目建设。

关注

1. 公司应收账款及其他应收款主要系应收泰州市旅游局款项，2017 年大幅增长，对公司资金形成占用，资产流动性弱。
2. 公司资产中评估增值部分占比高，资产质量一般。
3. 公司有息债务规模快速增长，债务负担有所加重。
4. 公司利润总额对政府补贴依赖性强，盈利能力弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由泰州凤城河建设发展有限公司(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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

2019 年第一期泰州凤城河建设发展有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

泰州凤城河建设发展有限公司（以下简称“公司”）是由泰州市凤城河风景区投资管理中心（以下简称“管理中心”）于 2007 年 6 月 18 日投资成立的国有独资有限责任公司。管理中心为隶属于泰州市凤城河风景区管理委员会（以下简称“凤城河管委会”）的事业单位，凤城河管委会是泰州市政府负责凤城河风景区开发建设和管理的常设办事机构。公司初始注册资本为 3000 万元，后经历多次增资，公司实收资本增至 27.88 亿元。2017 年 9 月，泰州市人民政府同意公司股东变更为泰州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泰州市国资委”）。2018 年 2 月 23 日，泰州市国资委同意将公司注册资本金增至 57.88 亿元，增资款已于 2018 年 9 月底前全部到位。截至 2018 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 57.88 亿元。

公司经营范围：资产经营运作、建设工程管理服务、旅游项目经营管理服务、物业管理、房地产中介服务（不含评估）。（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）。

截至 2018 年 9 月底，公司内设行政办公室、投资发展部、财务部、规划建设部和企划部等 8 个职能部门；公司合并范围内子公司 7 家。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 230.55 亿元，所有者权益 110.32 亿元（其中少数股东权益 0.03 亿元）；2017 年公司实现营业收入 10.63 亿元，利润总额 6.08 亿元。

公司注册地址：泰州市东南园 10 号；法定代表人：马文宁。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

据《国家发展改革委关于江苏省泰州凤城河建设发展有限公司发行公司债券核准的批复》（发改企业债券【2017】111 号），公司已获准发行期限 7 年，规模不超过 19 亿元的公司债券。根据债券市场情况及公司资金需求，公司采用分期发行模式，已发行 2017 年第一期公司债券，规模 5.00 亿元；发行 2018 年第一期公司债券，规模 10.00 亿元，由江苏省信用再担保集团有限公司提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保；本次拟发行 2019 年第一期公司债券（以下简称“本期债券”），规模 4.00 亿元，期限 7 年。本期债券采用固定利率，按年付息。在债券存续期的第 3~7 个计息年度每年按照债券发行总额 20% 的比例偿还本金。

2. 募集资金用途

本期债券筹集资金中 2.40 亿用于泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目（不含旅游配套酒店建设方案¹，以下简称“募投项目”）、1.60 亿元用于补充营运资金。

3. 本期债券募投项目概况

募投项目建设概况

募投项目位于泰州市凤城河沿岸，旨在美化凤城河及其沿岸景区形象，完善景区旅游配套设施，推进景区进一步的建设和发展。募投项目总投资 20.58 亿元，（由于募集资金不用于配套酒店投资，扣除配套酒店后投资总额为 16.45 亿元），于 2016 年 10 月开始建设，原

¹ 项目可行性研究报告包含两个方案，考虑到公司国有独资的性质，方案一中项目建设中的旅游配套可能交由其他专业公司经营管理，方案二为本期债券募投项目，不包含该部分的投资及收益。

计划于 2018 年 10 月全部建成，由于企业债分期发行，资金尚未全部到位，实际完工时间延后；2018 年 9 月底，已投资 13.01 亿元。募投项目主要建设内容为两个部分：

(1) 环境整治及生态修复工程

募投项目拟对凤城河部分河段进行整治，需整治的河段总长度为 4900 米，募投项目需清淤土 1078000 立方米，驳岸 7400 米；改造给水、雨水、污水、通讯和供电管网共计 204000 米；改造募投项目区域内的绿化面积 388400 平方米；新建沿岸慢行系统 46900 平方米；完善凤城河沿岸的景观小品和亮化工程。同时，募投项目在建设过程中，需有偿征收 154 户沿岸居民房屋，征收房屋面积共计 11401 平方米。房屋征收完成后，其土地主要用于慢行系统的建设工程以及景区内停车场的改扩建工程。

(2) 景区功能完善及提升工程

工程将完善“水上巴士”航线，总航程由 3.5 公里增加至 11.12 公里，新增水上巴士 10 艘，新建停靠码头 5 处；新增观光画舫 10 艘，休闲游艇 20 艘；按照国家 5A 级景区标准，对景区范围内的 11 处停车场进行改扩建工程，停车场改扩建面积共计 82300 平方米，设置机动车车位 2010 个，设置电动车充电桩 600 个；改造景区内 18 座景观桥；实施柳敬亭公园完善工程，改造面积约 4500 平方米；新建三处演艺展台，三处展台分别设有座位 160 个，共有座位 480 个；在西凤城河沿岸新建旅游商业街一条，商业街规划用地面积 30000 平方米（约 45 亩），建筑面积 46200 平方米。

募投项目批复情况

募投项目已取得批复如下：

表 1 本期债券募投项目批复情况

批复文件名称	文件号	批复单位	批复日期
《关于对泰州凤城河建设发展有限公司泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目环境影响报告书的批复》	（泰环审【2016】18号）	泰州市环境保护局	2016 年 6 月 22 日
《关于泰州古城河生态修复及旅游功能提	泰发改能备【2016】第 8	泰州市发展和改革委员会	2016 年 7 月 8 日

升项目节能登记表备案的通知》	号	委员	
《关于古城河生态修复及旅游功能提升项目规划方案审核意见（选址意见）》	（泰规函【2016】30号）	泰州市规划局	2016 年 7 月 26 日
《关于古城河生态修复及旅游功能提升项目用地预审意见的函》	泰国土资函【2016】86号	泰州市国土资源局	2016 年 8 月 22 日
《关于泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目可行性研究报告的批复》	泰发改发【2016】271号	泰州市发展和改革委员会	2016 年 9 月 6 日

资料来源：公司提供

经济效益及社会效益

本期债券偿债资金来源于公司自身营运资金以及募投项目预期收入。募投项目建成后将以各类游船收入、门票收入、停车场收入、商业街房屋销售收入及物业管理收入等方式获得投资收益。如本期债券如期发行，债券存续期内，募投项目共计可得各类收入 313215.5 万元，扣减自营募投项目的经营成本及各类税金支出，共计可得还款资金 234428.57 万元（不含建设期）。募投项目的建设将有利于改善泰州市老城区的生态面貌，促进土地资源的开发利用，提高凤城河风景区旅游资源利用效率，促进泰州旅游业的发展。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年我国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅

改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1~6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1~6 月，我国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），

但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月，我国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力

度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018 年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在 6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台

负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领

域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境

以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长

的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分

离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大

4. 区域经济概况

近年来泰州市经济迅速发展、产业结构日趋合理，为区域内相关产业的发展提供了有力支撑。

公司是泰州市从事旅游市政基础设施建设的重要主体，泰州市的经济水平对公司发展影响较大。

根据《2015~2017年泰州市国民经济和社会发展统计公报》，近三年泰州市全年实现地区生产总值分别为3655.53亿元、4101.8亿元和4744.53亿元，其中2017年同比增长8.2%，增速居全省首位。2017年，泰州市第一产业增加值264.08亿元，增长2.8%；第二产业增加值2238.13亿元，增长7.3%；第三产业增加值2242.32亿元，增长10.0%。2017年，泰州市三次产业结构调整调整为5.6:47.1:47.3。按常住人口计算，2017年，泰州市人均地区生产总值为102058元，增长8.1%。2017年，泰州市三大战略性新兴产业产值增长16.1%，其中生物制药及高性能医疗器械产值增长18.4%，高端船舶及海工装备产值增长3.9%，新能源和节能环保产值增长25.5%。

2017年，泰州市规模以上工业增加值增长9.3%，规模以上工业总产值增长17.9%。分轻重工业看，轻工业产值增长19.1%，重工业产值增长17.5%。2017年，泰州市完成固定资产投资3623.33亿元，增长14.5%。其中一产投资5.50亿元，下降19.6%；二产投资2310.71亿元，增长17.7%；三产投资1307.12亿元，增长9.4%。

2018年前三季度，泰州市经济平稳运行，实现地区生产总值3652.91亿元，增长6.5%，增速较上半年回落0.8个百分点。其中，第一产业实现增加值130.69亿元，增长2.6%；第二产业实现增加值1881.56亿元，增长6.5%；第三产业

实现增加值1640.66亿元，增长6.7%。泰州市实现社会消费品零售总额956.14亿元，同比增长7.8%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年9月底，公司注册资本和实收资本均为57.88亿元。泰州市国资委持有公司全部股权，为公司股东及实际控制人。

2. 企业规模与竞争优势

公司作为泰州市旅游文化类基础设施建设主体，在泰州市具有一定的业务专营优势。2017年，凤城河管委会撤销以后，公司股东由凤城河管委会变更为泰州市国资委，并与泰州市旅游局重新签订代建协议、与兴化市（隶属于泰州市）财政局签署战略合作协议，公司业务范围由凤城河景区拓展到全市范围，公司业务竞争力得到进一步提升。

3. 人员素质

公司高管人员具有丰富的管理经验，公司员工以中青年为主，文化素质较高，基本能够满足公司业务经营需求。

公司现有主要高级管理人员2人，包括董事长1人和总经理1人。

张涛先生，1970年10月出生，中共党员。历任泰县（姜堰市）地方工业公司办事员，泰州市外经委工作人员、办公室主任助理，泰州经济开发区管委会办公室副主任，泰州经济开发区滨江工业园办事处副主任，泰州经济开发区管委会规划局局长、建设局局长，泰州市周山河街区管委会主任助理、副主任、工委委员。2013年起，任泰州市旅游局局长、党组书记。2017年10月起任公司董事长。

马文宁先生，1967年8月出生。曾就职于泰州市市政工程管理处、泰州市建委城建科。历任泰州市城市基础设施公司副总经理、泰洁排水公司经理。2010年10月起任泰州市城市

基础设施建设发展有限公司总经理，2017 年 11 月至今任公司法定代表人、总经理、董事。

截至 2018 年 9 月底，公司共有在职员工 75 人。从文化程度来看，本科及以上学历人员占 40.00%，其余为大专学历；从年龄分布来看，50 岁以上人员占 20.00%、30~50 岁人员占 53.33%、30 岁以下人员占 26.67%。

4. 外部支持

近年来，泰州市财政实力日益增强，财政支出弹性较好，自给率较高，为公司的发展提供了良好的外部条件。

2015~2017 年，泰州市地方一般预算收入逐年增长，分别为 316.56 亿元、321.18 亿元和 343.97 亿元；2017 年，泰州市国有土地使用权出让收入 175.41 亿元，同比增长 6.98%。2017 年，泰州市一般公共预算支出 467.79 亿元，同比增长 4.2%。其中公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出、医疗卫生与计划生育支出合计 195.36 亿元，占一般公共预算支出的 41.76%，财政支出弹性较好。泰州市财政自给率为 73.53%，较上年的 71.54%有所提高。截至 2017 年底，泰州市本级地方政府一般债务余额 89.46 亿元，占当年地方政府一般债务余额限额的 84.87%。

2018 年 1~9 月，泰州市完成一般预算收入 277.48 亿元，同比增长 9.0%。

公司自成立以来得到泰州市政府与股东在资本注入、政府补贴和专项款等方面的大力支持。

(1) 资本注入

资本金方面，2018 年 2 月 23 日，泰州市国资委同意将公司注册资本金增至 57.88 亿元，增资款已于 2018 年 9 月底前全部到位。2018 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 57.88 亿元。

资金注入方面，2015 年，凤城河管委会拨入购入土地款 10.65 亿元，将凤凰花园南侧土地返还款 5.19 亿元计入公司“资本公积”科目。

2016 年，凤城河管委会拨入购入土地款 0.18 亿元。

(2) 专项款

2015 年，公司获得旅游发展资金 530 万元、2015 年度省级保障性住房建设引导资金 146 万元、中央财政城镇保障性安居工程专项资金 820 万元及泰州市区省级旅游业发展专项引导资金-凤城河景区 wifi 覆盖 3 万元。2016 年，公司获得省名牌产品（企业）奖励和孵化补贴共 8.6 万元。2017 年，公司获得泰州南山寺文化包装资金 278.97 万元，旅游项目专项基金 314.17 万元。

(3) 补贴性收入

2015~2017 年，公司分别收到泰州市政府补贴金额分别为 2.50 亿元、2.68 亿元和 3.01 亿元。

5. 企业信用记录

因银行系统及操作问题，公司已结清信贷记录中存在两笔欠息，除此之外，公司信贷履约情况良好。

根据《企业信用报告（银行版）》，（机构信用代码：G1032120200141970C），截至 2018 年 12 月 4 日，公司共有 2 笔欠息记录。第一笔欠息日期为 2014 年 9 月 22 日，金额为 159.03 万元，根据中国银行股份有限公司泰州海陵支行出具的说明，该笔欠息系经办客户经理疏忽，在系统维护时未将自动扣款帐号录入完整，造成付息日未扣款，后续已完成扣款。第二笔欠息日期为 2017 年 1 月 21 日，金额为 429.78 万元，该笔欠息主要系结息日为周六，银行网点对公业务不开，无法手工扣款，导致企业付息不成功，次日银行正常营业，企业成功付息，中国建设银行股份有限公司泰州海陵支行已出具书面说明。除此之外公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，信贷履约情况良好。

截至报告出具日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了适合公司情况的法人治理结构，日常运营按照章程执行。

根据《公司法》和相关法律、法规，公司制定了《公司章程》。根据章程，公司不设股东会，出资人决定公司的经营方针和投资计划；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；决定公司合并、分立、变更公司形式、解散、清算、增加或者减少注册资本。

公司设董事会，董事会是公司的经营决策机构，对出资人负责。董事会由 4 名董事组成，包括 1 名职工代表。董事会成员由公司出资人委派产生，但是职工代表由职工大会（或职工代表大会）民主选举产生或更换。董事每届任期为三年，任期届满经委派或选举可连任，董事会设董事长 1 名，由出资人从董事会成员中制定或者罢免，也可由董事会选举产生或罢免。董事会由董事长召集和主持，会议应有过半数的董事出席方可举行；董事会作出决议，须经全体董事的过半数通过。董事会执行出资人的决定；根据总经理的提名决定聘任或者解聘公司副总经理及财务负责人，决定其报酬事项。

公司设监事会，成员 5 名，由出资人委派或更换，但监事会成员中的职工代表由公司职工大会（或职工代表大会）选举产生或更换，任期三年，董事、高级管理人员不得兼任监事。每届监事会的职工代表比例由出资人决定，但不得低于监事人数的三分之一（实际任命 2 人）。监事会主席由出资人在监事中指定或罢免。监事对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者出资人决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正。

公司设总经理，由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；制定公司的具体规章；决定聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的负责管理人员。

公司上述人员已经全部到位。

2. 管理水平

公司建立了较完善的管理制度和管理机制，可满足公司日常管理需要。

从内部管理来看，公司设人力资源部、党委办公室、行政办公室、投资发展部、规划建设部、企划部、财务部和质量与成本控制中心 8 个职能部门，并根据自身特点建立了相应的管理体系。

财务管理控制方面，公司按照国家有关会计法律法规的规定，建立了较为完善的财务管理制度，公司按照程序对管理费用以及开发建设费用等进行严格的内部审批，并规定了相应的审批权限，实施有效控制管理。

资金监管方面，公司设资金监管部，负责对公司投资项目的资金使用情况的监管。委派资金监管员跟踪实施的搬迁项目，负责对政府投资的搬迁项目资金使用情况的监管。将支出的拆迁资金与拆迁协议逐笔核对，根据审核情况及现场需求情况核拨拆迁资金，确保国有资金的安全使用。加强拆迁安置房资金的核对。对拆迁现场安置房留置资金与开发公司进宅抵扣款逐笔进行核对，保证公司准确与开发单位结算安置房建设使用的资金。负责政府投资项目资金决算送审工作。对已完工的拆迁、工程项目及时送审计机构审计，审计结果作为该项目的最终财务结算依据。收集整理政府投资项目的资料，按规范要求立档归宗。负责与劳动局签订失保资金缓交协议。负责与村签订征地资金借款协议。完成领导交办的其他工作任务。

工程管理方面，公司设工程管理部，主要负责公司工程进度款的对外拨付工作。及时与

具体负责基础工程建设（划红线、招投标、合同的签订、项目完工后的送审等）具体事项的住建局项目部沟通对接，参与项目红线的划定，调阅基础工程建设项目的协议合同，了解付款方式及付款进度，掌握第一手资料。编制基础工程付款进度表，统计工程已付款金额，各协议单位需付款金额，做到准确掌握序时进度与付款进度，并准确地为领导提供基础数据。根据区审计局的建议，工程项目在未审计前应付款控制在 70%以内，审计结束的项目以审计报告为准按合同序时付款。基础工程项目送审期间，参与实际丈量、钻探的见证等。规范工作流程，付款时由区住建局出具“基础工程用款申请单”，经工程管理部审核签字，公司分管领导和公司主要负责同志签字、报管委会分管主任审批后付款。保证资金的安全和工程的进度，确保投资资金发挥最大效能。

资产管理方面，公司设资产部，资产部根据公司的工作目标，认真负责地对公司所属资产进行调研分析，为领导提供决策依据。负责公司资产的接收、建档、正常使用、维护保养、租赁，确保公司资产不受损、不流失。掌握房地产权证办理程序，负责依据国家法律法规做好公司房地产权证的变更、申领工作。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司营业收入稳步增长，但委托代建收入呈下降趋势，毛利率稳定；旅游和租赁收入快速增长，盈利能力强；2017 年以来公司新增项目管理服务费收入。

2015~2017 年，公司营业收入稳步增长，2017 年为 10.63 亿元。从收入构成来看，公司委托代建收入占比最高，但呈下降趋势。2017 年，公司新增项目管理服务费收入 1.43 亿元，占当年营业收入的比重为 13.46%。近三年，旅游服务和房屋租赁收入增长较快，但占营业收入的比重较小。

2015~2017 年，公司综合毛利率快速增长。其中，根据签订的 12%成本加成协议，公司基础设施委托代建业务毛利率保持稳定，为 10.71%；公司房屋租赁业务毛利率波动较大，2017 年有所提高；旅游服务业务毛利率维持在较高水平，2017 年为 83.34%，该板块盈利能力强；项目管理付费业务为 2017 年新增，毛利率水平高。

表 3 2015~2017 年公司营业收入构成及毛利率（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建收入	88882.31	95.97	10.71	87986.63	94.52	10.71	72154.62	67.89	10.71
房屋租赁	1224.53	1.32	-2.09	1066.68	1.15	-33.51	8258.86	7.77	78.83
旅游服务	2362.16	2.55	61.50	4028.23	4.33	53.66	11548.56	10.87	83.34
项目管理服务费	--	--	--	--	--	--	14309.88	13.46	99.28
其他	148.10	0.16	93.56	10.88	0.01	65.42	6.50	0.01	100.00
合计	92617.10	100.00	11.97	93092.42	100.00	12.07	106278.43	100.00	35.83

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

公司目前在建的代建项目主要围绕凤城河景区展开，受结算进度影响，近三年代建收入有所下降，在建项目剩余投资规模较小。

2011 年，根据公司与凤城河管委会签订的《关于凤城河风景区管理委员会所属建设工程项目投资建设开发协议》，凤城河管委会按照项目进度拨付项目建设资金，公司按项目成

本（工程成本及管理成本之和）加成 12% 确认收入。2017 年，凤城河管委会撤销。2018 年 5 月，公司与泰州市旅游局重新签署《市政基础设施项目集中委托建设协议》，公司负责承建文化旅游类市政基础设施项目，委托建设酬劳不低于委托建设资金的 10%，具体比例双方另行约定。凤城河管委会撤销后，泰州市旅游局继承凤城河管委会在代建协议项下的全部权利义务，包括公司对凤城河管委会的应收款项。

会计处理上，2015 年及以前公司代建项目成本计入“在建工程”，现金流体现在“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”；2016 年以来，公司将代建项目成本全部调整计入“存货”科目，同时体现在经营活动现金流出。截至 2018 年 3 月底，公司主要完工代建项目总投资额 33.43 亿元，累计已回款 28.48 亿元。

表 4 截至 2018 年 3 月底公司主要代建项目情况
(单位：亿元)

序号	项目名称	拟回购金额	已回款金额
1	滕坝街改造	4.48	4.48
2	济川路安置区	6.20	6.20
3	鲍坝安置区	3.53	3.53
4	老高桥	7.88	7.88
5	柳园（5 批次）	2.39	2.39
6	18 批 4 号地块项目	8.95	4.00
	合计	33.43	28.48

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司主要在代的代建项目涉及景区规划红线范围内的道路修建、景观打造、绿化养护等，总投资 46.39 亿元，已完成投资 41.13 亿元，尚需投资 5.26 亿元。

表 5 截至 2018 年 3 月底公司主要在代建项目情况
(单位：亿元)

序号	项目名称	总投资额	已投资金额	拟回购金额
1	凤城河整治	34.43	15.64	38.56

2	凤城河二期		1.03	
3	凤城河三期		3.08	
4	西南城河综合整治		12.26	
5	三水湾二期	8.47	7.30	9.49
6	南山寺修复	3.49	1.82	3.91
	合计	46.39	41.13	51.96

资料来源：公司提供

公司委托代建收入主要受凤城河管委会结算进度影响。2017 年，由于当年结算项目金额较少，公司实现代建收入 7.22 亿元，同比有所下降。

公司负责凤城河景区的运营。近三年公司旅游收入规模提升较快，盈利能力强。公司目前在建的古城河生态修复及旅游提升工程投资压力较大，项目完工后预计将进一步提升旅游业务收入水平。

公司旅游业务收入主要来源凤城河景区门票、游船、餐饮服务和旅游纪念品销售等。2015~2017 年，公司旅游服务收入快速增长，2017 年为 1.15 亿元，同比增长 0.75 亿元。随着凤城河旅游项目建设的逐步完善、旅游业务的逐步展开，旅游业务毛利率进一步提高，至 88.34%。

公司目前正在进行古城河（即凤城河）生态修复及旅游提升工程，即本期债券募投项目。截至 2018 年 9 月底，已投资 13.01 亿元。项目计划于 2019 年内完成投资，剩余投资 7.57 亿元，存在对外融资需求。

表 6 截至 2018 年 9 月底公司主要自建项目情况
(单位：亿元)

项目名称	建设时间	总投资额	已投资额
古城河生态修复及旅游提升工程	2016~2019 年	20.58	13.01

注：古城河生态修复及旅游提升工程为凤城河景区提升工程的一部分。项目原计划于 2018 年完工，由于企业债发行较晚导致资金到账延迟，故完工时间推后。

资料来源：公司提供

公司将自持商铺进行出租，近年来租赁收入波动增长，随着租赁价格的提升，2017 年该板块扭亏为盈。

公司租赁收入主要来源于老街、三水湾街区以及柳园街区商铺出租。老街、三水湾街区和柳园街区商铺可出租面积分别为 1.37 万平方米、1.53 万平方米和 3.68 万平方米。2015~2017 年，公司租赁收入分别为 1224.53 万元、1066.68 万元和 8258.86 万元；毛利率分别为-2.09%、-33.51%和 78.83%，2015~2016 年房屋租赁业务营业毛利率为负主要是由于商铺当年维护投入较大。随着公司租赁价格提升，2017 年公司房屋租赁业务毛利率大幅增长。

2017 年公司新增项目管理业务收入，对利润贡献较大，业务收入可持续性一般。

公司与项目业主签订合同，按照合同规定派出满足工程服务需要的机构和人员，开展项目建设管理工作，包括办理工程施工有关手续、实行投标成本控制、组织工程验收等。2017 年，公司为江苏金领建设发展有限公司提供项目管理服务，实现项目管理服务收入 1.43 亿元，毛利率 99.28%。根据公司提供的转账凭证，上述款项已经于 2017 年底前到位。

3. 未来发展

公司是泰州市文化旅游基础设施建设重要主体，参与泰州市重大文旅项目建设，未来建设项目投资规模大，存在对外融资需求。

公司未来拟参与项目主要为泰州市凤城河景区提升工程和海军文化园项目，上述项目被泰州市委、市政府列为十大重点工程。2018 年，公司参与的上述项目总投资 66.78 亿元，2018 年计划投资 32.02 亿元。公司拟建项目投资规模大。

表 7 2018 年公司未来主要建设项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资额（估算）	2018 年计划投资	截至 2018 年 5 月底已投资额
1	桃园提升改造工程	2.00	1.00	0.60
2	环河内环游步道工程	2.00	1.50	1.00
3	环河亮化工程	1.50	0.80	0.30

4	桥梁文化提升工程	1.30	0.40	0.20
5	盐税博物馆二期	2.00	1.00	0.60
6	滨河绿地广场提升改造	0.50	0.30	0.10
7	滨河城市建筑外立面改造	2.50	2.00	1.20
8	海军诞生地旧址恢复	2.60	1.00	0.60
9	海军文化园	30.00	4.50	0.90
10	南山寺建设工程	1.50	0.50	0.50
11	净因寺立面改造及配套提升	0.30	0.30	0.10
12	古城河生态修复及旅游提升工程	20.58	18.72	5.39
合计		66.78	32.02	11.49

资料来源：公司提供

为进一步促进泰州市旅游业的发展，同时拓展公司业务范围，2018 年公司与兴化市政府签署《战略协议书》，公司参与兴化市文化旅游产业项目建设开发，自 2018 年起，公司每年在兴化市投资 6.00 亿元，总投资规模不低于 50.00 亿元，投资项目包括自营、代建项目，项目代建收益不低于 12%。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年度三年连审财务报告，中兴华会计师事务所（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的审计结论。

合并范围变化方面，2015 年公司增加 2 家子公司；2016 和 2017 年分别减少 1 家子公司。由于上述公司规模较小，合并范围变动对公司影响较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模快速增长，资产结构以流动资产为主，其中应收类款项和存货占比大，进一步加重了资金占用情况；受投资性房地产后续计量方法变更影响，公司投资性房地产重新评估后账面价值大幅增长。公司整体资产流动性弱，资产质量一般。

2015~2017 年，公司资产总额年均复合增长 34.18%。截至 2017 年底，公司资产总额合

计 230.55 亿元，公司资产结构以流动资产为主。

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，

年均复合增长 33.32%。2017 年底，公司流动资产为 158.70 亿元，以其他应收款、存货、应收账款和货币资金为主。

表 8 2015~2017 年公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.53	9.79	14.90	10.43	18.42	7.99
应收账款	8.66	6.76	14.01	9.81	27.78	12.05
其他应收款	8.45	6.60	14.95	10.46	78.78	34.17
存货	57.39	44.81	92.25	64.59	32.82	14.23
流动资产	89.28	69.72	137.19	96.05	158.70	68.84
在建工程	34.01	26.55	0.56	0.39	1.85	0.80
投资性房地产	4.02	3.14	3.98	2.79	68.73	29.81
非流动资产	38.78	30.28	5.64	3.95	71.85	31.16
合计	128.06	100.00	142.83	100.00	230.55	100.00

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司货币资金为 18.42 亿元，较 2016 年底增长 23.61%。其中银行存款占 78.61%，其余为库存现金和其他货币资金。2017 年底公司因其他抵押、质押或冻结等使用有限、或有潜在回收风险的资金规模 3.94 亿元。

2015~2017 年，公司其他流动资产有所波动，2017 年为 0.87 亿元，主要为预缴税费和理财产品。

2015~2017 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 79.10%，主要受凤城河管委会拨付代建资金进度影响。截至 2017 年底，公司应收账款合计 27.78 亿元，较 2016 年底增长 98.34%。其中应收凤城河管委会代建回购款占 97.04%。应收账款集中较高，账龄均在 3 年以内，未计提坏账准备。

2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 205.33%。截至 2017 年底，公司其他应收款 78.78 亿元，较 2016 年底增长 427.08%，主要系与凤城河管委会往来款大幅增加。公司其他应收款未计提坏账准备。公司其他应收款前 5 名合计金额占其他应收款的 84.43%，集中度较高。目前公司应收凤城河管

委会款项已由泰州市旅游局承接。

表 9 截至 2017 年底其他应收款前 5 名
(单位：亿元、%)

往来单位	金额	占比	与公司关系	款项性质
泰州市凤城河景区管理委员会	38.48	48.84	非关联方	往来款
江苏水城园林绿化工程有限公司	10.23	15.78	非关联方	往来款
兴化市财政局	7.17	11.06	非关联方	往来款
泰州市公共资源交易中心	2.88	4.45	非关联方	往来款
泰州市凤城河风景区建设指挥部	2.78	4.30	非关联方	往来款
小计	61.54	84.43	--	--

注：泰州市旅游局承接公司对凤城河管委会其他应收款

资料来源：审计报告以及公司提供

2015~2017 年，公司存货规模年均复合下降 24.38%。截至 2017 年底，公司存货 32.82 亿元，较 2016 年底下降 64.43%，主要系 20.98 亿元转出划入投资性房地产所致。存货中拟开发土地占 21.97%，为拟开发的泰地储告【2017】7-2 号、7-3 号两块土地，其权证尚未办妥；开发成本占 78.01%，系公司代建项目成本。

2015~2017 年，公司非流动资产年均复合增长 36.12%。截至 2017 年底，公司非流动资产总额 71.85 亿元，主要以投资性房地产为主。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产年均复合增长 29.16%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 0.52 亿元，为以成本计量的可供出售权益工具，主要为对泰州市凤城河旅游管理服务有限公司的投资 0.21 亿元。

2015~2017 年，公司投资性房地产年均复合增长 313.23%。截至 2017 年底，公司投资性房地产为 68.73 亿元，较 2016 年底增长 64.75 亿元，一方面系公司对投资性房地产中的房屋及建筑物和土地使用权进行了重新评估导致的公允价值变动；一方面系从存货转入 20.98 亿元。公司投资性房地产为用于出租的商铺和土地，其中 29.74 亿元用于抵押。

2015~2017 年，公司在建工程分别为 34.01 亿元、0.56 亿元和 1.85 亿元。2016 年公司在建工程大幅下降，主要系 2015 年公司代建项目成本及自建项目成本均计入“在建工程”，随着公司项目建设进程的推进，遵循通常会计处理原则，2016 年公司将代建项目全部调整计入“存货”科目，自建项目成本仍计入“在建工程”科目。2017 年底，公司在建工程项目为古城河生态修复及旅游提升工程。

3. 资本结构

公司所有者权益保持增长，稳定性尚可；2017 年由于公司对投资性房地产进行重新评估，所有者权益增长较快，但质量一般。

2015~2017 年，公司所有者权益年均复合增长 24.13%，主要系投资性房地产价值重新评估导致的其他综合收益增长所致。2017 年底，公司所有者权益为 110.32 亿元，主要包括实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润。

2015~2017 年，公司实收资本未发生变动，为 27.88 亿元。2018 年 5 月 14 日，泰州市国资委委托泰州市财政局对公司以货币形式增资 10.00 亿元，公司实收资本增至 37.88 亿元。2015~2017 年，公司资本公积年均复合增长 1.17%。2015~2016 年，公司资本公积增长主要系管委会拨入的土地款；2017 年为 39.17 亿元，主要系投资性房地产中的土地评估增值所致。2017 年，公司新增其他综合收益 29.40 亿元，系投资性房地产公允价值变动。

公司有息债务规模快速扩张，以长期债务为主；目前债务负担一般，未来随着代建和自建项目的推进，债务负担或将加重。

2015~2017 年，公司负债总额年均复合增长 45.93%。2017 年底，公司负债总额为 120.23 亿元，负债结构以非流动负债为主。

表 10 2015~2017 年底公司主要负债及所有者权益构成 (单位: 亿元、%)

科目名称	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.15	7.35	10.35	15.24	6.90	5.74
其他应付款	4.81	8.53	3.46	5.10	20.25	16.84
流动负债	22.97	40.68	27.91	41.10	33.78	28.10
长期借款	25.30	44.81	39.84	58.66	67.09	55.80
应付债券	8.00	14.17	0.00	0.00	9.42	7.84
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	9.80	8.15
非流动负债	33.49	59.32	40.00	58.90	86.45	71.90
负债合计	56.46	100.00	67.91	100.00	120.23	100.00
实收资本	27.88	38.94	27.88	37.22	27.88	25.27
资本公积	38.27	53.44	38.44	51.32	39.17	35.50
其他综合收益	--	--	--	--	29.40	26.65
未分配利润	4.90	6.84	7.71	10.29	12.50	11.33
所有者权益合计	71.60	100.00	74.92	100.00	110.32	100.00

负债及所有者权益合计	128.06	--	142.83	--	230.55	--
------------	--------	----	--------	----	--------	----

资料来源：公司审计报告

截至2017年底，公司流动负债33.78亿元，其中以短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。

2015~2017年，公司短期借款年均复合增长28.92%，2017年底，公司短期借款6.90亿元，以信用借款（占比88.44%）和保证借款（占10.87%）为主。

2015~2017年，公司其他应付款年均复合增长105.11%。2017年底，公司其他应付款20.25亿元，同比增长484.64%，主要系往来款增长所致。从账龄来看，1年以内的占91.36%、1~2年的占7.10%，其余为2年以上的，其他应付款账龄较短。公司其他应付款欠款金额前5名占比48.44%，欠款单位集中度较2016年底有较大增长。

表 11 截至2017年底其他应付款前5名
(单位：亿元、%)

往来单位	金额	占比	款项性质
泰州凤城河旅游管理有限公司	4.47	22.07	往来款
江苏水城园艺营造有限公司	1.82	8.99	往来款
泰州凤城河建筑风水文化有限公司	1.71	8.44	往来款
泰州市城市建设投资集团有限公司	1.00	4.94	往来款
泰州市凤城河风景区管理委员会	0.81	4.00	往来款
合计	9.81	48.44	--

资料来源：审计报告以及公司提供

截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债为2.50亿元，同比下降75.63%。全部为1年内到期的长期借款。

2015~2017年，公司非流动负债规模快速扩张，年均复合增长60.67%，主要系长期借款增加所致。截至2017年底，公司非流动负债86.45亿元，以长期借款、应付债券和递延所得税负债为主。

2015~2017年，公司长期借款快速增长，年均复合增长62.84%。截至2017年底，公司

长期借款67.09亿元，同比增长68.40%，以抵押借款（占30.71%）和保证借款（占34.57%）为主。2017年底，公司应付债券9.42亿元，为新发行的两期PPN，期限分别为5年和2年。

截至2017年底，公司当年新增递延所得税负债9.80亿元，系投资性房地产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异确认的递延所得税负债。

2015~2017年，公司全部债务规模快速上升。截至2017年底，公司全部债务合计87.51亿元，其中短期债务和长期债务分别占12.57%和87.43%。近三年，由于负债总额增速较快，公司资产负债率和长期债务资本化率持续上升，全部债务资本化率先升后降，截至2017年底分别为52.15%、40.95%和44.23%。公司债务负担一般。

4. 盈利能力

公司营业收入和利润总额不断增长，营业收入主要来源于代建项目收入。目前，公司盈利能力弱，利润总额对财政补贴依赖性较强。

2015~2017年，公司营业收入规模保持增长，年均复合增长7.12%。同期，公司营业成本年均复合下降8.54%。2015~2017年，公司营业利润率分别为10.91%、11.52%和34.25%，2017年上升较快主要系当年新增项目管理费收入毛利率水平较高。

2015~2017年，公司期间费用逐年增长，2017年为0.57亿元，随着销售费用的逐年增长，三年期间费用率逐年上升，2017年为5.38%。

2015~2016年，公司营业外收入分别为2.51亿元和2.68亿元，主要为泰州市政府补助。2017年，公司将政府补助3.01亿元计入其他收益科目。2015~2017年，公司利润总额分别为3.28亿元、3.28亿元和6.08亿元，政府补助对利润总额贡献较大。

2015~2017年，公司总资产收益率和净资

产收益率波动较小，2017 年分别为 2.67%和 4.78%。公司整体盈利能力弱。

5. 现金流分析

受往来款流出规模较大影响，公司经营活动现金流量净额由正转负，收入实现质量差；公司投资活动现金流规模较小；筹资活动对经营活动的支撑作用明显。

经营活动现金流方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量年均复合下降0.84%，以收到其他与经营活动有关的现金为主。2015~2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为0.24亿元、0.56亿元和5.96亿元，为房屋租赁、旅游服务和项目管理服务费相关现金流，2017年现金流入较高系当年业务收入增长所致；近三年收到其他与经营活动有关的现金规模较大，分别为18.21亿元、17.04亿元和12.18亿元，主要为公司与泰州市财政局等单位之间的往来现金流入等；经营活动现金流出以支付其他与经营活动有关的现金为主，主要为往来款。2015~2017年，公司经营活动现金流量净额由正转负，分别为0.04亿元、1.12亿元和-15.44亿元。从收入实现质量指标看，受旅游服务、房屋租赁及项目管理服务费现金流入增长较快影响，2015~2017年公司现金收入比分别为2.59%、6.05%和56.06%，收现质量差。

公司投资活动现金流入规模较小。其中，2015年和2016年收回投资收到的现金7.90亿元和2.37亿元，为收回到期理财产品。公司投资活动现金流出以购建固定资产、无形资产等支付的现金为主。2015~2017年，购建固定资产、无形资产等支付的现金波动下降，2017年为1.31亿元，主要为代建项目资金投入和购买土地支出。2015~2017年，投资支付的现金下降较快，2017年为0.21亿元，为理财产品投资。近三年，公司投资活动现金流量净额分别为-14.60亿元、1.04亿元和-1.51亿元。

近三年由于公司发债和借款规模较大，公司筹资活动现金流入量年均复合增长20.91%，

2017年为48.10亿元，其中发行债券收到的现金9.50亿元，取得借款收到的现金38.60亿元。同期，公司筹资活动现金流出年均复合增长45.61%，以偿债资金为主。2015~2017年，公司筹资活动现金流量净额分别19.66亿元、-2.29亿元和20.02亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力较弱，考虑到公司经营范围扩大后营业收入有望增长，股东对公司的支持力度较大、持续性较好，公司整体偿债能力较好。公司对外担保规模尚可，担保对象以国企为主，均正常经营，或有负债风险可控。

从短期偿债能力看，2015~2017年，公司速动比率快速增长，2017年底为372.62%，流动比率先升后降，2017年底为469.77%。2015~2017年，公司经营现金流动负债比分别为0.18%、4.03%和-45.70%。2017年底，公司现金类资产14.48亿元（扣除受限资金），能够覆盖当年短期债务。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2015~2017年公司EBITDA逐年增加，分别为3.29亿元、3.39亿元和6.12亿元，公司全部债务/EBITDA分别为15.53倍、18.56倍和14.31倍。总体看，公司长期偿债能力较弱。

截至2018年9月底，公司对外担保余额为15.04亿元，担保比率为9.86%。被担保企业主要是当地国有企业，其中泰州市第一交通物资有限公司为民营企业。目前被担保公司均正常运营，公司或有负债风险相对可控。

表 12 截至 2018 年 9 月底公司对外担保明细

(单位: 亿元)

被担保公司	担保余额	担保期限
泰州市城市建设投资集团有限公司	0.50	2015.1.4~2019.12.30
泰州市建业投资建设集团有限公司	1.75	2016.11.30~2018.12.20
泰州市建业投资建设集团有限公司	2.85	2018.6.26~2025.12.20

泰州鑫泰集团有限公司	4.70	2017.1.16~2022.1.15
泰州鑫泰集团有限公司	2.70	2017.2.8~2022.2.7
泰州鑫泰集团有限公司	1.00	2018.9.30~2020.3.30
泰州市第一交通物资有限公司	0.28	2017.10.23~2018.10.22
泰州市第一交通物资有限公司	0.30	2017.12.18~2018.10.16
泰州市第一交通物资有限公司	0.13	2018.1.2~2018.12.12
泰州市第一交通物资有限公司	0.34	2018.4.9~2019.4.8
江苏荣耀贸易有限公司	0.48	2018.1.18~2019.1.18
合计	15.04	--

资料来源：公司提供

2018年9月底，公司获得的各银行授信总额为95.00亿元，已使用授信额度72.47亿元，尚未使用额度为22.53亿元，间接融资渠道有待进一步拓宽。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券发行对公司现有债务结构有影响较小。

本期债券发行额为4.00亿元，相当于公司2017年底长期债务的5.23%，全部债务的4.57%，对公司现有债务结构有影响较小。

2017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比率分别为52.15%、44.23%和40.95%，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，上述指标将分别升至52.96%、45.34%和42.19%。公司债务负担略有加重。

2. 本期债券偿还能力分析

公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期债券保障程度弱；经营活动现金流入量对本期债券保障能力好，对分期等额待偿还金额保障程度高。本期债券分期偿还条款的设置，可有效降低本金集中偿付压力。公司将于2021年面临一定集中兑付压力。

2015~2017年，公司 EBITDA 分别为 3.29 亿元、3.39 亿元和 6.12 亿元，分别为本期债券本金的 0.82 倍、0.85 倍和 1.54 倍，EBITDA 对本期债券的保障能力较弱。本期债券本金自存续期内第三年起至第七年分期等额偿还，每

年待偿还金额为 0.80 亿元。2015~2017 年，公司 EBITDA 对每年待偿还本金的保障倍数分别为 4.11 倍、4.23 倍和 7.65 倍，对每年待偿还本金保障程度好。

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 18.45 亿元、17.60 亿元和 18.14 亿元，分别为本期债券本金的 4.61 倍、4.40 倍和 4.53 倍，对每年待偿还本金的保障倍数分别为 23.06 倍、22.01 倍和 22.67 倍，经营活动现金流入量对待偿还本金保障程度好。2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为本期债券的 0.01 倍、0.28 倍和 -3.86 倍，对本期债券每年待偿还本金的保障倍数分别为 0.05 倍、1.41 倍和 -19.30 倍，保障能力弱。

集中偿付方面，如果本期债券于 2019 年发行，将于 2022 年开始每年分期偿还本金 0.80 亿元。如果“17 凤城河 PPN001”投资者持有至到期日，公司将于 2022 年偿付 8.80 亿元（“17 凤建 01/17 凤城河债 01”分期还本 1.00 亿元，“17 凤城河 PPN001”偿还本金 5.00 亿元，“18 凤城河债 01”分期还本 2.00 亿元及拟发行的本期债券分期还本 0.80 亿元）。总体看，公司面临一定的集中偿付压力。

3. 本期债券募投项目偿还能力分析

募投项目收入对债券本金覆盖能力强，但募投项目收入预测较为乐观，实际可能受入园客流量、房屋销售情况等影响使未来收入实现具有一定不确定性。

本期债券偿债资金来源于公司经营产生的现金流、募投项目产生的现金流等。

募投项目总投资 20.58 亿元，扣除配套酒店后投资总额为 16.45 亿元，本期债券募集资金拟投入 2.40 亿元。本期债券存续期 7 年，假设 2019 年发行，2022~2026 年为本期债券还款期。募投项目计划于 2019 年建设完成，自 2020 年起项目产生收益，本期债券存续期内募投项目共计可得各类收入 31.32 亿元（包括各类游船收入、门票收入、停车场收入、展台收入、

商业街房屋销售收入及物业管理收入等），扣减自营项目的经营成本及各类税金支出，共计可得还款资金 23.44 亿元。还款期内项目偿债覆盖率最低为 5.15 倍，覆盖程度良好。但是募

投项目收入预测较为乐观，实际可能受入园客流量、房屋销售情况等影响使未来收入实现具有一定不确定性。

表 13 募投项目营业收入构成（单位：万元）

序号	项 目	合计	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
1	水上巴士经营收入	14506.56	1576.80	1892.16	2207.52	2207.52	2207.52	2207.52	2207.52
2	休闲游艇经营收入	4835.52	525.60	630.72	735.84	735.84	735.84	735.84	735.84
3	停车服务费	16797.63	1901.62	2218.56	2535.49	2535.49	2535.49	2535.49	2535.49
4	充电服务费	5571.36	630.72	735.84	840.96	840.96	840.96	840.96	840.96
5	旅游门票收入	165304.50	17424.00	19166.40	21083.04	23191.34	25510.48	28061.53	30867.68
6	展台收入	6624.00	720.00	864.00	1008.00	1008.00	1008.00	1008.00	1008.00
7	配套商业用房销售收入	99000.00	22000.00	22000.00	22000.00	33000.00	--	--	--
8	物业管理费收入	576.00	24.00	48.00	72.00	108.00	108.00	108.00	108.00
9	合计	313215.50	44802.74	47555.68	50482.85	63627.15	32946.29	35497.34	38303.49

资料来源：根据《泰州凤城河建设发展有限公司泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目可行性研究报告》整理

表 14 募投项目对本期债券的保障能力（单位：万元、倍）

序号	项 目	合计	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
1	用于募投项目债券本金	24000.00	--	--	4800.00	4800.00	4800.00	4800.00	4800.00
2	当年募投项目净收入	234428.57	31225.36	34363.13	37553.33	49374.19	24699.16	27644.91	29568.53
2.1	自营收入	313215.50	44802.74	47555.68	50482.85	63627.15	32946.29	35497.34	38303.49
2.2	减：经营成本（不含折旧）	45885.50	11116.80	9603.39	8095.21	6893.53	4377.11	2857.64	2941.82
	销售税金及附加	17042.40	2460.58	2602.78	2754.75	3496.33	1761.70	1904.56	2061.70
	企业所得税	15859.03	0.00	986.38	2079.56	3863.10	2108.32	3090.23	3731.44
3	偿债覆盖率（2/1）	9.77	--	--	7.82	10.29	5.15	5.76	6.16

资料来源：根据《泰州凤城河建设发展有限公司泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目可行性研究报告》整理

十、债权保障措施

本期债券设立偿债资金专户，有利于保障债券本息按期兑付，保障投资者利益。

为维护本期债券投资者的权益，公司与中国民生银行股份有限公司南京分行（以下简称“民生银行南京分行”）签署了《2016 年泰州凤城河建设发展有限公司公司债券募集资金三

方监管协议》（以下简称“《募集资金监管协议》”）和《2016 年泰州凤城河建设发展有限公司公司债券偿债基金专户监管及合作协议》（以下简称“《偿债基金专户监管协议》”），与兴业证券股份有限公司（以下简称“兴业证券”）签署了《2016 年泰州凤城河建设发展有限公司公司债券债权代理协议》（以下简称“《债权代理协议》”）和《2016 年泰州凤城河建设发展有限公司公司债券持有人会议规则》

（以下简称“债券持有人会议规则”）。

根据《募集资金监管协议》，为了保证本期债券本息按期兑付，保障投资者利益，公司将在民生银行南京分行开立用于本期债券募集资金存储和使用的专项银行存款账户，该专户仅用于泰州凤城河建设发展有限公司公司债券募集资金存储和使用，不得用作其他用途。

根据《债券持有人会议规则》，出现公司主要资产被查封、扣押、冻结，单独或合并代表 10%以上有表决权的债券持有人书面提议召开债券持有人会议等情况，应召开债券持有人会议，兴业证券于十个工作日内以公告方式发出召开债券持有人会议的通知，通知需明确会议召开时间、地点和方式等。

根据《债权代理协议》，公司未按照债券登记托管机构的约定将到期的本期公司债券利息和/或本金足额划入登记托管机构指定的账户，公司应在十日内以电话、传真、特快专递等有效方式通知兴业证券，并以公告的方式通知全体债券持有人。兴业证券在本期债券付息日前五个工作日，当偿债账户内的资金不足以保证公司按期支付本期债券当期应付本息时，兴业证券应按《债券持有人会议规则》的规定召集债券持有人大会；公司不能偿还债务时，兴业证券根据债券持有人会议之决议受托参与公司整顿、和解、重组或者破产的法律程序。

根据《偿债基金专户监管协议》，公司在民生银行南京分行开立偿债资金专户，用于偿债资金的接收、存储及划转。公司应在本期债券的付息日或兑付日前 7 个工作日（T-7 日）之前，按照《募集说明书》中确定的当期应付利息和当期应兑付本金的金额向偿债专户中划入偿债资金。若公司未能在（T-7 日）向偿债专户划入上述资金，则民生银行南京分行应于（T-5 日）前通过相关主管机构指定媒体或渠道进行公告。

十一、 结论

公司是泰州市从事旅游文化类基础设施建设的主体。近年泰州市经济实力稳步增长，公司外部环境良好。

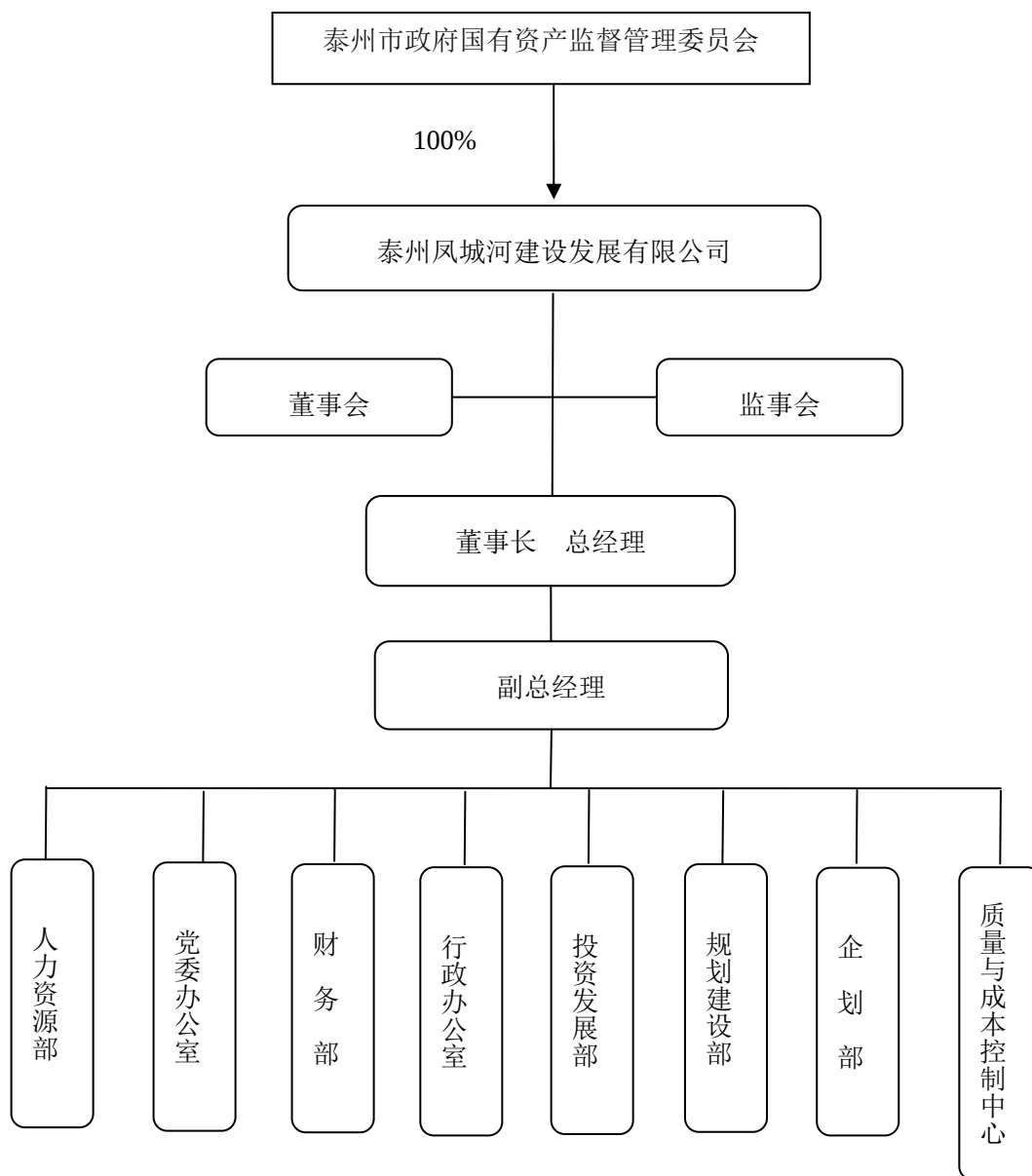
公司流动资产中存货占比大，应收类账款增长较快，给公司带来一定的资金周转压力；非流动资产以投资性房地产为主，整体资产流动性弱，资产质量一般；近年公司有息债务规模较快扩张。由于公司目前旅游经营收入规模较小，公司收入主要来源于代建项目收入，盈利能力弱，对泰州市财政补贴依赖性较强。

公司目前在建和拟建项目投资规模较大，且现金收入受政府回款进度影响较大，大规模投资将增加公司资金和债务压力，但考虑到泰州市旅游局逐步支付公司基础设施项目的建设资金，且公司有望持续获得泰州市政府支持，以及未来园区和景区经营性业务收入增长，公司实际偿债能力得到较强支撑。

本期债券的发行对现有债务影响较小，本期债券设置的分期等额偿还条款将在一定程度上降低本期债券本息的集中偿付压力。本期债券偿债资金主要来源于公司经营及募投项目产生的现金流，募投项目实际收入可能受入园客流量、房屋销售情况等影响，未来收入实现具有一定不确定性。

总体看，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 合并范围内子公司（截至 2017 年底）

子公司名称	注册资本 (万元)	业务性质	持股比例 (%)	享有的 表决权 (%)	取得 方式
泰州祥泰老行当文化 开发有限公司	1000.00	礼仪庆典活动策划，企业形象设计，商务信息咨询，工艺品销售（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）	100.00	100.00	设立
泰州市古城河旅游产 品销售有限公司	100.00	投资管理，资产管理，房屋租赁。机电设备销售，建材批发，设计、制作、代理、发布国内各类广告（固定形式印刷品广告除外）	100.00	100.00	划拨
泰州市导游服务中心 有限公司	50.00	导游管理服务，礼仪服务，庆典活动策划，组织旅游文化交流活动，旅游信息咨询，旅行社管理咨询服务，会议及展览服务。	95.00	100.00	设立
泰州市凤城河旅游管 理服务有限公司	20100.00	旅游景区、景点经营管理，旅游工艺品开发、销售，物业管理，房屋租赁，会议接待，展览及商务礼仪服务，设计、制作、发布、代理国内各类广告，自行车租赁服务，市政工程建设及管理。	100.00	100.00	设立
泰州东南国际旅行社 有限公司	500.00	国内旅游业务，入境旅游业务，出境旅游业务，旅游咨询服务，工艺品制作、销售，票务服务。	49.00	100.00	设立
泰州古城河投资管理 有限公司	1000.00	投资管理，资产管理，房屋租赁。机电设备销售，建材批发，设计、制作、代理、发布国内各类广告（固定形式印刷品广告除外）。	100.00	100.00	设立

资料来源：公司审计报告

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	14.44	14.90	18.42
资产总额(亿元)	128.06	142.83	230.55
所有者权益(亿元)	71.60	74.92	110.32
短期债务(亿元)	17.71	23.01	11.00
长期债务(亿元)	33.30	39.84	76.51
全部债务(亿元)	51.01	62.85	87.51
营业收入(亿元)	9.26	9.31	10.63
利润总额(亿元)	3.28	3.28	6.08
EBITDA(亿元)	3.29	3.39	6.12
经营性净现金流(亿元)	0.04	1.12	-15.44
应收类款项/资产总额(%)	13.36	20.27	46.22
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.51	0.82	0.51
存货周转次数(次)	0.16	0.11	0.11
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.06
现金收入比(%)	2.59	6.05	56.06
营业利润率(%)	10.91	11.52	34.25
总资本收益率(%)	2.51	2.27	2.67
净资产收益率(%)	4.30	4.17	4.78
长期债务资本化比率(%)	31.74	34.72	40.95
全部债务资本化比率(%)	41.60	45.62	44.23
资产负债率(%)	44.09	47.55	52.15
流动比率(%)	388.70	491.58	469.77
速动比率(%)	138.86	161.02	372.62
经营现金流动负债比(%)	0.18	4.03	-45.70
全部债务/EBITDA(倍)	15.53	18.56	14.31

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
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×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-营业税金及附加) / 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	
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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

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 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

附件 5-3 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。

联合资信评估有限公司关于 2019 年第一期泰州凤城河建设发展有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

泰州凤城河建设发展有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后两个月内发布跟踪评级报告。

泰州凤城河建设发展有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对泰州凤城河建设发展有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，泰州凤城河建设发展有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注泰州凤城河建设发展有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现泰州凤城河建设发展有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对泰州凤城河建设发展有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如泰州凤城河建设发展有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对泰州凤城河建设发展有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与泰州凤城河建设发展有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。