

信用评级公告

联合〔2021〕063号

联合资信评估股份有限公司通过对泰州凤城河建设发展有限公司及其拟发行的 2021 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估,确定泰州凤城河建设发展有限公司主体长期信用等级为 AA⁺,泰州凤城河建设发展有限公司 2021 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司



二〇二一年一月四日

泰州凤城河建设发展有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AA⁺

本期中期票据信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项概况

本期中期票据发行规模: 不超过 5.00 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

募集资金用途: 偿还公司有息债务

评级观点

泰州凤城河建设发展有限公司(以下简称“公司”)是泰州市重要的旅游基础设施建设及运营主体。近年来,泰州市经济保持增长,居民收入水平稳步提升;公司持续获得资本注入、专项款和政府补贴等外部支持。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司代建收入持续下降且持续性有待关注、资产质量一般、存在一定或有负债风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

本期中期票据发行对公司现有债务规模和结构影响不大,公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力很强。

随着泰州市经济的发展,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状况及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司主体偿债能力很强,本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司外部发展环境良好。2017—2019 年,泰州市分别实现地区生产总值 4744.53 亿元、5107.63 亿元和 5133.36 亿元,同比增速分别为 8.2%、6.7%和 6.4%。
2. 持续获得外部支持。2017—2019 年,公司得到泰州市政府与股东在资本注入、专项款和政府补贴等方面的大力支持。

关注

1. 公司代建业务持续性有待关注。近三年,公司代建收入持续下降至 2019 年的 1.78 亿元,代建业务持续性有待关注。
2. 公司资产质量一般。截至 2020 年 9 月底,公司应收类款项和投资性房地产分别占资产总额的 55.05%和 21.62%,资产流动性弱。

评级时间: 2021 年 1 月 4 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	aa ⁺		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	F2	现金流	资产质量		4
			盈利能力		1
			现金流量		2
		资本结构		2	
		偿债能力		2	
调整因素和理由					调整子级
--					--

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

分析师：朱煜 王默璇 初睿

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. 公司面临一定或有负债风险。截至 2020 年 9 月底，公司对外担保余额为 47.56 亿元，担保比率为 30.03%。被担保企业区域和行业集中度高，企业之间互保情况多，存在一定或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产(亿元)	18.42	17.09	16.69	14.40
资产总额(亿元)	230.55	323.68	338.91	362.19
所有者权益(亿元)	110.32	150.09	156.77	158.40
短期债务(亿元)	11.00	44.30	50.78	32.96
长期债务(亿元)	76.51	86.26	88.59	107.57
全部债务(亿元)	87.51	130.56	139.37	140.54
营业收入(亿元)	10.63	11.54	13.36	6.69
利润总额(亿元)	6.08	13.03	6.88	0.98
EBITDA(亿元)	6.15	13.13	7.52	--
经营性净现金流(亿元)	-15.44	-51.88	5.92	0.68
营业利润率(%)	34.25	29.25	43.84	16.92
净资产收益率(%)	4.78	6.51	3.28	--
资产负债率(%)	52.15	53.63	53.74	56.27
全部债务资本化比率(%)	44.23	46.52	47.06	47.01
流动比率(%)	469.77	312.18	302.85	313.80
经营现金流动负债比(%)	-45.70	-68.78	7.31	--
现金短期债务比(倍)	1.67	0.39	0.33	0.44
EBITDA 利息倍数(倍)	1.21	1.75	0.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.23	9.95	18.53	--
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额(亿元)	222.45	304.33	319.49	322.60
所有者权益(亿元)	109.88	148.44	151.80	152.14
全部债务(亿元)	83.02	125.76	105.67	104.57
营业收入(亿元)	9.47	6.60	5.14	1.10
利润总额(亿元)	5.50	11.38	2.82	0.44
资产负债率(%)	50.61	51.22	52.49	52.84
全部债务资本化比率(%)	43.04	45.86	41.04	40.74
流动比率(%)	498.16	370.65	333.51	430.30
经营现金流动负债比(%)	-62.45	-88.18	2.30	--

注：公司 2020 年三季度报未经审计；合并口径其他流动负债及长期应付款中有息债务纳入有息债务核算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020/11/16	朱煜 王默璇	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
AA ⁺	稳定	2018/06/21	张婷婷 朱煜	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
AA	稳定	2017/12/20	张婷婷 朱煜	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均无版本编号

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，联合资信评估股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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。

泰州凤城河建设发展有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

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，后经历次增资，截至 2016 年 3 月底，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。截至 2020 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、文化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 2020 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 10 家。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 338.91 亿元，所有者权益 156.77 亿元（其中少数股东权益 0.02 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 13.36 亿元，利润总额 6.88 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 362.19 亿元，所有者权益 158.40 亿元（含少数股东

权益 0.77 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 6.69 亿元，利润总额 0.98 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、本期中期票据概况

公司已注册总额度为 10.00 亿元的中期票据，已发行 2020 年度第一期中期票据 5.00 亿元，计划发行 2021 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），金额不超过 5.00 亿元，期限 3 年，按年付息，到期一次性还本，用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。

由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017 - 2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。

2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。

2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。

2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制

造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅(11.7%)显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。

2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。

截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。

2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨

幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。

2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共

财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。

2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为 -0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。

2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的

1.70 万亿元资金中,各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位,形成实际支出 1.02 万亿元,占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归,融资成本有所回升。

2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向,引导资金更多的流向实体经济,有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用,提高政策的直达性,强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元,开展中期借贷便利 MLF 操作,净投放中期流动性 4100 亿元,满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作,对冲季节性因素和政府债券发行等因素,维护短期流动性平稳。利率方面,前四个月在政策推动下贷款利率明显下行,5 月以来,随着疫情得到有效控制,国内经济复苏态势良好,央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定,债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%,较 6 月(分别为 4.14%、5.11%和 4.04%)均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议(以下简称“会议”)认为,当前我国经济形势仍然复杂严峻,不稳定性及不确定性较大,遇到的很多问题是中长期的,必须从持久战的角度加以认识,加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调,下半年要更好地统筹疫情防控和社会经济发展工作,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化改革开放,牢牢把握扩大内需这个战略基点,大力保护和激发市场主体活力,扎实做好“六稳”工作,全面落实“六保”任务,推动经济高质量发展。在此政策导向下,未来

财政政策将更加积极有为、注重实效,保障重大项目建设资金,注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向,保持货币供应量和社融规模合理增长,推动综合融资成本明显下降;二是新增融资重点流向制造业、中小微企业,加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下,四季度我国经济将进一步修复,结构或将进一步改善,消费对经济的拉动作用进一步加强,出口增速依然保持较强的韧性,投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面,四季度结构继续改善,经济内生增长动力将加强。

2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长,但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速,全年累计增速难以转正。房地产投资方面,自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧,综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落,预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面,从资金方面看,2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券,新增地方债规模将会是全年最低水平;从经济增长动力来看,8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象,经济内生修复动力加强,再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此,综合资金和经济增长力看,四季度基建投资难有更出色表现,单月增速或将进一步下降。

消费方面,四季度消费将继续保持向好的趋势不变。

冬季疫情的反复可能会对消费造成波动,但北京及青岛区域疫情的快速控制,给居民带来信心,使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心,支撑消费增速继续向上修复的趋势不变,但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看,

在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。

一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

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，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、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水利项目建设。

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合规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

近年来，泰州市经济保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

根据 2017—2019 年《泰州市国民经济和社会发展统计公报》，近年来泰州市地区生产总值分别为 4744.53 亿元、5107.63 亿元和 5133.36 亿元；比上年增长 8.2%、6.7%和 6.4%。2019 年，泰州市第一产业增加值 292.50 亿元，

增长 2.3%；第二产业增加值 2525.98 亿元，增长 5.9%；第三产业增加值 2314.88 亿元，增长 7.6%。按常住人口计算，2019 年泰州市人均地区生产总值 110731 元，增长 6.6%。

2017—2019 年，泰州市固定资产投资分别增长 14.5%、9.2%和 6.0%，2019 年，泰州市第一产业投资下降 82.2%，第二产业投资增长 6.2%，第三产业投资增长 6.5%；全年规模以上工业增加值增长 6.4%，其中轻工业增长 6.0%，重工业增长 6.5%。

2020 年 1—9 月，泰州市规模以上工业增加值 939.10 亿元，增长 3.6%；固定资产投资下降 8.9%；进出口总额同比下降 3.7%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司股东和实际控制人为泰州市国资委。截至 2020 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 57.88 亿元。

2. 规模与竞争力

泰州市市级基础设施建设主体主要包括泰州市交通产业集团有限公司（以下简称“泰州交通集团”）、公司、泰州鑫泰集团有限公司（以下简称“鑫泰集团”）、泰州华信药业投资有限公司（以下简称“华信药业”）和泰州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“泰州城投”）；其中，泰州城投是泰州市城市基础设施建设的重要主体，泰州交通集团主要从事交通运输产业和交通基础设施建设，公司是泰州市旅游基础设施建设及运营的重要主体，鑫泰集团是泰州医药高新技术产业开发区下属泰州经开区及综合保税区唯一的基础设施和保障房投融资建设主体，华信药业是医药高新区最主要的平台，主要负责医药高新区整体的土地整理和基础设施建设工作。

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。公司主要从事泰州市凤城河景区等旅游设施

建设工作，并与兴化市（隶属于泰州市）财政局签署战略合作协议从事旅游地产项目的开发，公司业务竞争力得到进一步提升。

目前泰州市主要旅游类平台企业包括公司与泰州市文化旅游发展集团有限公司（以下简称“文旅集团”）。文旅集团成立于 2017 年 9 月，为泰州市国资委全资子公司，目前与公司合署办公，文旅集团主要履行管理职能，公司负责开展旅游及建设业务。

表 3 截至 2019 年底泰州市主要市级平台财务数据
(单位: 亿元)

平台名称	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额
公司	338.91	156.77	13.36	6.88
泰州交通集团	415.72	159.56	49.61	5.52
鑫泰集团	574.94	195.53	20.63	3.98
泰州城投	631.56	214.81	30.27	5.19
华信药业	680.44	270.75	16.72	4.41

资料来源：联合资信整理

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包括董事长 1 人、总经理 1 人。

张爱华先生，毕业于上海对外贸易学院；曾在泰兴市财政局、泰兴市南沙镇、姚王镇、张桥镇工作，2006 年 5 月以来历任泰州经济开发区党工委委员、管委会主任助理、副主任兼滨江工业园区管委会主任、泰州医药高新区党工委委员、正处级干部；2016 年以来历任泰州市海陵区副区长、区委常委、泰州市新能源产业园区党工委书记，2019 年 9 月起至今任文旅集团和公司董事长。

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 月至今任公司董事、总经理兼法定代表人。

截至 2020 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 57.33%,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

泰州市国资委为公司实际控制人,泰州市财政实力较强,财政平衡能力一般。

2017—2019 年,泰州市一般公共预算收入持续增长,分别为 343.97 亿元、357.15 亿元和 374.6 亿元。2019 年,税收收入占比为 76.75%,同比下降 3.66 个百分点,财政收入质量有所下降。同期,全市一般公共预算支出预计完成 594.23 亿元,同比增长 11.6%,泰州市财政自给率为 63.04%,财政平衡能力一般。截至 2019 年底,泰州市地方政府债务余额 759.19 亿元,其中一般债务余额 390.84 亿元,专项债务余额 368.35 亿元。

2017—2019 年,泰州市政府性基金收入持续增长,分别为 194.24 亿元、333.18 亿元和 362.94 亿元;其中,2019 年国有土地使用权出让收入占 94.67%。

2020 年 1—9 月,泰州市完成一般公共预算收入 285.13 亿元,增长 1.2%。

公司得到泰州市政府与股东在资本注入、专项款和政府补贴等方面的大力支持。

(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增至 57.88 亿元,增资款已全部到位。截至 2020 年 9 月底,公司注册资本和实收资本均为 57.88 亿元。

资产注入方面,2018 年,泰州市古城河文化传媒有限公司无偿划转至公司,增加资本公积 48.22 万元。2019 年,泰州市政府将泰州市国泰宾馆划入公司,增加资本公积 1.16 亿元。2020 年前三季度,公司资本公积小幅增长 0.01 亿元,系财政对盐税博物馆的补贴款。

(2) 专项款

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。2018 年,公司获得泰州南山寺文化保证资金、旅游项目专项基金等 0.16 亿元。2019 年,公司获得中央财政城镇保障性安居工程专项资金、旅游项目专项基金合计 873.86 万元。

(3) 补贴性收入

2017—2019 年,公司收到泰州市政府补贴金额分别为 3.01 亿元、3.00 亿元和 1.40 亿元。

5. 企业信用记录

近年来,公司无已结清和未结清不良信贷,信贷履约情况良好。

根据公司提供的 2020 年 12 月 17 日《企业信用报告(银行版)》,(机构信用代码:G1032120200141970C),公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往信贷履约情况良好。

截至 2020 年 1 月 4 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指定或者罢免,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；董事会做出决议，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。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管理人员。

2. 管理体制

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，公司设投资发展部，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，公司设规划建设部，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，调阅基础建设工程项目的协议合同，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，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

近三年，公司代建业务收入下降较快，旅游服务成为公司主要收入来源，商品销售、房屋转让及贸易等收入存在一定波动。由于旅游及房屋租赁业务毛利率水平较高，公司综合毛利率呈增长趋势。

近三年，公司主营业务收入波动增长，2019年为12.13亿元，较上年增长17.65%。从收入构成来看，公司代建收入及占比下降较快，由2017年的67.89%降至2019年的14.69%；旅游服务收入快速增长，2019年占比达42.90%；

房屋租赁收入稳定增长。公司其他业务还包括商品房销售、房屋转让及贸易等，近三年存在一定波动。2020年1—9月，公司主营业务收入为5.69亿元，包括旅游、商品房销售及贸易收入，未确认代建收入。

近三年，公司综合毛利率快速增长至47.21%。其中，2019年主要系旅游服务毛利率增长较快影响，另外商品房销售、房租租赁业务对整体毛利率水平也有一定拉动作用。2020年1—9月，公司主营业务综合毛利率12.22%，占比较高的贸易业务毛利为负，较上年同期下降较快。

表4 近三年及一期公司主营业务收入构成及毛利率（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1—9月		
	收入	占比	毛利率	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	7.22	67.89	10.71	3.77	36.53	10.71	1.78	14.69	10.71	--	--	--
房屋租赁	0.83	7.77	78.83	0.96	9.30	98.70	1.19	9.82	100.00	0.10	1.84	99.53
旅游服务	1.15	10.87	83.34	4.92	47.67	46.47	5.20	42.90	82.14	1.11	19.61	50.32
商品房销售	--	--	--	--	--	--	2.31	19.06	12.79	0.94	16.54	6.36
房屋转让	--	--	--	0.67	6.49	11.05	0.98	8.09	-25.59	0.06	0.98	11.10
贸易收入	--	--	--	--	--	--	0.66	5.45	3.62	3.47	61.03	-1.05
项目管理服务费	1.43	13.46	99.28	--	--	--	--	--	--	--	--	--
合计	10.63	100.00	35.83	10.31	100.00	35.98	12.13	100.00	47.21	5.69	100.00	12.22

注：公司营业收入合计数与各板块总和不一致系四舍五入所致，2017—2019年，公司其他收入规模分别为6.50万元、1.23亿元和1.23亿元。

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）代建业务

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，代建收入持续下降；完工项目回款良好；在建代建项目进展较慢，剩余投资规模很小，未实现回款，未来代建业务持续性有待关注。

公司与凤城河管委会签订开发协议，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》（以下简称“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。2018年底，因机构改革，原泰州市旅游局、泰州市文化广电和新闻出版局合并为泰州市文化广电和旅游局。2019年3月，泰州市国

资委、泰州市旅游局和泰州市文化广电和旅游局签署《债权债务转让三方协议》，泰州市国资委承接原泰州市旅游局委托建设协议项下权利义务。截至 2020 年 9 月底，泰州市国资委对公司的应付及其他应付账款合计 70.34 亿元。截至 2020 年 9 月底，公司主要完工代建项目包括滕坝街改造、济川路安置区、柳园（5 批次）等，总投资额 29.86 亿元，拟回购金额 33.43 亿元，已经全部回款。

截至 2020 年 9 月底，公司主要在建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 46.30 亿元，尚需投资规模很小。截至 2020 年 9 月底，公司主要在建代建项目尚未进行回购。公司一般于年末结转代建收入，故 2020 年 1—9 月该板块未确认收入。公司暂无拟建的代建项目，未来代建业务持续性有待关注。

表 5 截至 2020 年 9 月底公司主要在建代建项目
(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	15.81	38.56
2	凤城河二期		1.15	
3	凤城河三期		3.15	
4	西南城河综合整治		15.32	
5	三水湾二期	8.47	8.12	9.49
6	南山寺修复	3.49	2.75	3.91
	合计	46.39	46.30	51.96

资料来源：公司提供

(2) 旅游服务

近三年公司旅游收入增长较快，该业务毛利率水平高。公司目前正在建的古城河生态修复及旅游提升工程投资基本完成；拟建的旅游基建项目计划投资规模大，资金以自筹为主，未来公司将存在一定的对外融资需求，项目落地情况有待关注。

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及与酒店、旅社合作产生的二次代理收入等。公司与泰州市主要酒店进行合作，公司从酒店承租

部分房间，再提供给旅行社作为旅游住宿服务，赚取差价；公司与旅社进行合作，代理景区的门票销售，上述均形成公司的二次代理收入。合作旅社包括泰州市文旅国际旅行社有限公司、苏州文化国际旅行社有限公司等。

近三年，公司旅游服务收入快速增长，2018 年以来，随着旅游业务建设投资逐步完善及二次代理业务的加入，2019 年，公司旅游业务收入快速增长至 5.20 亿元。公司旅游业务毛利率维持在较高水平，2018 年有所下降系二次代理业务毛利率相对较低，2019 年毛利率为 82.14%。

自建项目方面，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，计入在建工程科目，截至 2020 年 9 月底已投资 19.90 亿元。项目计划于 2021 年完工，剩余投资 0.68 亿元，资金来源主要包括资本金及企业债券资金。募投项目建成后将实现各类游船收入、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。

表 6 截至 2020 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	已投资金额
古城河生态修复及旅游提升工程	2016—2021 年	20.58	19.90

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“17 凤城河债 01/17 凤建 01”“18 凤城河债 01/18 凤建 01”和“19 凤城河债 01/19 凤建 01”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

未来公司将继续推进旅游基础设施项目建设，2021 年公司拟建项目规划总投资 66.45 亿元。其中，泰来面粉厂工程遗址文化复兴项目、海军文化园及郊野公园和市福利院二期项目计划投资规模 51.80 亿元，上述项目除泰来面粉厂一期已完成招标外，目前其余项目均处于前期策划阶段。剩余项目主要围绕泰州市内景区开展，包括凤城河内环游步道工程、泰州市烈士陵园陈列馆顶部改造、乔园东宅西园项目等，上述项目资金来源以自筹为主，公司拟

建的自建项目存在一定对外融资需求，项目落地情况有待关注。

(3) 房屋租赁

公司将自持商铺进行出租，近年来租赁收入呈增长趋势。2020 年以来“新冠”疫情对租赁业务有一定影响。

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，已全部出租。近年来，公司房屋租赁收入呈增长趋势，2019 年，随着租赁价格的提高，公司租赁收入增至 1.19 亿元，同比增长 23.96%，毛利率为 100.00%，主要系租赁房屋的维护由文旅集团下属的泰州市文旅商业管理有限公司统一负责，不再计成本所致。2020 年前三季度，受“新冠”疫情影响，公司给予租户一定免租，仅确认租赁收入 0.10 亿元。

(4) 贸易业务

公司物资贸易板块收入增长快，存在与合并范围子公司的贸易往来，占比不高；存在一定的单一客户集中风险。

2019 年，公司新增物资贸易收入 0.66 亿元，毛利率 3.62%，主要由子公司泰州古城河物资有限公司（以下简称“物资公司”）负责，目前贸易产品包括管桩、电梯、保温板等，2020 年以来的贸易产品主要为船用燃料油/沥青。

物资公司的供应商包括江苏坤汇贸易有限公司、泰州市港宸贸易有限公司、中海油气（泰州）石化有限公司。物资公司主要客户包括非合并范围子公司泰州市文旅置业有限公司（以下简称“文旅置业”）、江苏金文置业有限公司¹；2020 年 1—9 月，公司与民营企业江苏祥润石油化工有限公司贸易金额占比超过 75%，占比高。

2020 年前三季度，公司实现贸易收入 3.47 亿元，毛利率为-1.05%，系物资公司与子公司兴化市凤城河房地产有限公司（以下简称“兴

化地产”）的内部贸易业务收入抵消，但成本没有及时调整导致成本高于收入所致。公司未来将持续运营贸易板块业务。

表 7 公司贸易板块主要客户情况表(单位:万元、%)

年份	客户	物资品类	金额
2019	江苏金文置业有限公司	管桩	255.7
2019	文旅置业	管桩	195.2
2019	江苏邗建集团有限公司	管桩	1123
2019	华新建工集团有限公司	保温板/砂浆	1593
2020 年 1—9 月	江苏祥润石油化工有限公司	船用燃料油/沥青	26402
2020 年 1—9 月	南通华新建工集团有限公司	建材	1623
2020 年 1—9 月	江苏邗建集团有限公司	管桩	1329

资料来源：公司提供

(5) 地产业务

兴化地产纳入合并范围后，公司新增地产收入，未来尚需投资规模一般，回款情况尚可。

根据公司与兴化市政府签署《战略合作协议》，公司参与兴化市文化旅游产业项目建设开发。目前，子公司兴化地产进行旅游房地产开发，包括商业和住宅项目，兴化地产具有房地产开发贰级资质，已纳入公司合并范围。2019 年，公司确认商品房销售收入 2.31 亿元，毛利率 12.79%。2020 年前三季度，公司实现商品房销售收入 0.94 亿元，毛利率 6.36%。截至 2020 年 9 月底，公司在建商品房 2 个，总投资 23.76 亿元，已投资 20.53 亿元，已实现回款 18.03 亿元；公司暂无拟建地产项目。

表 8 2020 年 6 月底公司地产板块情况表

(单位:亿元、万平方米)

名称	总投资	已投资	面积	已回款	工期
兴化紫薇府	17.26	16.76	35.22	15.43	2020/12
兴化海棠府	6.50	3.77	10.80	2.60	2021/6
合计	23.76	20.53	46.03	18.03	--

注：兴化紫薇府项目已部分完工

资料来源：公司提供

(6) 其他业务

公司业务还包括项目管理、房屋转让和利息收入等，近年来收入存在一定波动，稳定性

¹ 公司有多家全资子公司及联营企业，系为加强国有资产管理而设立，实质受泰州市国资委监管，公司不参与经营管理、不享有控制权、不具有重大影响

一般。

项目管理业务系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%。该业务为 2017 年新增，2018 年以后公司未产生项目管理业务收入，该业务可持续性一般。

2018—2019 年，公司房屋转让收入 0.67 亿元和 0.98 亿元，为公司从政府购买的保障房进行销售取得的收入。公司目前剩余部分保障房项目尚未确认销售收入，收入规模较小，未来可持续性一般。

2018—2019 年，公司其他收入大幅增长至 1.23 亿元，系公司借款给文旅集团产生的利息收入。2020 年 1—9 月，公司实现其他收入 1.00 亿元，系借款给区域内其他平台公司款项产生的利息收入。

3. 未来发展

公司将继续从事泰州市文化旅游基础设施建设及运营，拟建的自建项目计划投资规模大，未来公司将存在一定的对外融资需求。

公司未来将继续参与泰州市旅游文化基础设施建设，贯彻落实泰州全域旅游发展战略，通过对凤城河风景区“两河、三街、四景、五

馆”的重点开发，策划连动“东湖西河南草北果”四大空间片区组团，丰富旅游体验项目，完善旅游配套设施，发展文化旅游及关联产业。

八、财务分析

公司提供了 2015—2017 年度三年连审财务报告、2018 年财务报告和 2019 年财务报告，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，并均出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2020 年三季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 9 月底，公司合并范围内子公司 10 家。从合并范围变动来看，2018 年，公司合并范围未发生变化；2019 年，公司新纳入 2 家子公司，分别为兴化地产（投资设立）和泰州市国泰宾馆（无偿划拨）；2020 年前三季度，公司合并范围新增 1 家子公司。公司财务数据可比性较强。

1. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，资产结构基本稳定；公司资产中应收类款项和投资性房地产占比大，资产流动性弱，资产质量一般。

2017—2019 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 21.24%。截至 2019 年底，公司资产总额合计 338.91 亿元，较 2018 年底增长 4.71%，公司资产结构以流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	18.42	7.99	17.09	5.28	16.68	4.92	14.40	3.97
应收账款	27.78	12.05	32.68	10.10	35.46	10.46	37.02	10.22
其他应收款	78.78	34.17	158.78	49.05	150.34	44.36	162.35	44.83
存货	32.82	14.23	25.01	7.73	41.72	12.31	44.56	12.30
流动资产	158.70	68.84	235.45	72.74	245.39	72.41	262.63	72.51
投资性房地产	68.73	29.81	76.01	23.48	78.29	23.10	78.29	21.62
在建工程	1.85	0.80	11.03	3.41	14.01	4.13	19.92	5.50
非流动资产	71.85	31.16	88.23	27.26	93.52	27.59	99.55	27.49

资产总额	230.55	100.00	323.68	100.00	338.91	100.00	362.19	100.00
------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

2017—2019 年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 24.35%。截至 2019 年底，公司流动资产为 245.39 亿元，较 2018 年底增长 4.22%，主要系存货增长。

截至 2019 年底，公司货币资金为 16.68 亿元，较 2018 年底下降 2.41%。其中受限资金 2.44 亿元，为保证金。

2017—2019 年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长 12.98%。截至 2019 年底，公司应收账款 35.46 亿元，较 2018 年底增长 8.50%，其中应收泰州市国资委 32.68 亿元，账龄 3~4 年，占应收账款的 92.15%。

2017—2019 年末，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 38.14%。截至 2018 年底，公司其他应收款 158.78 亿元，较上年大幅增长主要系与非合并范围子公司往来款大幅增长所致，包括与文旅置业往来款大幅增长至 21.02 亿元、与江苏水城园艺营造有限公司（原江苏水城园林绿化工程有限公司）往来款大幅增长至 20.93 亿元、与泰州市古城河文化传媒有限公司往来款 17.59 亿元及与文旅集团往来 16.83 亿元。截至 2019 年底，公司其他应收款 150.34 亿元，较 2018 年底下降 5.32%，以往来款为主，前 5 名合计金额占其他应收款的 73.12%，集中度较高。公司应收类款项占资产总额的比重有所下降，截至 2019 年底为 54.82%，公司应收类款项规模较大，对资金占用明显。

表 10 截至 2019 年底其他应收款前五名

（单位：亿元）

往来单位	股东	金额	款项性质
泰州市国资委	--	37.67	往来款
文旅集团	泰州市国资委	24.33	往来款
泰州市凤城河置业有限公司	管委会	16.63	往来款
泰州市古城河文化传媒有限公司	公司	16.59	往来款
江苏金文置业有限公司	文旅置业	14.71	往来款

合 计	109.92	--
-----	--------	----

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年末，公司存货波动增长，年均复合增长 12.76%。截至 2019 年底，公司存货 41.72 亿元，较 2018 年底增长 66.80%，基本全部为开发成本。

2017—2019 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 14.09%。截至 2019 年底，公司非流动资产总额 93.52 亿元，较 2018 年底增长 5.99%，主要系在建工程及投资性房地产增长。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产 0.43 亿元，较上年底保持稳定，其中包含多家全资子公司及联营企业，包括泰州市古城河游船服务有限公司、江苏水城园艺营造有限公司、泰州市古城河文化传媒有限公司、文旅置业等，相关企业系为加强国有资产管理而设立，实质受泰州市国资委监管，公司不参与经营管理、不享有控制权、不具有重大影响。

2017—2019 年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 6.73%。截至 2018 年底，公司投资性房地产为 76.01 亿元，增长主要系公允价值变动所致。截至 2019 年底，公司投资性房地产为 78.29 亿元，较 2018 年底增长 3.00%，主要系合并兴化地产、泰州市国泰宾馆增加 1.75 亿元房屋及建筑物和 0.12 亿元土地所致。

2017—2019 年末，公司在建工程持续增长，年均复合增长 175.29%。截至 2019 年底，公司在建工程为 14.01 亿元，较 2018 年底增长 27.04%，为自营的古城河生态修复及旅游提升工程项目支出增加。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 362.19 亿元，较上年底增长 6.87%。其中，流动资产占 72.51%，非流动资产占 27.49%。截至 2020 年 9 月底，公司应收账款 37.02 亿元，较上年底增长 4.39%，主要系应收泰州市文化旅游发

展有限公司增长所致。截至 2020 年 9 月底，公司其他应收款 162.35 亿元，较上年底增长 7.99%。截至 2020 年 9 月底，公司存货 44.56 亿元，较上年底增长 6.81%，主要系开发成本增长。同期，公司在建工程（合计）19.92 亿元，较上年底增长 42.18%，主要系城河生态修复及旅游提升工程投入，另有国泰宾馆装修改造工程投入 229.59 万元。截至 2020 年 9 月底，公司已抵押用于取得银行借款的资产金额为 11.29 亿元，包括土地和房产，受限货币资金 2.38 亿元。另外，公司应收账款质押 18.20 亿元，上述受限资产合计占总资产比重为 8.80%。

2. 资本结构

近年来，公司所有者权益持续增长，构成变动不大，质量一般；公司有息债务规模波动增长，债务结构未发生较大变化，2021 年存在一定集中偿付压力。

2017—2019 年末，公司所有者权益持续

增长，年均复合增长 19.21%。截至 2019 年底，公司所有者权益为 156.77 亿元，较 2018 年底增长 4.45%，主要系未分配利润增长所致。

截至 2018 年底，公司实收资本较上年大幅增长 30.00 亿元，主要系泰州市国资委对公司增资所致。截至 2019 年底，公司实收资本较上年底无变化。

截至 2018 年底，公司资本公积较上年底无变化；截至 2019 年底，公司资本公积小幅增长至 40.34 亿元，系泰州市国泰宾馆划入所致。

2017—2019 年末，公司其他综合收益保持稳定，均为 29.40 亿元，主要为投资性房地产公允价值变动。

2017—2019 年末，公司未分配利润快速增长，年均复合增长 46.09%，为公司净利润的累积。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益合计 158.40 亿元，受未分配利润增长影响，较上年底增长 1.04%，较上年底变化不大。

表 11 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	27.88	25.27	57.88	38.56	57.88	36.92	57.88	36.54
资本公积	39.17	35.50	39.17	26.10	40.34	25.73	40.35	25.47
其他综合收益	29.40	26.65	29.40	19.59	29.40	18.76	29.40	18.56
未分配利润	12.50	11.33	21.41	14.27	26.68	17.02	27.55	17.39
所有者权益合计	110.32	100.00	150.09	100.00	156.77	100.00	158.40	100.00

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

2017—2019 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 23.08%。截至 2019 年底，公司负债总额为 182.14 亿元，其中流动负债占比 44.49%，非流动负债占比 55.51%。

2017—2019 年末，公司流动负债持续增

长，年均复合增长 54.87%。截至 2019 年底，公司流动负债 81.03 亿元，较 2018 年底增长 7.43%，主要系其他流动负债和预收款项增长所致。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.90	5.74	20.73	11.94	10.93	6.00	13.97	6.86
预收款项	0.05	0.04	0.02	0.01	12.35	6.78	15.81	7.76
其他应付款	20.25	16.84	24.11	13.89	9.64	5.29	25.30	12.41

一年内到期的非流动负债	2.50	2.08	22.53	12.98	24.82	13.63	2.71	1.33
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	12.00	6.59	15.00	7.36
流动负债	33.78	28.10	75.42	43.45	81.03	44.49	83.69	41.07
长期借款	67.09	55.80	40.50	23.33	20.13	11.05	18.21	8.93
应付债券	9.42	7.84	35.17	20.26	49.92	27.41	72.03	35.34
长期应付款	0.13	0.11	10.88	6.27	18.92	10.39	17.72	8.69
非流动负债	86.45	71.90	98.17	56.55	101.11	55.51	120.09	58.93
负债总额	120.23	100.00	173.59	100.00	182.14	100.00	203.79	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表

2017—2019 年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长 25.88%。截至 2019 年底，公司短期借款 10.93 亿元，较 2018 年底下降 47.27%，主要系信用借款大幅下降 16.91 亿元所致。同期，公司短期借款由信用借款及 9.13 亿元保证借款构成，担保人为鑫泰集团等公司。

2017—2019 年末，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 30.99%。截至 2019 年底，公司其他应付款 9.64 亿元，较 2018 年底下降 60.01%，主要系往来款下降所致。公司其他应付款欠款金额前 5 名占比 75.10%，包括与泰州市国有企业监事管理中心往来款 2.60 亿元、与泰州凤城河建筑风水文化有限公司往来款 1.88 亿元、泰州市古城河游船服务有限公司往来款 1.42 亿元等；账龄在 1 年内的其他应付款为 6.79 亿元。

2017—2019 年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 215.09%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 24.82 亿元，较 2018 年底增长 10.16%，全部为一年内到期的长期借款。

2017—2019 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 8.15%。截至 2019 年底，公司非流动负债 101.11 亿元，较 2018 年底增长 3.00%，主要系长期借款变动。

2017—2019 年末，公司长期借款持续下降，年均复合下降 45.22%。截至 2019 年底，公司长期借款 20.13 亿元，较 2018 年底下降 50.30%，其中信用借款占 57.13%、抵押借款占 41.88%。

2017—2019 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长 130.17%。截至 2019 年底，公司

应付债券 49.92 亿元，较 2018 年底增长 41.94%，系发行“19 凤城河债 01”“19 凤城河 MTN001”等所致。

截至 2019 年底，公司长期应付款 18.54 亿元，较 2018 年底增长 75.07%，系增加融资租赁款所致，包括苏银租赁 3.75 亿元和平安租赁 3.20 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司负债总额 203.79 亿元，较上年底增长 11.89%。其中，流动负债占 41.07%，非流动负债占 58.93%。公司负债结构较上年底变化不大。截至 2020 年 9 月底，公司短期借款 13.97 亿元，较上年底增长 27.85%。截至 2020 年 9 月底，公司预收款项 15.81 亿元，较上年底增长 27.99%，主要系预收江苏祥润石油化工有限公司贸易款项 1.27 亿元及预收房款 14.51 亿元所致。同期，公司其他应付款 25.30 亿元，较上年底增长 162.33%，主要系与非合并范围子公司的往来款。公司其他流动负债 15.00 亿元，较上年底增长 25.03%，主要包括公司发行的超短融。截至 2020 年 9 月底，公司长期借款 18.21 亿元，较上年底下降 9.56%；公司应付债券 72.03 亿元，较上年底增长 44.30%，主要系 2020 年新发行“20 凤城河 MTN001”“20 凤城河 MTN002”和“20 凤城河 PPN001”等。

如将长期应付款及其他流动负债计入有息债务，2017—2019 年末，公司全部债务波动增长，年均复合增长 26.20%。截至 2019 年底，公司全部债务 139.37 亿元，其中短期债务占 36.44%。2017—2019 年末，公司资产负债率持续增长，全部债务资本化比率保持增长，长期债务资本化比率持续下降。截至 2019 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 53.74%、47.06%和 36.11%，考虑到公司资产、权益质量一般，公司整体债务负担偏重。截至 2020 年 9 月底，公司全部债务 140.54 亿元，较上年底有所增长。其中，短期债务 32.96 亿元，长期债务 107.57

亿元。截至 2020 年 9 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分别为 56.27%、47.01%和 40.45%。从公司有息债务期限结构来看，截至 2020 年 9 月底，公司 2021 年存在一定有息债务集中偿付压力。

表13 截至2020年9月底公司有息债务到期分布情况（单位：亿元、%）

项目	2020年10-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年及以后	合计
金额	5.94	49.17	31.91	28.76	11.65	11.84	139.26
占比	4.26	35.31	22.91	20.65	8.36	8.50	100.00

资料来源：公司提供

3. 盈利能力

近年来，公司营收规模增长且营业利润率持续维持较高水平，公司盈利指标表现良好，但公允价值变动收益、政府补贴对利润影响大。

2017—2019 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 12.13%；公司营业成本波动增长，年均复合增长 3.95%，低于营业收入增幅。其中，2019 年，公司营业收入为 13.36 亿元，同比增长 15.75%；营业成本为 7.37 亿元，同比下降 2.42%。同期，公司营业利润率分别为 34.25%、29.25%和 43.84%，持续维持较高水平。

2017—2019 年，公司期间费用总额持续增长，年均复合增长 17.38%。2017—2019 年，公司期间费用率分别为 5.38%、6.52%和 5.90%，公司费用控制能力较好。同期，公司其他收益分别为 3.02 亿元、3.00 亿元和 1.40 亿元，主要为建设发展补贴和借款利息返还；利润总额为 6.08 亿元、13.03 亿元和 6.88 亿元，其中 2018 年规模较大主要系当年因投资性房地产评估产生 7.28 亿元公允价值变动收益所致。2017—2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率均波动下降，三年加权平均值分别为 2.55%和 4.55%，波动下降。公司盈利指标表现良好。

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 6.69 亿元，同比增长 27.87%，系较上年同期贸易收入增长所致；由于贸易业务毛利率较低，公司实现利润总额 0.98 亿元，同比下降 72.28%。

2020 年 1—9 月，营业利润率为 16.92%，同比下降 59.28 个百分点。

4. 现金流分析

近年来，公司经营活动现金流以往来款为主，随着往来流出的波动下降，经营活动逐渐转为净流入；公司投资活动现金流规模较小，筹资活动逐渐转为以偿债流出为主。

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入分别为 18.14 亿元、36.25 亿元和 57.08 亿元，主要为房屋租赁、旅游服务收入回流及往来款流入；公司现金收入比分别为 56.06%、47.84%和 121.49%，波动增长，收现质量不稳定。同期，公司经营活动现金流出分别为 33.58 亿元、88.13 亿元和 51.15 亿元，主要为往来款支出。2017—2019 年，公司经营活动现金净额分别为-15.44 亿元、-51.88 亿元和 5.92 亿元，由负转正，2018 年以后，公司融资规模有所下降，筹资活动逐渐转为以偿债流出为主。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动无现金流入，流出分别为 1.51 亿元、0.00 亿元和 0.02 亿元，规模很小。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 48.10 亿元、110.23 亿元和 46.43 亿元，主要为取得借款获得的资金；筹资活动现金流出分别为 28.07 亿元、62.17 亿元和 48.75 亿元，主要为偿还债务本息支出；

净额分别为 20.02 亿元、48.06 亿元和-2.32 亿元。

从经营活动来看，2020 年 1—9 月，公司经营活动现金流入 22.52 亿元、经营活动现金流出 21.84 亿元，公司实现经营活动现金净流入 0.68 亿元。同期，公司现金收入比为 80.54%。从投资活动来看，2020 年 1—9 月，公司投资活动现金净流出 1.37 亿元。从筹资活动来看，2020 年 1—9 月，公司筹资活动现金流入 58.05 亿元，同比增长 47.43%；筹资活动现金流出 59.58 亿元，同比增长 22.10%，实现筹资活动现金净流出 1.53 亿元。

5. 偿债能力

公司面临较大的短期偿债压力，长期偿债能力一般，存在一定或有负债风险；公司间接融资渠道畅通，同时考虑到股东对公司的整体支持力度大，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年末，公司流动比率和速动比率均持续下降，2019 年底分别为 302.85% 和 251.36%，截至 2020 年 9 月底，公司流动比率与速动比率分别为 313.80% 和 260.56%，较上年底分别提高 10.95 和 9.20 个百分点。2017—2019 年末，公司经营现金流动负债比率分别为 -45.70%、-68.78% 和 7.31%，现金短期债务比分别为 1.67 倍、0.39 倍和 0.33 倍。截至 2020 年 9 月底，公司现金短期债务比为 0.44 倍。整体看，公司流动资产对流动负债的保障能力较好，经营性现金流净额对流动负债无保障能力，现金类资产对短期债务的保障程度较弱，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 6.15 亿元、13.13 亿元和 7.52 亿元，波动增长。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.21 倍、1.75 倍和 0.93 倍，波动下降，EBITDA 对利息的覆盖程度一般。2017—2019 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 14.23 倍、9.95 倍和 18.53 倍，波动增长，公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年 9 月底，公司对外担保余额为 47.56 亿元，担保比率为 30.03%。被担保企业是当地国有企业，包括鑫泰集团、泰州城投、泰州交通集团、泰州高教投资发展有限公司等。目前被担保公司均正常运营，但是担保规模较大，被担保企业区域和行业集中度高，企业之间互保情况多，存在一定或有负债风险。

截至 2020 年 9 月底，公司获得的各银行授信总额为 90.95 亿元，尚未使用额度为 51.00 亿元，间接融资渠道畅通。

考虑到近年来股东对公司的整体支持力度大，公司整体偿债能力很强。

6. 母公司财务情况

母公司资产、权益、债务规模占合并口径比例较大，整体变动与合并口径一致，收入规模占合并口径比例小。

母公司主要负责代建及房屋租赁业务，2017—2019 年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长 19.84%。截至 2019 年底，母公司资产总额 319.49 亿元，较 2018 年底增长 4.98%，以流动资产为主，公司主要资产集中于母公司，母公司资产规模占合并口径的 94.27%。

2017—2019 年末，母公司所有者权益持续增长，年均复合增长 17.54%。截至 2019 年底，母公司所有者权益总额 151.80 亿元，占合并口径的 96.83%，受资本公积和未分配利润增长影响，较 2018 年底增长 2.26%。

2017—2019 年末，母公司负债持续增长，年均复合增长 22.05%。截至 2019 年底，母公司负债总额 167.69 亿元，较上年底增长 7.57%。以流动负债为主。截至 2019 年底，母公司全部债务 105.67 亿元，资产负债率 52.49%，全部债务资本化比率 41.50%，公司债务主要集中在母公司。

2017—2019 年，母公司营业收入波动下降，年均复合下降 26.31%。2019 年，母公司实现营业收入 5.14 亿元，占公司合并口径营业收入

的比重为 38.47%，利润总额 2.82 亿元。

现金流方面，截至 2019 年底，公司母公司经营活动现金流由净流出转为净流入，为流入 1.54 亿元，投资活动现金净流出 0.02 亿元。筹资活动现金净流出 0.52 亿元。

截至 2020 年 9 月底，母公司资产总额 322.60 亿元，所有者权益为 152.14 亿元，负债总额 170.47 亿元；母公司资产负债率 52.84%，全部债务资本化比率 40.74%。2020 年 1—9 月，母公司营业收入 1.10 亿元，利润总额 0.44 亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发行对公司现有债务规模和结构影响不大，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力很强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据计划发行规模不超过 5.00 亿元，以最大发行规模测算，分别相当于 2019 年底公司长期债务和全部债务的 5.64% 和 3.59%，对公司长期债务及全部债务规模影响不大。

以 2019 年底财务数据为基础，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 53.74%、47.06% 和 36.11% 上升至 54.41%、47.94% 和 37.38%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到募集资金将全部用于偿还本息债务，本期中期票据发行后公司债务指标将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 6.15 亿元、13.13 亿元和 7.52 亿元，分别为本期中期票据最大发行额度（5.00 亿元）的 1.23 倍、2.63 倍和 1.50 倍。2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流入分别为 18.14 亿元、36.25

亿元和 57.08 亿元，分别为本期中期票据最大发行额度（5.00 亿元）的 3.63 倍、7.25 倍和 11.42 倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为 -15.44 亿元、-51.88 亿元和 5.92 亿元，分别为本期中期票据最大发行额度（5.00 亿元）的 -3.09 倍、-10.38 倍和 1.18 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力很强。

十、结论

公司是泰州市从事旅游文化类基础设施建设的重要主体。近年泰州市经济实力不断增长，公司外部环境良好。

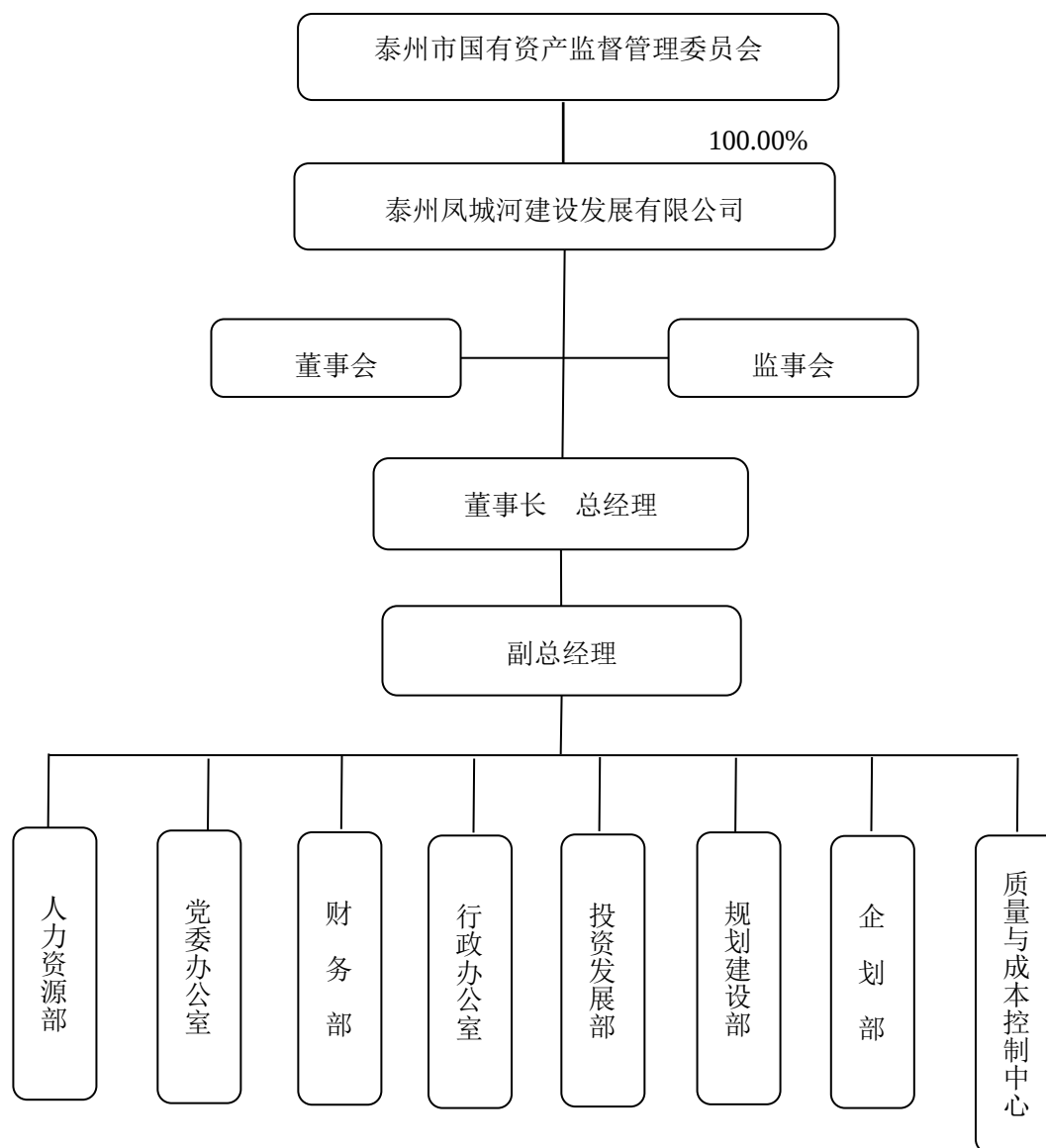
公司流动资产中应收类款项占比大，给公司带来一定的资金周转压力；非流动资产以投资性房地产为主，整体资产流动性弱，资产质量一般。公司代建收入规模有所缩减，收入主要来源于经营性项目，收现质量不稳定，盈利指标表现良好，公允价值变动收益、政府补贴对利润影响大。

公司目前拟建的自建项目仍存在一定对外融资需求，未来债务融资增长将加重公司偿债压力，但考虑到公司有望持续获得泰州市政府支持，以及未来经营性业务收入增长，公司实际偿债能力得到较强支撑。

本期中期票据发行对公司现有债务规模和结构影响不大，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力很强。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底公司股权及组织结构图



附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司合并范围子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	享有的表决权 (%)	取得方式
1	泰州祥泰老行当文化开发有限公司	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
2	泰州市古城河旅游产品销售有限公司	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
3	泰州市导游服务中心有限公司	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	100.00	100.00	设立
4	泰州市凤城河旅游管理服务有限公司	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
5	泰州东南国际旅行社有限公司	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
6	泰州古城河物资有限公司 (原泰州古城河投资管理有限公司)	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
7	泰州旅游集散中心有限公司	国内旅游业务, 入境旅游业务, 旅游咨询服务, 工艺美术品, 日用百货, 文化用品销售, 会议会展服务, 车辆租赁, 旅客票务代理	100.00	100.00	设立
8	兴化市凤城河房地产有限公司	房地产开发经营, 物业管理、自有房屋租赁	100.00	100.00	设立
9	泰州市国泰宾馆	房屋租赁、机票票务代理、停车场服务	100.00	100.00	划拨
10	上海文鑫融资租赁有限公司	融资租赁业务; 租赁业务; 向国内外购买租赁财产等	75.00	75.00	设立

资料来源: 公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.42	17.09	16.69	14.40
资产总额(亿元)	230.55	323.68	338.91	362.19
所有者权益(亿元)	110.32	150.09	156.77	158.40
短期债务(亿元)	11.00	44.30	50.78	32.96
长期债务(亿元)	76.51	86.26	88.59	107.57
全部债务(亿元)	87.51	130.56	139.37	140.54
营业收入(亿元)	10.63	11.54	13.36	6.69
利润总额(亿元)	6.08	13.03	6.88	0.98
EBITDA(亿元)	6.15	13.13	7.52	--
经营性净现金流(亿元)	-15.44	-51.88	5.92	0.68
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.51	0.38	0.39	--
存货周转次数(次)	0.11	0.26	0.22	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	56.06	47.84	121.49	80.54
营业利润率(%)	34.25	29.25	43.84	16.92
总资本收益率(%)	2.67	3.62	2.07	--
净资产收益率(%)	4.78	6.51	3.28	--
长期债务资本化比率(%)	40.95	36.50	36.11	40.45
全部债务资本化比率(%)	44.23	46.52	47.06	47.01
资产负债率(%)	52.15	53.63	53.74	56.27
流动比率(%)	469.77	312.18	302.85	313.80
速动比率(%)	372.62	279.01	251.36	260.56
经营现金流动负债比(%)	-45.70	-68.78	7.31	--
现金短期债务比(倍)	1.67	0.39	0.33	0.44
全部债务/EBITDA(倍)	14.23	9.95	18.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.21	1.75	0.93	--

注：公司 2020 年三季度报未经审计，其他流动负债及长期应付款中有息债务已纳入短期及长期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.84	14.06	9.92	7.57
资产总额(亿元)	222.45	304.33	319.49	322.60
所有者权益(亿元)	109.88	148.44	151.80	152.14
短期债务(亿元)	10.20	39.50	47.62	14.34
长期债务(亿元)	72.82	86.26	70.05	90.23
全部债务(亿元)	83.02	125.76	105.67	104.57
营业收入(亿元)	9.47	6.60	5.14	1.10
利润总额(亿元)	5.50	11.38	2.82	0.44
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-18.62	-50.90	1.54	2.79
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.45	0.22	0.15	--
存货周转次数(次)	0.11	0.17	0.14	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.03	0.02	--
现金收入比(%)	50.70	10.79	18.20	1.51
营业利润率(%)	28.27	24.85	24.45	39.99
总资本收益率(%)	2.51	3.11	0.82	--
净资产收益率(%)	4.41	5.75	1.39	--
长期债务资本化比率(%)	39.86	36.75	31.57	37.23
全部债务资本化比率(%)	43.04	45.86	41.04	40.74
资产负债率(%)	50.61	51.22	52.49	52.84
流动比率(%)	498.16	370.65	333.51	430.30
速动比率(%)	388.11	327.64	290.16	371.16
经营现金流动负债比(%)	-62.45	-88.18	2.30	--
现金短期债务比(倍)	1.36	0.36	0.28	0.53
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：母公司 2020 年三季报未经审计

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	(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 + 长期应付款中付息项

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 4-1 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 4-2 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 4-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 泰州凤城河建设发展有限公司 2021 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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 3 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。