信用等级公告

联合[2018] 1318 号

联合资信评估有限公司通过对泰州市高港高新区开发建设有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持泰州市高港高新区开发建设有限责任公司主体长期信用等级为 AA，维持“17 高港高新债/17 高港债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

泰州市高港高新区开发建设有限责任公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
17 高港高新债/17 高港债	15.00亿元	2024/6/22	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	4.62	6.18	7.42
资产总额(亿元)	59.91	73.37	100.93
所有者权益(亿元)	41.98	43.80	45.48
短期债务(亿元)	2.84	7.15	6.97
长期债务(亿元)	6.83	9.61	26.82
全部债务(亿元)	9.68	16.76	33.79
营业收入(亿元)	8.66	9.10	9.99
利润总额(亿元)	1.12	1.82	1.68
EBITDA(亿元)	1.60	2.50	2.25
经营性净现金流(亿元)	-20.39	-2.26	-15.14
营业利润率(%)	8.35	3.69	9.30
净资产收益率(%)	2.65	4.15	3.70
资产负债率(%)	29.91	40.30	54.94
全部债务资本化比率(%)	18.73	27.68	42.63
流动比率(%)	502.49	345.84	336.11
经营现金流动负债比(%)	-189.00	-11.49	-53.29
全部债务/EBITDA(倍)	6.07	6.70	14.99

分析师

喻宙宏　张婷婷

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

泰州市高港高新区开发建设有限责任公司（以下简称“公司”）是泰州市高港区重要的基础设施和安置工程投资建设主体。跟踪期内，公司业务稳步发展，营业收入保持增长，持续获得股东在财政补贴方面的支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司应收类款项大幅增长，对资金占用较大；存货占比高，主要为代建项目，公司资产流动性偏弱；代建业务回款偏差等因素对其经营和发展可能带来的不利影响。随着泰州高港高新技术产业园基础设施建设的不断推进，公司未来有望保持稳步发展。

“17 高港高新债/17 高港债”设置了分期偿还本金安排，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）为“17 高港高新债/17 高港债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，担保实力极强，有效提升了“17 高港高新债/17 高港债”本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“17高港高新债/17高港债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司为泰州市高港区重要的基础设施投资建设主体，持续获得财政补贴方面的股东支持。
2. 江苏再担保对“17 高港高新债/17 高港债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，该担保有效提升了债券本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司代建业务回款偏差，应收类款项大幅增长，对资金占用较大；存货

占比高，主要为代建项目，公司资产流动性偏弱。

2. 公司调整后短期债务规模大，存在一定的短期偿债压力。
3. 公司对外担保规模大，担保比率高，存在一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由泰州市高港高新区开发建设有限责任公司（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。

泰州市高港高新区开发建设有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于泰州市高港高新区开发建设有限责任公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化，仍为泰州市高港区人民政府。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。2017 年底，公司内设办公室、财务部、资产经营部、项目建设部、投融资部和拆迁结算部共 6 个职能部门；拥有 1 家全资子公司。

截至 2017 年底，公司资产总额 100.93 亿元，所有者权益 45.48 亿元。2017 年，公司实现营业收入 9.99 亿元，利润总额 1.68 亿元。

公司注册地址：泰州市刁铺镇振北路 8 号，法定代表人：袁莹。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2017年底，联合资信所评“17高港高新债/17高港债”尚需偿还债券余额15.00亿元。跟踪期内，“17高港高新债/17高港债”已按期支付利息。截至2017年底，“17高港高新债/17高港债”募投项目电子信息产业园项目已完工，高港高新区中小企业集约区建设工程项目由于土地指标问题未按期开工。目前公司已获得相关土地，项目处于对外招标阶段，即将开始动工建设。募资资金已使用9.40亿元，其中4.40亿元已用于项目建设、5.00亿元用于补充流动资金。联合资信将密切关注“17高港高新债/17高港债”募投项目后续建设情况。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 高港高新债/17 高港债	15.00	15.00	2017/6/22	7 年

资料来源：联合资信整理

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，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管理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。

资源来源：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. 区域经济环境

公司作为泰州市高港区重要的基础设施和安置工程投资建设主体，泰州市高港区的经济水平、财政实力以及未来发展规划对公司发展有较大影响。

跟踪期内，泰州市及泰州市高港区经济持续增长，固定资产投资保持快速增长，公司外部发展环境良好。

根据《泰州市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，泰州市 2017 年全年实现地区生产总值 4744.53 亿元，同比增长 8.2%。其中第一产业增加值 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%。三次产业结构由 5.9:47.1:47.0 调整为 5.6:47.1:47.3。泰州市 2017 年固定资产投资快速增长，全年完成固定资产投资 3623.33 亿元，同比增长 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%。

2017 年，泰州市高港区实现地区生产总值 495.27 亿元，同比增长 9.5%；全区固定资产投资 444.88 亿元，同比增长 17.0%；实现规模以上工业产值 2053.09 亿元、利润 149.00 亿元，分别增长 19.1%、14.5%

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化。其中泰州市高港区人民政府持股 60.7%、江苏泰州高港高新技术产业园区管理委员会持股 39.3%，公司实际控制人仍为泰州市高港区人民政府。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员和员工情况未发生重大变化。

3. 外部支持

2017 年泰州市高港区财政收入稳步增长，公司股东支持能力较强，公司持续获得股东在财政补贴方面的支持。

公司是泰州市高港区重要的基础设施和安置工程的投资建设主体，跟踪期内，仍然从事高港高新区范围内的基础设施建设、园区经

营和安置工程建设业务，持续获得政府在财政补贴方面的支持。

根据泰州市高港区财政局提供的相关数据，2017 年泰州市高港区地方可控财力 54.39 亿元，同比增长 0.50%。其中一般公共预算收入 40.45 亿元，较 2016 年略有增长，占可控财力比重 74.38%，泰州市高港区财政收入质量较好。2017 年泰州市高港区一般公共预算支出 38.78 亿元，财政自给率为 104.32%，财政自给能力较好。截至 2017 年底，泰州市高港区政府债务余额 44.72 亿元，政府债务率为 83.50%，较 2016 年的 77.44%有所上升，政府债务负担偏重。

2017 年，公司收到泰州市高港区财政补贴 1.66 亿元。

4. 企业信用记录

根据《企业信用报告（银行版）》，（机构信用代码：G1032120300005540Y），截至 2018 年 6 月 5 日，公司无未结清关注类和不良类信贷信息记录，但有已结清关注类贷款 20 笔、已结清不良贷款 1 笔、已结清欠息 3 笔。跟踪期内，公司新增 1 笔已结清欠息，根据恒丰银行股份有限公司南京分行出具的说明，公司欠息系利息还款日期处于春节长假期间，已于 2018 年 2 月 22 日上班后扣款成功，非恶意拖欠。公司过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 6 月 13 日，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，公司在治理结构、管理体制等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入保持增长，新增土地改造收入和代建项目收入，新增业务模式仍为代建，受营改增影响，公司整体业务毛利率有所下降。

公司是泰州市高港区重要的基础设施和安置工程投资建设主体，主要从事高港高新区范围内的基础设施建设、园区经营和保障房建设业务。

2017 年，公司实现营业收入 9.99 亿元，同比增长 9.76%，新增土地改造收入和代建项目收入，主要系 2017 年度公司对收入板块进行细划，将原记入园区经营收入的土地改造收入单独列示，将原记入基础设施收入的道路、安置房、绿化项目等收入记入代建项目收入。公司收入结构较 2016 年无实质性变化。

毛利率方面，2017 年公司土地改造业务、代建项目业务和园区经营业务毛利率相同，均为 10.18%，实质均为代建业务。2017 年公司整体业务毛利率为 11.06%，较 2016 年的 17.20%有所下降，主要系营改增导致。

表3　2015~2017年公司主营业务收入构成情况（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
基础设施建设收入	29082.29	33.60	15.23	--	--	--	--	--	--
土地改造收入	--	--	--	--	--	--	56043.07	56.12	10.18
租赁收入	537.12	0.62	4.86	552.50	0.61	10.89	240.83	0.24	100.00
安置房销售收入	21376.10	24.70	13.86	34055.97	37.43	16.00	35285.03	35.33	12.08
资产转让收入	5240.00	6.05	23.71	--	--	--	--	--	--
园区经营收入	30316.35	35.03	15.23	56374.28	61.96	18.00	5409.75	5.42	10.18
代建项目收入	--	--	--	--	--	--	2884.12	2.89	10.18
合　计	**86551.86**	**100.00**	**15.34**	**90982.76**	**100.00**	**17.20**	**99862.80**	**100.00**	**11.06**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司代建业务稳步发展，全年业务回款偏差，在建项目未来投资支出大，存在一定的资金压力。

2017 年公司对收入板块进行明细划分，将原记入园区经营收入的土地改造收入单独列示；将原记入基础设施收入的道路、安置房、绿化等收入记入代建项目收入。土地改造收入主要是拆迁安置项目结算产生的收入。公司基础设施建设收入、土地改造收入、园区经营收入和代建项目收入业务模式均为代建模式，实质均为代建业务。

跟踪期内，公司代建业务运营模式、确认收入方式及账务处理未发生变化。公司受泰州市高港区人民政府委托代建高新区基础设施建设项目、高新区园区经营项目和高新区安置工程等项目，项目一般按照建设成本加成 18%计算公司应得的工程建设资金收入，公司年底按照项目完工进度确认收入。

2017 年，公司完工了刁东路、永盛路、永宁路等基础设施建设项目，完工了天龙电器、光华医用敷料、大自然德森堡（一期）、蓝科电子等园区经营项目，完成高新区官沟中沟东侧项目拆迁补偿安置工程、高新区华强照明项目拆迁补偿安置工程等土地改造项目。公司全年确认土地改造收入 5.60 亿元、代建项目收入 0.29 亿元、园区经营收入 0.54 亿元，实际收到政府回款分别为 3.00 亿元、0.23 亿元和 0.45 亿元。跟踪期内，公司代建业务回款质量偏差。

2017 年底，公司主要代建项目情况见下表，项目总投资合计 51.68 亿元，已投资 29.84 亿元。公司在建项目未来投资支出大，有一定的资金压力。

表 4 截至 2017 年底公司基础设施建设与园区经营业务主要在建项目情况

项目名称	计划总投资（万元）	是否签订代建协议	预计建成时间	截至2017年底已完成投资（万元）	2018 年计划投资（万元）
安置区-新城花苑二期	14570.00	是	2018	7137.01	7400.00
安置区-湖滨小区平改坡	300.00	是	2018	195.93	105.00
园区-高新区整体规划	80000.00	是	2020	43171.12	18000.00
园区-科技孵化器	120000.00	是	2021	98254.23	11000.00
道路-兴城路	500.00	是	2018	3.86	500.00
道路-科创路	600.00	是	2018	161.04	440.00
道路-永丰路	400.00	是	2018	165.33	240.00
道路-创业大道	600.00	是	2018	377.00	220.00
开发项目-明发二期	180000.00	是	2021	85152.61	13000.00
开发项目-鹏翎胶管	9500.00	是	2018	5446.84	4000.00
开发项目-亚力山卓	60000.00	是	2019	45021.70	8000.00
开发项目-顺丰项目	5420.00	是	2018	4894.10	600.00
开发项目-特种兵	15000.00	是	2019	394.08	6000.00
开发项目-统超物流	18000.00	是	2020	1662.56	6000.00
开发项目-久裕精工	6500.00	是	2018	6306.09	200.00
开发项目-邻里中心	5000.00	是	2019	29.73	3000.00
开发项目-物流停车场	400.00	是	2018	3.70	400.00
合计	**516790.00**	--	--	**298376.93**	**79105.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司安置房销售收入略有增长，政府划入公司的安置房基本售罄，未来安置房销售收入预计大幅下滑。

公司 2017 年在售的安置房为泰州市高港

区人民政府于 2014 年无偿划拨给公司的 5 处安置房，包含恒元城、明发广场、三星嘉苑、育才花园二期和栖园，以及 2017 年划入的新城花园一期。

上述划入的安置房由公司自行销售，其中安置房销售成本按照对应计入的“存货”科目的评估价值计量。2017 年公司安置房共销售 82543.84 平方米，实现销售收入 3.53 亿元。上述安置房已基本售罄。公司目前在建安置房项目主要为新城花苑二期，该项目未来一部分对外销售、一部分用于安置，政府最后差额补偿。公司未来安置房销售收入预计大幅下滑。

表5　2017年公司安置房楼盘的销售情况（单位：平方米、元/平方米、万元）

楼盘名称	销售面积	销售价格	销售收入
恒元城	7080.43	4339.52	3072.57
明发	7243.16	4442.23	3204.00
育才花苑	50226.91	4330.67	21751.61
三星嘉苑	11030.23	4184.84	3332.38
栖园	6963.11	4374.86	2912.70
新城花园一期	--	--	1011.77
合计	**82543.84**	--	**35285.03**

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司将继续以泰州市城市总体规划为指导，在泰州市高港区政府授权范围内，整合高港高新区的资源，致力于高港区的开发建设，不断提高公司内部治理结构和投融资工作的专业化水平。公司目前拟建项目情况见下表，拟建项目总投预计 14.17 亿元，未来仍有较大的投资支出。

表6　公司目前主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	预计开工时间	2018 年计划投资	2019 年计划投资	资金来源
代建-孔桥集中居住区	47000	2018 年 6 月	15000	32000	自筹
代建-许庄安置四区	60000	2018 年 12 月	1000	20000	自筹
代建-百世快递	7500	2018 年 5 月	7500	--	自筹
自建-双创基地一期	27000	2018 年 7 月	15000	12000	自筹
代建-许庄人文公墓三期	200	2018 年 6 月	200	--	自筹
合计	**141700**	--	**38700**	**64000**	--

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，北京兴华会计师事务所（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。

2017 年公司合并范围未发生变化，公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司应收类款项大幅增长，对资金占用较大；存货占比高，其中代建项目规模大，项目回款受政府拨付效率影响大；公司资产流动性偏弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 100.93 亿元，同比增长 37.57%，主要系应收账款及其他应收款大幅增长。其中流动资产占 94.61%、非流动资产占 5.39%，资产结构较 2016 年底变化较小。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.18	8.42	7.42	7.35
应收账款	10.63	14.49	17.18	17.02
其他应收款	6.38	8.70	21.79	21.59
存货	43.42	59.18	46.33	45.90
流动资产	**67.98**	**92.65**	**95.50**	**94.61**
非流动资产	**5.39**	**7.35**	**5.44**	**5.39**
资产总额	**73.37**	**100.00**	**100.93**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 95.50 亿元，同比增长 40.48%，流动资产结构较 2016 年底变化不大。2017 年底，公司货币资金 7.42 亿元，同比增长 20.01%，其中受限货币资金 0.99 亿元。公司应收账款 17.18 亿元，同比增长 61.62%，主要系应收泰州市高港区人民政府和江苏泰州高港高新区科技创业园管理委员会款项大幅增长。其中应收泰州市高港区人民政府 14.60 亿元、应收江苏泰州高港高新区科技创业园管理委员会款项 2.18 亿元。公司其他应收款 21.79 亿元，同比增长 241.65%，主要系往来款增长。其中应收泰州市凯泽建设股份有限公司 7.49 亿元、应收泰州市万厦市政工程公司 3.48 亿元为国有企业之间的往来款，应收泰州市升源房地产开发有限公司 1.35 亿元、应收明发集团泰州房地产开发有限公司 1.29 亿元为高新区招商引资形成的往来款，目前上述企业均正常经营，回款风险较小。公司存货 46.33 亿元，同比增长 6.71%，主要为代建项目建设支出增长。其中工程施工 45.47 亿元、库存商品 0.87 亿元。

2017 年底，公司非流动资产 5.44 亿元，同比增长 0.81%，非流动资产结构较 2016 年底变化较小。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定；债务规模大幅增长，债务负担大幅上升。

2017 年底，公司所有者权益合计 45.48 亿元，同比增长 3.84%，主要系未分配利润增长，所有者权益结构较 2016 年底变化较小。

2017 年底，公司负债合计 55.45 亿元，同比增长 87.54%，主要系应付账款及应付债券大幅增长所致。其中流动负债占 51.24%、非流动负债占 48.76%，公司流动负债占比有所下降。

表8 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.50	8.45	2.80	5.05
应付账款	0.77	2.60	5.73	10.33
其他应付款	11.15	37.71	12.56	22.65
流动负债	**19.66**	**66.47**	**28.41**	**51.24**
长期借款	8.70	29.42	7.00	12.62
应付债券	0.91	3.08	19.82	35.74
非流动负债	**9.91**	**33.53**	**27.04**	**48.76**
负债总额	**29.57**	**100.00**	**55.45**	**100.00**
实收资本	27.21	62.12	27.21	59.83
资本公积	11.29	25.78	11.29	24.82

未分配利润	4.71	10.75	6.22	13.68
所有者权益合计	**43.80**	**100.00**	**45.48**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 28.41 亿元，同比增长 44.55%，流动负债结构较 2016 年底有所变化。2017 年底，公司应付账款 5.73 亿元，同比增长 642.52%，主要为应付工程款增长；公司其他应付款 12.56 亿元，同比增长 12.70%，主要系保证金增长所致。其中保证金 3.99 亿元、借款 7.23 亿元，有息债务已调入短期债务核算。2017 年底，公司非流动负债 27.04 亿元，同比增长 172.77%，其中应付债券占比大幅增长。2017 年底，公司应付债券新增 19.82 亿元，主要系 2017 年公司发行了 5.00 亿元的私募债和 15.00 亿元的“17 高港高新债/17 高港债”。

有息债务方面，如将其他应付款及长期应付款中的有息债务调入短期债务和长期债务中核算。2017 年底，公司调整后全部债务 41.24 亿元，同比增长 53.37%。其中调整后短期债务占 34.43%、调整后长期债务占 65.57%，公司调整后长期债务占比大幅增长。随着有息债务规模的大幅增长，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率由 2016 年底的 40.30%、38.04%和 18.45%上升至 54.94%、47.55%和 37.28%。跟踪期内，公司有息债务规模大幅增长，债务负担大幅上升。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，营业利润率有所回升，利润对政府补助依赖性很大，整体盈利能力仍然较弱。

2017 年，公司实现营业收入 9.99 亿元，同比增长 9.79%，营业利润率 9.30%，较 2016 年有所增长，主要系营业税金及附加大幅下降。

公司期间费用主要为管理费用和财务费用，2017 年公司期间费用 0.74 亿元，较 2016 年的 0.65 亿元略有增长，期间费用占营业收入的比重为 7.45%，较 2016 年略有增长，公司期间费用控制力尚可。

2017 年，公司营业外收入 1.66 亿元，主要为政府补助，利润总额 1.68 亿元，利润对政府补助的依赖性很大。

从盈利指标看，2017 年公司调整后总资本收益率和净资产收益率由 2016 年的 3.26%、4.15%下降至 2.38%、3.70%，公司盈利能力仍然较弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司往来款大幅净流出导致经营活动现金净流出规模大幅增长，由于2017年成功发行企业债，公司筹资活动现金流净流入规模大幅增长。

经营活动方面，2017年公司经营活动现金流入8.95亿元。其中销售商品、提供劳务收到的现金为5.87亿元，主要为代建业务回款；收到其他与经营活动有关的现金为3.09亿元，同比大幅下降73.17%，主要为收到的政府补助和往来款。公司经营活动现金流出24.10亿元。其中购买商品、接受劳务支付的现金为8.09亿元，主要为项目建设支出；支付其他与经营活动有关的现金为15.48亿元，同比增长45.01%，主要为往来款项支付的现金。由于往来款大幅净流出，公司经营活动现金流净流出规模大幅增长至15.14亿元。2017年公司现金收入比为58.75%，较2016年的75.20%有所下降，公司2017年收入实现质量较差。

2017年，公司无投资活动现金流入，投资活动现金流出0.38亿元。其中投资支付的现金为0.36亿元，主要为公司对江苏港城污水处理有限公司等企业的股权投资支出。

2017年公司成功发行15亿元的企业债券和5亿元的私募债，公司筹资活动流入规模大幅增长至25.30亿元；公司筹资活动现金流出

8.52亿元，同比下降5.45%，主要为偿还债务和利息支付的现金。公司2017年筹资活动现金流净流入16.78亿元，同比大幅增长。

5. 偿债能力

公司资产流动性较弱，现金类资产无法覆盖调整后短期债务，短期债务支付能力较弱。跟踪期内，公司有息债务规模大幅增长，长期偿债压力有所加大，但考虑到股东对公司的持续支持，公司整体偿债能力较强，偿债风险较小。

2017年，公司流动比率和速动比率有所分化，流动比率由2016年的345.84%下降至336.11%，速动比率由2016年的124.94%上升至173.03%；公司经营活动现金流量净额持续为负，对公司流动负债无保障能力；公司现金类资产为7.42亿元，调整后短期债务为14.20亿元，公司有一定的短期偿债压力。

2017年，公司EBITDA为2.25亿元，随着有息债务规模大幅增长，公司调整后全部债务/EBITDA由2016年的10.75倍大幅上升至18.29倍，公司长期偿债压力加大。

2017年底，公司获得银行授信总额78.70亿元，未使用额度57.50亿元，公司间接融资渠道畅通。

2017年底，公司对外担保金额合计32.91亿元，担保比率72.36%。被担保企业主要为泰州市高港区政府下属企业及泰州高港高新区管委会下属企业，目前经营正常，公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

九、存续债券偿债能力分析

截至2017年底，公司存续债券余额20.00亿元，无一年内到期的应付债券，存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度一般。

截至2017年底，公司无一年内到期兑付债券，2020年将达到存续债券待偿本金峰值8.00亿元。2017年底，公司现金类资产7.42亿元；2017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8.95亿元、-15.14亿元和2.25亿元，对公司存续债券保障情况如下表。总体看，公司存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度一般。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	8.00
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	1.12
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-1.89
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.28

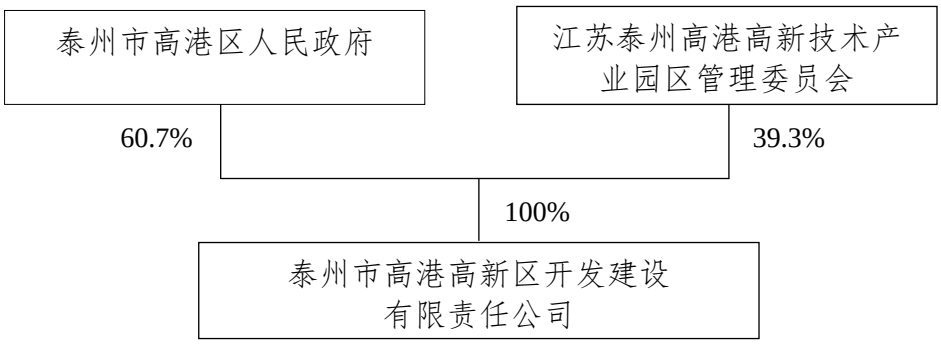
资料来源：联合资信整理

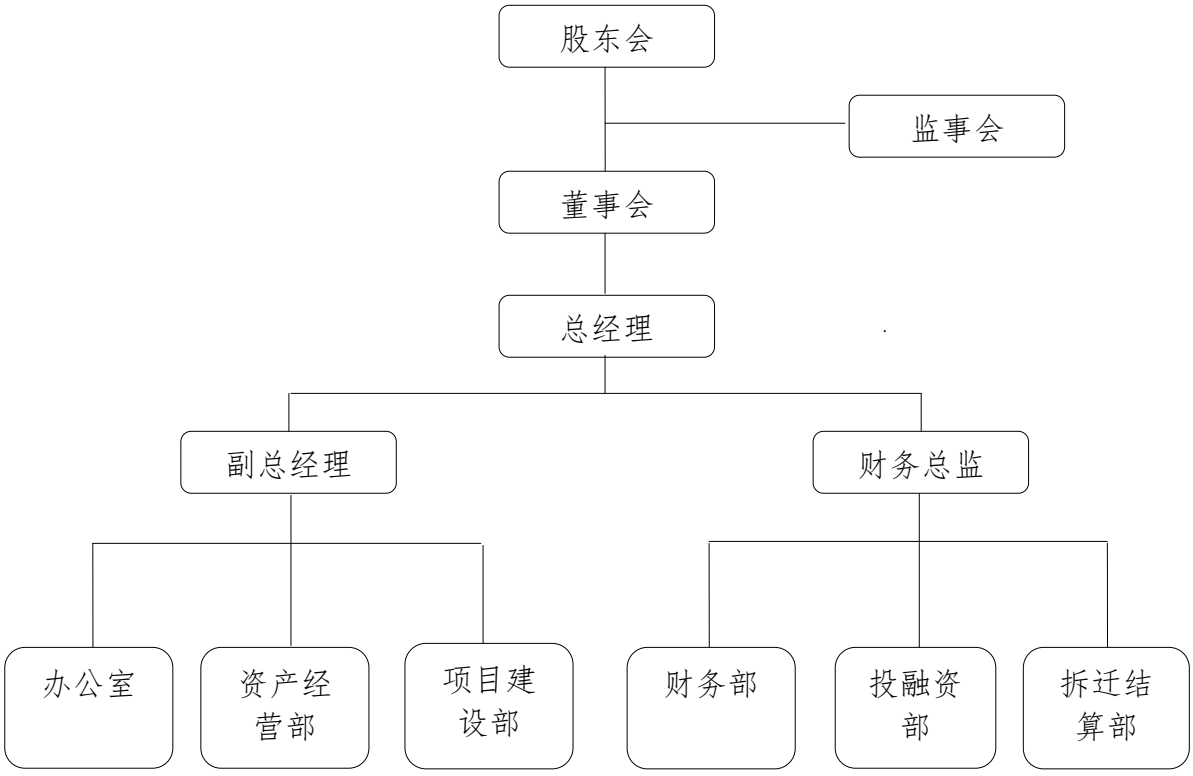
此外，“17高港高新债/17高港债”由江苏省信用再担保集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据联合资信于2017年11月24日出具的江苏省信用再担保集团有限公司主体评级报告，江苏省信用再担保集团有限公司主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，增强了“17高港高新债/17高港债”本息偿还的安全性。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，并维持“17高港高新债/17高港债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权及组织架构图





附件 2　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)	4.62	6.18	7.42
资产总额(亿元)	59.91	73.37	100.93
所有者权益(亿元)	41.98	43.80	45.48
短期债务(亿元)	2.84	7.15	6.97
调整后短期债务(亿元)	10.31	16.97	14.20
长期债务(亿元)	6.83	9.61	26.82
调整后长期债务(亿元)	7.13	9.91	27.04
全部债务(亿元)	9.68	16.76	33.79
调整后全部债务(亿元)	17.44	26.89	41.24
营业收入(亿元)	8.66	9.10	9.99
利润总额(亿元)	1.12	1.82	1.68
EBITDA(亿元)	1.60	2.50	2.25
经营性净现金流(亿元)	-20.39	-2.26	-15.14
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.74	0.82	0.72
存货周转次数(次)	0.23	0.20	0.20
总资产周转次数(次)	0.14	0.14	0.11
现金收入比(%)	63.74	75.20	58.75
营业利润率(%)	8.35	3.69	9.30
调整后总资本收益率(%)	2.57	3.26	2.38
净资产收益率(%)	2.65	4.15	3.70
长期债务资本化比率(%)	14.00	18.00	37.10
调整后长期债务资本化比率(%)	14.52	18.45	37.28
全部债务资本化比率(%)	18.73	27.68	42.63
调整后全部债务资本化比率（%）	29.35	38.04	47.55
资产负债率(%)	29.91	40.30	54.94
流动比率(%)	502.49	345.84	336.11
速动比率(%)	202.20	124.94	173.03
经营现金流动负债比(%)	-189.00	-11.49	-53.29
全部债务/EBITDA(倍)	6.07	6.70	14.99
调整后全部债务/EBITDA(倍)	10.93	10.75	18.29

注：调整后短期债务=短期债务+其他应付款中的有息债务；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=调整后短期债务+调整后长期债务。

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）/（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 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　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 4-3　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。