信用等级公告

联合〔2019〕1545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

二〇一九年六月二十日

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
http://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：2019 年 6 月 20 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	6.18	7.42	0.24
资产总额(亿元)	73.37	100.93	145.30
所有者权益(亿元)	43.80	45.48	41.83
短期债务(亿元)	7.15	6.97	11.20
长期债务(亿元)	9.61	26.82	32.35
全部债务(亿元)	16.76	33.79	43.55
营业收入(亿元)	9.10	9.99	12.76
利润总额(亿元)	1.82	1.68	0.34
EBITDA(亿元)	2.50	2.25	0.82
经营性净现金流(亿元)	-2.26	-15.14	-8.71
应收类款项/资产总额(%)	23.18	38.61	58.74
营业利润率(%)	3.69	9.30	6.94
净资产收益率(%)	4.15	3.70	0.59
资产负债率(%)	40.30	54.94	71.21
全部债务资本化比率(%)	27.68	42.63	51.01
流动比率(%)	345.84	336.11	196.30
经营现金流动负债比(%)	-11.49	-53.29	-12.24
全部债务/EBITDA(倍)	6.70	14.99	53.36

分析师：喻宙宏　高志杰

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，持续获得资本投入和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，公司现金类资产大幅下降，短期债务规模大幅上升，短期债务压力很大；应收类款项大幅增长，对资金占用严重；存货占比高，主要为代建项目，公司资产流动性偏弱；对外担保规模大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。

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，跟踪期内，持续获得资本投入和财政补贴方面的外部支持。
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，公司应收类款项大幅增长，对资金占用严重；存货占比高，主要为代建项目，公司资产流动性偏弱。
2. 跟踪期内，公司现金类资产大幅减少，短期债务规模大幅上升，短期债务压力很大。
3. 公司对外担保规模大，担保比率很高，存在较大或有负债风险。

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、企业基本情况

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。2018 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 2018 年底，公司资产总额 145.30 亿元，所有者权益 41.83 亿元；2018 年，公司实现营业收入 12.76 亿元，利润总额 0.34 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2018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2018年底，“17高港高新债/17高港债”募资资金已使用14.91亿元，其中募投项目已使用9.91亿元，5.00亿元用于补充流动资金。募投项目电子信息产业园项目已完工，已投资6.14亿元，其中使用募集资金2.00亿元；高港高新区中小企业集约区建设工程项目已投资8.95亿元，已使用募集资金7.91亿元，建设进度40%。募投项目暂时尚未产生收入，目前正在招商阶段，有企业入驻，正在享受租赁费用的优惠政策。联合资信将密切关注“17高港高新债/17高港债”募投项目建设情况及项目运营情况。

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. 城市基础设施建设行业

（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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速

增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，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，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，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的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，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的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别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。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 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
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。

2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
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》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。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。

2. 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，固定资产投资保持较快增长，公司外部发展环境良好。

根据《2018 年泰州市国民经济和社会发展统计公报》，泰州市 2018 年地区生产总值达到 5107.63 亿元，按可比价计算，比上年增长 6.7%。其中第一产业增加值 280.05 亿元，增长 2.7%；第二产业增加值 2434.01 亿元，增长 6.8%；第三产业增加值 2393.57 亿元，增长 7.0%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为 109988 元，增长 6.8%。

固定资产投资增长仍较快。全年固定资产投资增长 9.2%，其中第一产业投资下降 54.9%，第二产业投资增长 8.9%，第三产业投资增长 11.6%。在二产投资中，工业投资增长 8.5%，其中食品行业投资增长 5.5%，医药制造业投资增长 12.1%，金属制品业投资增长 34.0%，电气投资增长 13.2%，通信设备、计算机及其他电子设备制造业投资增长 14.4%，仪器仪表制造业投资增长 24.5%。在服务业投资中，金融业投资增长 102.1%，租赁和商务服务业投资增长 36.9%，科学研究和技术服务业投资增长 37.1%，文化、体育和娱乐业投资增长 25.1%，信息传输、软件和信息技术服务业投资增长 10.8%。

根据泰州市高港区《关于 2018 年国民经济社会发展计划执行情况和 2019 年计划草案

的报告》，2018 年，泰州市高港区全区预计实现地区生产总值 550 亿元，增长 8.2%左右，固定资产投资增长 13.3%。

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

2018 年，受基金收入下降影响，泰州市高港区财政收入略有下滑，高港区政府财政实力仍较强，财政自给能力仍较好；公司持续获得资本注入和财政补贴方面的外部支持。

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，持续获得政府在资本注入和财政补贴方面的支持。

根据公司提供的相关数据，2018 年泰州市高港区地方综合财力为 53.96 亿元，同比下降 0.79%。其中一般公共预算收入 40.95 亿元，同比增长 1.23%，占地方综合财力的 75.90%，高港区政府财政收入质量较好；基金收入 5.24 亿元，同比下降 27.55%；上级补助收入 7.74 亿元，同比增长 15.81%。2018 年高港区一般公共预算支出 41.64 亿元，财政自给率为 98.34%，较 2017 年的 104.32%略有下降，财政自给能力仍较好。截至 2018 年底，泰州市高港区政府债务余额 46.37 亿元，政府债务率为 85.94%，较 2017 年的 83.50%略有增长，地方政府债务负担偏重。

2018 年，高港区财政局将原转贷各单位的政府债券资金调整为政府拨款，公司当年收到 2.21 亿元的资本性投入；公司收到泰州市高港区财政补贴 0.20 亿元，较 2017 年的 1.66 亿元大幅下降。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司新增一笔欠息，主要系银行系统原因，非恶意拖欠，过往债务履约情况尚可；未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（银行专业版）》，截至 2019 年 5 月 14 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 4 笔。2018 年 8 月，公司新增 1 笔已结清欠息记录，根据中国银行股份有限公司泰州高港支行出具的欠息记录说明，主要系银行系统原因付息日当天未能成功扣息，欠息已于次日结清。公司过往债务履约情况尚可。

截至 2019 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，公司营业收入有所增长，收入结构变化大，新增商品销售收入，由于安置房销售业务毛利率大幅下滑，公司主营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。

2018 年，公司实现营业收入 12.76 亿元，同比增长 27.82%，新增商品销售收入 1.15 亿元，主要系公司 2018 年开始做通讯设备贸易业务所致。其中园区经营收入大幅增长至 6.65 亿元，公司业务收入结构有所变化。2018 年，公司土地改造收入、安置房销售收入、园区经营收入占比分别为 22.53%、16.06%和 52.10%，考虑到公司土地改造业务和园区经营业务实质均为代建业务，公司实质业务结构变化不大。

毛利率方面，2018 年公司安置房销售业务毛利率大幅下降至 1.04%，导致公司主营业务毛利率下滑至 8.07%，土地改造业务和园区经营业务毛利率基本维持 2017 年水平。

表3　2017~2018年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项　目	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地改造收入	56043.07	56.12	10.18	28762.42	22.53	10.17
租赁收入	240.83	0.24	100.00	336.36	0.26	69.47
安置房销售收入	35285.03	35.33	12.08	20494.89	16.06	1.04
园区经营收入	5409.75	5.42	10.18	66508.42	52.10	10.17
代建项目收入	2884.12	2.89	10.18	--	--	--
商品销售收入	--	--	--	11544.46	9.04	1.46
合计	**99862.80**	**100.00**	**11.06**	**127646.55**	**100.00**	**8.07**

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，全年业务回款仍偏差，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较 2017 年未发生变化。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。

2018 年，公司全年确认土地改造收入 2.88 亿元、园区经营收入 6.65 亿元，实际收到回款分别为 2.12 亿元和 4.00 亿元，回款质量较 2017 年有所改善。

2018 年，公司完工了土地增减挂钩项目（土地改造项目），该项目已投资 2.58 亿元，其余项目均处于在建状态，具体在建项目情况见表 4，在建项目计划总投资合计 53.41 亿元，截至 2018 年底已投资 36.14 亿元。公司拟建项目主要有环溪路西延、孔桥集中居住区、许庄安置四区、百世快递厂房、马厂社区新城花园西侧地块改造、三星社区改造（许庄老卫生院东侧改造）和展帆中沟北延及围桩河水系沟通工程，拟建项目计划总投资 13.70 亿元。公司在建及拟建项目未来投资支出大，有一定的资金压力。

表 4 截至 2018 年底公司代建业务（基础设施建设、园区经营业务及土地改造业务）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	截至 2018 年底已完成投资（万元）	2019 年计划投资（万元）
安置区-新城花苑二期	14570.00	是	11400.20	6000.00
安置区-湖滨小区平改坡	300.00	是	295.80	--

道路-永宁路	11000.00	是	989.51	6000.00
道路-永丰路	400.00	是	391.60	--
道路-兴达路	350.00	是	3.00	300.00
道路-科创路	600.00	是	279.01	--
园区-科技孵化器	100000.00	是	99732.93	500.00
园区-创业大厦	80000.00	是	10062.18	20000.00
园区-标准厂房	20000.00	是	2520.28	10000.00
园区-双创基地	27000.00	是	0.06	15000.00
园区-停车场	400.00	是	214.54	--
开发项目-邻里中心	5000.00	是	29.73	1500.00
开发项目-明发二期	180000.00	是	169827.60	--
开发项目-鹏翎胶管	9500.00	是	5456.69	--
开发项目-亚力山卓	45000.00	是	44775.82	--
开发项目-顺丰项目	8000.00	是	4919.36	--
开发项目-特种兵	15000.00	是	396.38	5000.00
开发项目-泰州统超物流	2800.00	是	2547.73	--
开发项目-久裕精工	6500.00	是	6321.80	--
开发项目-百世快递	7500.00	是	1181.31	5000.00
开发项目-许庄人文公墓	200.00	是	5.00	--
合计	**534120.00**	**--**	**361350.53**	**69300.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司安置房销售收入有所下降，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有所下滑。

公司 2018 年在售的安置房为泰州市高港区人民政府于 2017 年划入的新城花园一期。2018 年新城花园一期项目销售面积 8.82 万平方米，当年售罄，销售均价为 2323.23 元/平方米，全年产生销售收入 2.05 亿元。由于新城花园一期安置房销售是代管委会安置，收入按照成本加成 11%计算，并非自行对外销售（2017 年公司安置房都是自行对外销售，销售价格相对较高），以及 2017 年公司新城花园一期项目确认了 1011.77 万元的安置房销售收入，但当年未结转成本，2018 年安置房销售业务毛利率大幅下降至 1.04%。

公司在手安置房已基本售罄，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有所下滑。

2018 年公司新增通讯设备贸易业务，从厦门荃联商贸、助保达实业（深圳）有限公司、江苏融耀智电子科技有限公司等公司购入手机等通讯设备，销售给泰州市佳茂隆有限公司、泰州市宏圣隆有限公司等公司，全年实现通讯设备销售收入 1.15 亿元，业务毛利率很低。

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。

八、财务分析

公司提供了 2018 年财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2018 年公司合并范围无变化，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，对资金占用严重；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。

截至 2018 年底，公司资产总额 145.30 亿元，较上年底增长 43.96%。其中流动资产占 96.05%，公司资产结构仍以流动资产为主。

表5　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.42	7.35	0.24	0.17
应收账款	17.18	17.02	51.49	35.44
其他应收款	21.79	21.59	33.86	23.30
存货	46.33	45.90	43.94	30.24
流动资产	**95.50**	**94.61**	**139.56**	**96.05**
固定资产	3.04	3.01	3.36	2.31
非流动资产	**5.44**	**5.39**	**5.74**	**3.95**
资产总额	**100.93**	**100.00**	**145.30**	**100.00**

注：其他应收款中不含应收利息和应收股利；
资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产 139.56 亿元，较上年底增长 46.14%，主要系应收账款和其他应收款大幅增长所致。截至 2018 年底，公司货币资金 0.24 亿元，较上年底下降 96.70%，主要为银行存款，受限货币资金为 0.50 万元；公司应收账款 51.49 亿元，较上年底增长 199.79%，主要系公司更换的新会计师事务所未对公司 2018 年年报中的应收账款、其他应收款、应付账款和其他应付款等科目中的往来资金对冲，使得上述科目 2018 年底账面价值大幅增长，其中应收江苏泰州高港高新区科技创业园管理委员会的款项大幅增长，其中应收江苏泰州高港高新区科技创业园管理委员会 26.60 亿元、应收泰州市高港区人民政府 15.16 亿元，前五名欠款单位应收账款合计占比 90.35%，集中度很高；公司预付款项 7.54 亿元，较上年底增长 309.99%，主要系预付的工程款大幅增长；公司其他应收款 33.86 亿元，较上年底增长 55.37%，主要系应收的往来款大幅增长所致，其中应收泰州市万厦市政工程有限公司往来款 6.48 亿元、应收泰州市高港区许庄街道财政所往来款 1.99 亿元、应收泰州市高港区刁铺街道财政所往来款 1.24 亿元和应收泰州市兴园科技发展有限公司往来款 1.07 亿元，为公司和国有企业、政府部门之前的往来款，回款风险相对较小；公司存货 43.94 亿元，较上年底下降 5.17%，其中开发成本（主要为代建项目建设支出）43.37 亿元、库存商品 0.57 亿元；公司其他流动资产 2.48 亿元，较上年底增长 167.55%，其中理财产品 2.23 亿元，预缴税费 0.25 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动资产 5.74 亿元，较上年底增长 5.56%，非流动资产结构较 2017 年底变化较小。其中可供出售金融资产 1.53 亿元、固定资产 3.36 亿元，较 2017 年底均变化较小。

截至 2018 年底，公司受限资产账面价值合计 4.32 亿元，其中其他流动资产 2.23 亿元，固定资产 2.09 亿元。

2．资本结构

跟踪期内，受向股东分红影响，公司所有者权益有所下降；债务规模大幅增长，债务负担加重。

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 41.83 亿元，较上年底下降 8.03%，主要系未分配利润减少。截至 2018 年底，公司实收资本仍为 27.21 亿元，较 2017 年底无变化；公司资本公积 13.38 亿元，较上年底增长 18.52%，主要系 2018 年 6 月高港区财政局对辖区内置换债券及新增债券转贷融资平台公司行为进行调整和规范，取消转贷协议，将原转贷各单位的政府债券资金调整为政府拨款，公司当期收到 2.21 亿元作为资本性投入所致；公司未分配利润 0.45 亿元，较上年底下降 92.78%，主要系当年发放股东分红减少 5.71 亿元所致。

截至 2018 年底，公司负债 103.47 亿元，较上年底增长 86.60%。其中流动负债占 68.72%、非流动负债占 31.29%，流动负债占比有所上升，负债结构仍以流动负债为主。

表6　公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.80	5.05	2.76	2.67
应付账款	5.73	10.33	7.42	7.17
其他应付款	12.56	22.65	49.29	47.64
流动负债	**28.41**	**51.24**	**71.10**	**68.72**
长期借款	7.00	12.62	10.23	9.89
应付债券	19.82	35.74	22.12	21.38
非流动负债	**27.04**	**48.76**	**32.38**	**31.29**
负债总额	**55.45**	**100.00**	**103.47**	**100.00**
实收资本	27.21	59.83	27.21	65.05
资本公积	11.29	24.82	13.38	31.99
未分配利润	6.22	13.68	0.45	1.08
所有者权益合计	**45.48**	**100.00**	**41.83**	**100.00**

注：其他应付款不含应付利息和应付股利；
资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司流动负债71.10亿元，较上年底增长150.23%，主要系其他应付款和应付账款大幅增长所致。截至 2018 年底，公司短期借款 2.76 亿元，较上年底下降 1.43%，其中保证借款 2.26 亿元、质押借款 0.50 亿元；公司应付账款 7.42 亿元，较上年底增长 29.57%，主要为应付工程款增长所致；公司其他应付款 49.29 亿元，较上年底增长 292.38%，主要系往来款大幅增长所致，其中往来款 47.05 亿元、暂借款 1.23 亿元、其他 1.02 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债 32.38 亿元，较上年底增长 19.74%，主要系长期借款和应付债券增长所致。截至 2018 年底，公司长期借款 10.23 亿元，较上年底增长 46.14%，全部为保证借款；公司应付债券 22.12 亿元，较上年底增长 11.59%，主要系公司 2018 年发行了一期 5.22 亿元的定向融资工具并调入一年内到期的非流动负债 2.96 亿元所致。

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，截至 2018 年底，公司调整后全部债务合计 43.58 亿元，较 2017 年底的 41.24 亿元有所增长，其中调整后短期债务占 25.70%、调整后长期债务占 74.30%，调整后长期债务占比较 2017 年底有所增长。随着有息债务规模的增长和所有者权益的下降，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分别由 2017 年底的 54.94%、47.55%和 37.28%增长至 71.21%、51.02%和 43.63%。跟踪期内，公司有息债务规模有所增长，债务负担有所加重。2019~2021 年，公司尚需偿还的有息债务规模分别为 29.75 亿元，

18.20 亿元，9.00 亿元。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，营业利润率有所下滑，利润对政府补助依赖性依然较大，整体盈利能力仍弱。

2018 年，公司实现营业收入 12.76 亿元，同比增长 27.79%，营业成本同比增长 32.12%，随着安置房销售业务毛利率的大幅下降，公司营业利润率由 2017 年的 9.30%下滑至 6.94%。

公司期间费用主要为管理费用和财务费用，2018 年期间费用合计 0.58 亿元，较 2017 年的 0.74 亿元有所下降，主要系当年收到的债务置换资金直接冲抵了部分利息支出使得财务费用减少所致。公司期间费用占营业收入的比重为 4.53%，较 2017 年的 7.45%有所下滑，公司期间费用控制能力尚可。

2018 年，公司营业外收入 0.20 亿元，主要为公司收到的政府补助，利润总额 0.34 亿元，利润对政府补助的依赖性依然较大。

从盈利指标看，2018 年公司调整后总资本收益率和净资产收益率由 2017 年的 2.38%和 3.70%下降至 0.59%和 0.59%，公司盈利能力仍弱。

4．现金流分析

跟踪期内，公司往来款净流出规模同比有所下降，当年公司收现质量有所改善，经营活动现金流净流出规模减少；随着当年到期债务规模的增长以及向股东分红，公司筹资活动现金流净流入规模大幅下降；公司筹资活动后现金流由2017年的小幅流入转为大幅流出，期末现金及现金等价物余额大幅减少。考虑到公司在建及拟建项目未来投资支出大，公司有较大的融资压力。

经营活动方面，2018年公司经营活动现金流入14.18亿元。其中销售商品、提供劳务收到的现金为13.92亿元，主要为代建业务回款；收到其他与经营活动有关的现金0.26亿元，主要为收到的政府补贴。公司经营活动现金流出22.89亿元。其中购买商品、提供劳务收到的现金13.04亿元，主要为项目建设支出；支付其他与经营活动有关的现金8.89亿元，主要为往来款项支付的现金。公司经营活动现金流净流出规模大幅下降至8.71亿元。2018年，公司现金收入比为109.07%，较2017年的58.75%大幅增长，收入实现质量有所改善。

2018年，公司无投资活动现金流入，投资活动现金流出0.10亿元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金。

2018年，公司筹资活动现金流入18.49亿元，同比下降26.92%。其中取得借款收到的现金11.06亿元、吸收投资收到的现金2.21亿元（为高港区财政局2018年资本注入）、发行债券收到的现金5.22亿元。公司筹资活动现金流出15.87亿元，同比增长86.23%，其中偿还债务支付的现金为9.86亿元、分配股利利润或偿付利息支付的现金为5.94亿元（主要为向股东分红支付的现金）。2018年公司筹资活动现金流净流入2.62亿元，净流入规模较2017年的16.78亿元大幅下降。

5．偿债能力

公司现金类资产很小，短期偿债压力很大。跟踪期内，公司有息债务规模有所增长，长期偿债压力能力弱，但考虑到公司持续获得较大的外部支持，公司整体偿债能力很强。

2018年底，公司流动比率和速动比率由2017年的336.11%和173.03%分别下降至196.30%和134.50%；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0.24亿元，调整后短期债务11.20亿元，公司短期债务压力很大。

2018年，受获得的补贴大幅下降影响，公司EBITDA大幅下降至0.82亿元，调整后全部债务/EBITDA由2017年的18.29倍大幅增长至53.39倍，公司长期偿债能力弱。考虑到公司持续获得较大的外部支持，公司整体偿债能力很

强。

截至2019年3月底，公司获得而银行授信总额58.50亿元，已使用额度22.66亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2019年3月底，公司对外担保金额47.43亿元，担保比率113.39%（以2018年底所有者权益为基数），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，公司担保比率很高，存在较大或有负债风险。

6．母公司财务概况

母公司财务方面，截至2018年底，母公司资产总额143.02亿元，同比增长41.69%。其中流动资产占95.71%、非流动资产占4.29%，资产结构仍以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的98.43%，占比高。

截至2018年底，母公司所有者权益合计41.84亿元，同比下降8.02%。母公司所有者权益为合并报表所有者权益的100.03%。

截至2018年底，母公司负债合计101.18亿元，同比增长82.47%。其中流动负债占68.00%、非流动负债占32.00%，母公司流动负债占比较2017年有所增长。母公司负债占合并报表负债的97.79%，占比高。

2018年，母公司实现营业收入12.76亿元，同比增长27.79%，占合并报表营业收入的100%；母公司利润总额为0.34亿元，同比下降79.57%，为合并报表利润总额的102.11%。公司合并报表营业收入及利润总额均主要来自母公司。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年底，公司存续债券余额25.22亿元，一年内到期的应付债券2.96亿元，存续债券的短期偿债压力较大，未来有一定的集中偿债压力。

截至2018年底，公司一年内到期兑付债券2.96亿元，2020年将达到存续债券待偿本金峰值8.00亿元。2018年底，公司现金类资产0.24亿元；2018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14.18亿元、-8.71亿元和0.82亿元，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大，未来有一定的集中偿债压力。

表7　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	2.96
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	0.08
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.77
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-1.09
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.10

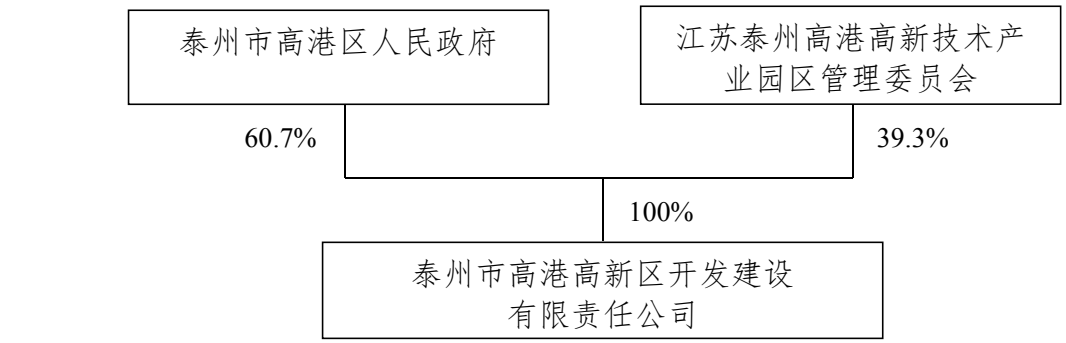
资料来源：联合资信整理

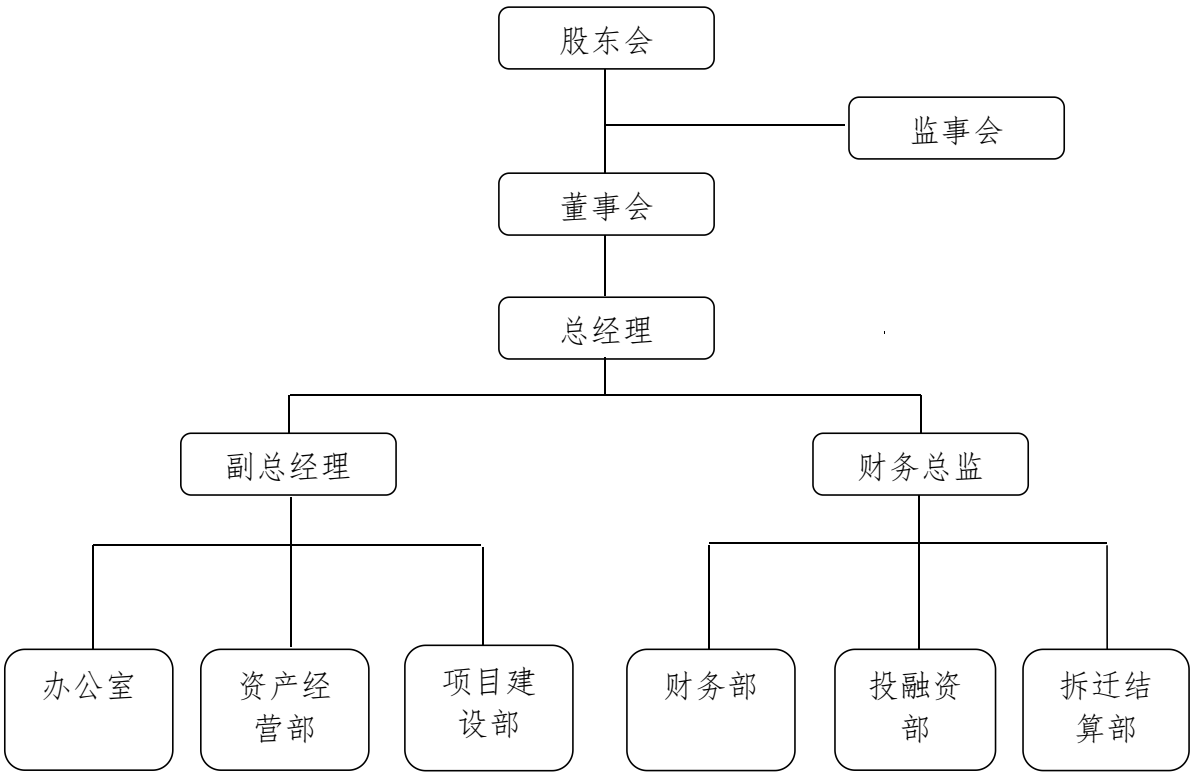
此外，“17高港高新债/17高港债”由江苏省信用再担保集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据联合资信于2019年6月14日出具的《江苏省信用再担保集团有限公司2019年主体长期信用评级报告》，江苏省信用再担保集团有限公司主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，有效增强了“17高港高新债/17高港债”本息偿还的安全性。

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	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.18	7.42	0.24
资产总额(亿元)	73.37	100.93	145.30
所有者权益(亿元)	43.80	45.48	41.83
短期债务(亿元)	7.15	6.97	11.20
调整后短期债务(亿元)	16.97	14.20	11.20
长期债务(亿元)	9.61	26.82	32.35
调整后长期债务(亿元)	9.91	27.04	32.38
全部债务(亿元)	16.76	33.79	43.55
调整后全部债务(亿元)	26.89	41.24	43.58
营业收入(亿元)	9.10	9.99	12.76
利润总额(亿元)	1.82	1.68	0.34
EBITDA(亿元)	2.50	2.25	0.82
经营性净现金流(亿元)	-2.26	-15.14	-8.71
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.82	0.72	0.37
存货周转次数(次)	0.20	0.20	0.26
总资产周转次数(次)	0.14	0.11	0.10
现金收入比(%)	75.20	58.75	109.07
应收类款项/资产总额(%)	23.18	38.61	58.74
营业利润率(%)	3.69	9.30	6.94
调整后总资本收益率(%)	3.26	2.38	0.59
净资产收益率(%)	4.15	3.70	0.59
长期债务资本化比率(%)	18.00	37.10	43.61
调整后长期债务资本化比率(%)	18.45	37.28	43.63
全部债务资本化比率(%)	27.68	42.63	51.01
调整后全部债务资本化比率（%）	38.04	47.55	51.02
资产负债率(%)	40.30	54.94	71.21
流动比率(%)	345.84	336.11	196.30
速动比率(%)	124.94	173.03	134.50
经营现金流动负债比(%)	-11.49	-53.29	-12.24
全部债务/EBITDA(倍)	6.70	14.99	53.36
调整后全部债务/EBITDA(倍)	10.75	18.29	53.39

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%
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）/（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　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