# 信用等级公告

联合〔2020〕1500 号

联合资信评估有限公司通过对泰州鑫泰集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将泰州鑫泰集团有限公司的主体长期信用等级上调为 $AA^{+}$，维持“20 鑫泰 CP001”和“20 鑫泰 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月八日

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

# 泰州鑫泰集团有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

| 项　目 | 本次级别 | 评级展望 | 上次级别 | 评级展望 |
|---|---|---|---|---|
| 发行人主体 | AA+ | 稳定 | AA | 稳定 |
| 20 鑫泰 CP001 | A-1 | 稳定 | A-1 | 稳定 |
| 20 鑫泰 CP002 | A-1 | 稳定 | A-1 | 稳定 |

跟踪评级债券概况：

| 债券简称 | 发行规模 | 债券余额 | 到期兑付日 |
|---|---|---|---|
| 20 鑫泰 CP001 | 5 亿元 | 5 亿元 | 2021/2/26 |
| 20 鑫泰 CP002 | 5 亿元 | 5 亿元 | 2021/3/25 |

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

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

跟踪评级时间：2020 年 6 月 8 日

本次评级模型打分表及结果：

| 指示评级 | | a | 评级结果 | AA+ |
|---|---|---|---|---|
| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素 | 评价要素 | 评价结果 |
| 经营风险 | B | 经营环境 | 宏观和区域风险 | 2 |
| | | | 行业风险 | 3 |
| | | 自身竞争力 | 基础素质 | 2 |
| | | | 企业管理 | 2 |
| | | | 经营分析 | 2 |
| 财务风险 | F4 | 现金流 | 资产质量 | 4 |
| | | | 盈利能力 | 3 |
| | | | 现金流量 | 2 |
| | | 资本结构 | | 3 |
| | | 偿债能力 | | 4 |
| 调整因素和理由 | | | | 调整子级 |
| 政府支持 | | | | 3 |
| 股东支持 | | | | 1 |

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

评级观点

泰州鑫泰集团有限公司（以下简称“公司”）是泰州市重要的基础设施投资与建设主体，主要负责泰州医药高新技术产业开发区（以下简称“泰州医药高新区”）下属泰州经济开发区（以下简称“泰州经开区”）及综合保税区的基础设施和安置房建设，业务具有一定的区域专营优势。跟踪期内，泰州市经济和财政实力保持增长，公司得到泰州市各级政府在资本金注入、资产划拨和财政补贴等方面的大力支持；2019年，泰州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泰州市国资委”）向公司注资30亿元，公司资本实力进一步增强；跟踪期内，公司的债务结构有所优化，短期偿债能力指标明显提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司资产流动性弱、债务负担较重等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着泰州市及泰州医药高新区的不断发展，区域内城市基础设施和保障房建设仍将具有较大发展空间，公司经营前景良好。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和存续债券偿还能力的综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级上调为 AA+，维持“20 鑫泰 CP001”和“20 鑫泰 CP002”的债券信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，泰州市经济和财政实力保持增长，泰州医药高新区财政自给率仍然很高，公司发展的外部环境良好。2019年泰州市实现地区生产总值5133.36亿元，较上年增长6.4%；一般公共预算收入374.58亿元，较上年增长2.4%。
2. 公司作为泰州经开区及综合保税区唯一的基础设施和安置房建设主体，业务具有一

**分析师：** 张 勇　刘沛伦
**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

定的区域专营优势。

3. 跟踪期内，泰州市国资委向公司注资30亿元，公司资本实力进一步增强。
4. 公司拥有大量的土地资源，可对偿债提供一定保障。
5. 跟踪期内，公司债务结构有所优化，短期偿债能力指标明显提升。

**关注**

1. 跟踪期内，公司其他应收款继续增长，对公司资金占用明显；存货、投资性房地产和在建工程占比高，资产流动性弱。
2. 跟踪期内，公司债务规模大幅增长，整体债务负担有所加重，2021 年和 2022 年债务集中偿付压力较大。
3. 公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。
4. 公司经营性房产投资规模较大，主要通过出租收入实现资金平衡，投资回收期较长。

**主要财务数据：**

| 合并口径 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 项　目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
| 现金类资产（亿元） | 28.24 | 28.89 | 67.86 | 44.28 |
| 资产总额（亿元） | 429.09 | 466.08 | 574.94 | 580.97 |
| 所有者权益（亿元） | 151.57 | 174.51 | 195.53 | 208.91 |
| 短期债务（亿元） | 76.14 | 112.03 | 126.07 | 102.92 |
| 长期债务（亿元） | 179.77 | 152.44 | 233.15 | 237.21 |
| 全部债务（亿元） | 255.92 | 264.47 | 359.21 | 340.14 |
| 营业收入（亿元） | 14.84 | 18.86 | 20.63 | 1.49 |
| 利润总额（亿元） | 2.03 | 4.33 | 3.98 | 0.23 |
| EBITDA（亿元） | 2.57 | 4.96 | 4.80 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | -0.65 | 0.91 | 0.92 | 8.46 |
| 营业利润率（%） | 5.49 | 11.23 | 10.57 | -10.85 |
| 现金收入比（%） | 121.49 | 120.24 | 74.80 | 541.42 |
| 净资产收益率（%） | 1.31 | 2.15 | 1.76 | -- |
| 资产负债率（%） | 64.68 | 62.56 | 65.99 | 64.04 |
| 全部债务资本化比率（%） | 62.80 | 60.25 | 64.75 | 61.95 |
| 流动比率（%） | 200.01 | 127.02 | 175.72 | 187.52 |
| 速动比率（%） | 135.49 | 90.88 | 143.38 | 151.89 |
| 经营现金流动负债比（%） | -0.70 | 0.68 | 0.65 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 0.37 | 0.26 | 0.54 | 0.43 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 0.14 | 0.31 | 0.22 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 99.53 | 53.37 | 74.87 | -- |

| 公司本部 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 项　目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
| 资产总额（亿元） | 378.65 | 412.55 | 519.03 | 541.26 |
| 所有者权益（亿元） | 133.07 | 155.86 | 177.04 | 190.45 |
| 全部债务（亿元） | 227.30 | 222.69 | 297.04 | 284.10 |
| 营业收入（亿元） | 0.95 | 7.07 | 8.62 | 0.01 |
| 利润总额（亿元） | 2.00 | 4.32 | 4.12 | 0.23 |
| 资产负债率（%） | 64.86 | 62.22 | 65.89 | 64.81 |
| 全部债务资本化比率（%） | 63.07 | 58.83 | 62.66 | 59.87 |
| 流动比率（%） | 206.26 | 119.10 | 153.23 | 156.78 |
| 经营现金流动负债比（%） | -21.34 | 3.66 | -20.24 | -- |

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2.已将长期应付款中有息部分调整至长期债务计算

## 评级历史：

| 债项简称 | 债项级别 | 主体级别 | 评级展望 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 20 鑫泰 CP002 | A-1 | AA | 稳定 | 2020/3/13 | 张勇<br>刘沛伦 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907<br>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 |
| 20 鑫泰 CP001 | A-1 | AA | 稳定 | 2019/9/23 | 张勇<br>刘沛伦 | 城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907<br>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 |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

# 声　明

一、本报告引用的资料主要由泰州鑫泰集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

# 泰州鑫泰集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于泰州鑫泰集团有限公司（以下简称“公司”）及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。2019 年 11 月，公司实施资本公积转增注册资本，注册资本增加 50.00 亿元；同月，公司控股股东泰州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“泰州市国资委”）决定以货币形式向公司增资 30.00 亿元。截至 2020 年 3 月底，以上增资款均已到位，公司注册资本和实收资本均为 100.51 亿元；泰州市国资委是公司唯一股东，泰州市人民政府是公司实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围变更为：经营管理授权范围内的国有资产；国有资产投资、租赁、收购；国有资产及其债务债权重组；资产（股权）收（并）购；房地产投资；境内外招商引资；投资项目招标、投标；经济信息咨询；中介代理服务；经营管理授权范围内的集体资产；一般物品的仓储；建设工程管理服务；物业管理；停车场管理。（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2019年底，公司资产总额574.94亿元，所有者权益195.53亿元（含少数股东权益0.50亿元）；2019年，公司实现营业收入20.63亿元，利润总额3.98亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 580.97 亿元，所有者权益 208.91 亿元（其中少数股东权益 0.50 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.49 亿元，利润总额 0.23 亿元。

公司注册地址：泰州市药城大道鑫泰写字楼；法定代表人：黄晨。

## 三、存续债券概况及其募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券包括“20 鑫泰 CP001”和“20 鑫泰 CP002”，债券余额合计 10.00 亿元。存续债券期限均为 1 年，到期一次还本付息，具体情况见表 1。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

| 债项简称 | 余额 | 起息日 | 期限 | 票面利率 |
|---|---|---|---|---|
| 20 鑫泰 CP001 | 5.00 | 2020/2/26 | 1 | 4.00 |
| 20 鑫泰 CP002 | 5.00 | 2020/3/25 | 1 | 4.18 |

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2020 年 4 月底，“20 鑫泰 CP001”已使用 2.50 亿元，剩余 2.50 亿元未使用；“20 鑫泰 CP002”已使用 3.50 亿元，剩余 1.50 亿元未使用；已使用资金均按发行条款约定的用途全部用于偿还公司有息债务。

## 四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

**经济增速继续下行。**2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年一季度 |
|---|---|---|---|---|---|
| GDP（万亿元） | 73.6 | 78.7 | 84.0 | 89.2 | 20.7 |
| GDP 增速（%） | 6.8 | 6.9 | 6.7 | 6.1 | -6.8 |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 6.0 | 6.6 | 6.2 | 5.7 | -8.4 |
| 固定资产投资增速（%） | 8.1 | 7.2 | 5.9 | 5.4 | -16.1 |
| 社会消费品零售总额增速（%） | 10.4 | 10.2 | 9.0 | 8.0 | -19.0 |
| 出口增速（%） | -1.9 | 10.8 | 7.1 | 5.0 | -11.4 |
| 进口增速（%） | 0.6 | 18.7 | 12.9 | 1.6 | -0.7 |
| CPI 增幅（%） | 2.0 | 1.6 | 2.1 | 2.9 | 4.9 |
| PPI 增幅（%） | -1.4 | 6.3 | 3.5 | -0.3 | -0.6 |
| 城镇失业率（%） | 4.0 | 3.9 | 4.9 | 5.2 | 5.9 |
| 城镇居民人均可支配收入增速（%） | 5.6 | 6.5 | 5.6 | 5.0 | 0.5 |
| 公共财政收入增速（%） | 4.5 | 7.4 | 6.2 | 3.8 | -14.3 |
| 公共财政支出增速（%） | 6.4 | 7.7 | 8.7 | 8.1 | -5.7 |

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；
3. 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，GDP 为不变价规模；
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

**2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。**2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。**2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其

中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**2019 年，全国一般公共预算收入190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业

增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 城市基础设施建设行业

**（1）行业概况**

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

境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

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

（2）行业监管与政策

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

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

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

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

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

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. 区域经济环境

**公司是泰州经开区及综合保税区唯一的基础设施和安置房建设主体。跟踪期内，泰州市经济和财政实力保持增长，政府债务负担尚可；在减税降费政策影响下泰州医药高新区一般公共预算收入有所下降，但财政自给率仍然很高。总体看，公司发展的外部环境良好。**

**泰州市概况**

泰州市地处江苏省中部，于 1996 年 8 月设立地级市，现辖三区三市（海陵区、高港区、姜堰区、靖江市、泰兴市、兴化市），全市总面积 5787 平方公里，截至 2019 年底全市户籍总人口 500.55 万人。从区位看，泰州南部濒临长江，是连接苏北和苏南的桥梁，是江苏省新兴的工贸城市和重要的经济实体。

根据《2019 年泰州市国民经济和社会发展统计公报》，2019 年泰州市实现地区生产总值 5133.36 亿元，按可比价计算，较上年增长 6.4%。其中，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%。全年三次产业增加值比重调整为 5.7:49.2:45.1，服务业增加值占 GDP 比重较上年提高 1.4 个百分点。按常住人口计算，全市人均地区生产总值 11.07 万元，增长 6.6%。

2019 年，泰州市固定资产投资增长平稳，全年固定资产投资增长 6.0%，其中第一产业投资下降 82.2%，第二产业投资增长 6.2%，第三产业投资增长 6.5%。在二产投资中，工业投资增长 6.1%，其中医药制造业增长 31.1%，汽车制造业增长 15.2%，通信设备、计算机及其他电子设备制造业增长 42.2%，仪器仪表制造业增长 15.8%。在服务业投资中，信息传输、软件和信息技术服务业增长 13.7%，科学研究和技术服务业增长 60.1%，水利、环境和公共设施管理业增长 53.5%，文化、体育和娱乐业增长 60.8%。

根据泰州市财政局公开的《泰州市2019年

预算执行情况和2020年预算草案》，预计2019年泰州市一般公共预算收入完成374.58亿元，较2018年增长2.4%；其中税收收入287.48亿元，在一般公共预算收入中的占比为76.75%，较2018年（80.02%）有所下降，主要系受减税降费政策影响。2019年，泰州市预计获得上级补助收入189.48亿元，一般公共预算支出预计完成594.23亿元，财政自给率为63.04%。2019年，泰州市预计完成政府性基金收入362.81亿元，较2018年（333.01亿元）有所增长。预计2019年底泰州市地方政府债务余额为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。预计2019年底，泰州市地方政府债务率为81.91%。

**泰州医药高新区概况**

泰州医药高新区前身为泰州经济开发区，成立于 1992 年，于 2009 年批复成为国家级高新区，是国内首个及仅有的 2 个国家级医药专业高新区之一。泰州医药高新区现辖泰州医药高新技术产业园区、泰州经济开发区、泰州综合保税区（原出口加工区）、泰州高等教育园区、泰州滨江工业园区、泰州数据产业园区及泰州市周山河街区共 7 个功能性园区。辖区内面积 280 平方公里，人口 20 万，产业以机电、能源和医药为主。根据科技部火炬中心公布的 2019 年度国家高新区评价结果，泰州医药高新区在全国 169 个国家级高新区中综合排名列第 75 位，位次保持上升态势。

根据《泰州市 2019 年预算执行情况和 2020 年预算草案》，预计泰州医药高新区 2019 年一般公共预算收入完成 40.81 亿元，较 2018 年减少 4.7%，加上上级补助收入以及上年结转收入等收入总计 60.92 亿元。预计泰州医药高新区 2019 年一般公共预算支出完成 29.87 亿元，较 2018 年减少 7.6%；财政自给率为 136.63%，仍保持很高水平。预计泰州医药高新区 2019 年政府性基金预算收入完成 16.88 亿元，较 2018 年减少 47.5%。预计 2019 年底，泰州医药高新区地方政府债务余额为 71.94 亿元，较 2018 年底（68.57 亿元）略有增长，其中一般债务余额 50.80 亿元，专项债务余额 21.14 亿元。

## 六、基础素质分析

**公司是泰州经开区及综合保税区唯一的基础设施和安置房建设主体，跟踪期内，公司继续得到泰州市各级政府在资本金注入、资产划拨和财政补贴等方面的支持。**

2019 年，泰州市国资委签发“泰国资复〔2019〕42 号”文件，决定对公司货币增资 30.00 亿元，增资款已于 2020 年 1 月底全部到位，公司计入“实收资本”。2019 年，公司收到泰州经开区管委会拨款 1.98 亿元，计入“资本公积”（因历史账务调整，实际计入“资本公积”1.80 亿元）。

根据医药高新区及泰州经开区管委会2018年7月24日签发的国有资产划转通知单，泰州医药高新区将管辖范围内已迁址的四所学校房产无偿划拨给公司，房产面积共计39877平方米。经江苏立信慧源房地产土地资产评估有限公司评估，确定相关房产市场价值为1.00亿元。2019年，上述资产完成所有权变更手续，公司“固定资产”和“资本公积”增加1.00亿元。

2019年，公司收到泰州医药高新区财政局拨付的1.54亿元财政补贴，收到泰州经开区管委会拨付的1.40亿元财政补贴，公司计入“其他收益”。

根据中国人民银行《企业信用报告》（中征码：3209010000561837），截至 2020 年 4 月 26 日，公司已结清的信贷记录中共有 29 笔关注类贷款，是由于相关银行考虑到公司的政府平台属性，按照中国人民银行对信贷资产质量分类的认定标准结合审慎原则认定为“关注类”；公司无其他不良信贷记录。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

**跟踪期内，公司营业收入有所增长，收入结构变化不大，受委托建设业务毛利率下降影响，综合毛利率略有下降。**

2019 年，公司实现营业收入 20.63 亿元，同比增长 9.37%，其中委托建设、商品销售和房屋租赁收入均有所增长，收入结构变化不大。其中保障房销售收入下降主要系受泰州经开区整体拆迁安置工作进度影响。公司其他收入来源主要包括建筑施工、污水处理、贸易业务等等，由于建筑施工业务量增长，公司其他收入同比有所增长。

2019 年，公司业务综合毛利率为 12.84%，同比减少 0.41 个百分点，主要系收入占比较高的委托建设业务毛利率有所下降所致。2019 年，公司委托建设业务毛利率为 12.26%，同比减少 6.85 个百分点，主要系上年委托建设业务收入全部为毛利率较高的土地回购款，而 2019 年委托建设业务收入主要来自市政基础设施建设和土地整理项目，收入结构变化导致毛利率有所下降。2019 年，公司保障房销售业务毛利率略有上升，商品销售业务毛利率仍较低。

表 4　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | | | 2019 年 | | | 2020 年 1－3 月 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 保障房销售 | 4.97 | 26.37 | 4.46 | 3.89 | 18.85 | 5.55 | 0.09 | 6.07 | 3.24 |
| 委托建设 | 5.65 | 29.98 | 19.11 | 6.69 | 32.41 | 12.26 | 0.00 | 0.00 | -- |
| 商品销售 | 6.54 | 34.65 | 0.88 | 7.43 | 36.03 | 0.58 | 1.18 | 79.12 | 0.66 |
| 房屋租赁 | 1.53 | 8.12 | 71.73 | 2.03 | 9.85 | 72.77 | 0.02 | 1.16 | -1148.70 |
| 其他 | 0.17 | 0.87 | 24.36 | 0.59 | 2.78 | 15.47 | 0.20 | 13.65 | 16.04 |
| **合计** | **18.86** | **100.00** | **13.25** | **20.63** | **100.00** | **12.84** | **1.49** | **100.00** | **-10.44** |

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据审计报告整理及公司提供

2020年1－3月，公司实现营业收入1.49亿元，相当于2019年全年收入的7.22%，主要系公司委托建设业务主要于年底确认收入，房屋租赁业务主要以半年为周期收取租金，一季度确认收入规模较小；同期公司综合毛利率为负，主要由于房屋租赁业务的成本（即租赁性物业的折旧）按月度平均分摊，未与收入确认时点同步。

### 2. 业务经营分析

（1）保障房业务

**公司保障房项目建成后定向销售给拆迁安置户，跟踪期内销售收入有所下降，收入实现质量好。**

公司保障房业务主要由子公司泰州市新泰建设发展有限公司（以下简称“新泰建发”）负责。公司接受泰州经开区管委会的保障房建设任务后，负责项目管理和协调工作，以及项目实施过程中所涉及的征地拆迁等事宜。待项目建成后，公司按照政府指导价将保障房直接销售给拆迁安置户，并确认为保障房销售收入，前期发生的土地拆迁费用、项目建设等费用计入营业成本。

公司在售保障房项目包括双寿安置房、祥龙安置房及军甫安置房，项目均已完工。2019 和 2020 年 1－3 月，公司保障房业务分别实现销售收入 3.89 亿元和 0.09 亿元，均已回款。公司 2019 年保障房销售收入同比下降 21.73%，主要系受泰州经开区整体拆迁安置工作进度影响。

截至 2020 年 3 月底，公司无在建的安置房项目，拟建安置房项目为龙凤家园三期安置房，该项目已列入江苏省保障房计划，总面积约 50 万平方米，计划总投资 16.00 亿元，建设期为

2020－2023 年。

表 5　截至 2020 年 3 月底公司保障房项目销售情况（单位：亿元、元/平方米、万平方米）

| | 总投资额 | 定向销售价格 | 总面积 | 已售面积 | 已确认收入 |
|---|---|---|---|---|---|
| 双寿安置房 | 21.03 | 4946.00 | 37.22 | 26.63 | 13.22 |
| 祥龙安置房 | 12.51 | 4989.00 | 27.14 | 19.33 | 9.65 |
| 军甫安置房 | 7.43 | 3590.00 | 19.90 | 16.23 | 5.83 |
| **合计** | **40.97** | -- | **84.26** | **62.19** | **28.70** |

资料来源：公司提供

（2）委托建设

**公司受托在泰州经开区和泰州综合保税区内开展基础设施建设和土地开发整理业务，项目竣工结算后由泰州医药高新区管委会在项目成本基础上附加代建管理费进行回购。跟踪期内，公司委托建设收入同比增长，回款较好。公司已完工待结算项目账面价值较大，对未来收入形成保障，但同时对公司资金占用明显。**

公司委托建设业务主要为泰州医药高新区内泰州经开区和泰州综合保税区的道路桥梁等基础设施工程建设和土地开发整理，由公司本部负责。

公司承接的委托建设任务主要系泰州医药高新区依据区域规划制定下发，由泰州经开区管委会与公司签订具体项目的建设与回购合同，约定由公司负责项目的投融资与建设，待项目竣工通过验收后，政府对委托建设项目进行回购。泰州经开区管委会每年依据实际竣工且验收合格的项目核定回购款，公司据此确认委托建设业务收入，金额为项目的实际建设成本与代建管理费，其中代建管理费以项目的实际建设成本为基础，按照一定的代建管理费率确定，管理费率一般为 8%~12%不等。

2019 年，公司实现委托代建业务收入 6.69 亿元，同比增长 18.41%。基础设施建设方面，2019 年，根据泰州经开区管委会出具的《委托建设确认书》和《工程结算及移交书》，公司确认基础设施建设业务确认收入 3.81 亿元。土地开发整理方面，2019 年，公司整理的泰州经济开发区江洲南路东侧、规划宝中路北侧地块实现出让，根据经泰州经开区财政局确认的土地出让结算方案审核单，公司确认土地开发整理收入 1.53 亿元。截至 2020 年 3 月底，上述款项 5.34 亿元均已回款。

2019 年，公司承建的总部经济园项目完工后，其中建筑物部分由江苏安泰输变电工程有限公司代表泰州市供电局实施回购。公司确认基础设施建设业务收入 1.35 亿元，截至 2020 年 3 月底尚有 0.81 亿元未回款。

截至 2020 年 3 月底，公司已完工未结算的基础设施建设项目账面价值 91.80 亿元，已完工未结算的土地整理项目账面价值 106.52 亿元。

表 6　截至 2020 年 3 月底公司在建及拟建委托建设项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 总投资 | 已投资 | 尚需投资 | 2020 年 4－12 月投资计划 | 2021 年投资计划 |
|---|---|---|---|---|---|
| 汽车城周边地块等棚户区改造项目 | 60000.00 | 58026.00 | 1974.00 | 1974.00 | 0.00 |
| 鹏举路（建设路-姜高路）新建工程 | 28500.00 | 26870.00 | 1630.00 | 1630.00 | 0.00 |
| 鲍九路（凤凰西路-杨子港）新建工程 | 20600.00 | 19217.00 | 1383.00 | 1383.00 | 0.00 |
| **在建项目合计** | **109100.00** | **104113.00** | **4987.00** | **4987.00** | **0.00** |
| 扬子港两侧商业地块基础设施配套项目 | 5000.00 | 0.00 | 5000.00 | 2000.00 | 2000.00 |
| 创新创业园基础设施配套项目 | 2000.00 | 0.00 | 2000.00 | 600.00 | 600.00 |
| 寺巷商业地块基础设施配套项目 | 28000.00 | 0.00 | 28000.00 | 10000.00 | 10000.00 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 拟建项目合计 | 35000.00 | 0.00 | 35000.00 | 12600.00 | 12600.00 |
| 在建和拟建项目合计 | 144100.00 | 104113.00 | 39987.00 | 17587.00 | 12600.00 |

注：不包含已完工未结算的项目
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司在建的委托建设项目总投资额合计 10.91 亿元，已投资 10.41 亿元，仍需投资 0.50 亿元，公司计划于 2020 年底之前投资完毕。公司拟建委托建设项目计划总投资 3.50 亿元，2020 年 4－12 月和 2021 年，公司计划各投资 1.26 亿元。

（3）商品销售业务

**跟踪期内，公司商品销售收入有所增长，由于业务利润主要源于汽车销售的购销差价，毛利率水平仍较低。**

公司商品销售业务由子公司泰州汽车城有限公司（以下简称“汽车城公司”）负责运营，主要围绕位于泰州经开区的泰州国际汽车城开展汽车销售业务。

目前，汽车城公司汽车销售业务主要为新车销售，汽车城公司与各 4S 店就每年订购汽车的品牌、最低总金额、汽车交付及货款结算方式等问题达成一致并签署授权合同，汽车城公司自 4S 店进货，售后服务由 4S 店负责。销售方面，汽车城公司在保持统一的标准化销售流程的基础上，提供同区域多品牌、多样化的市场促销活动服务；在市场指导价格的基础上，每辆车的售价由公司根据自身的成本及盈利对最低价格进行控制。

汽车城公司代理的品牌主要是中高端品牌，受国产汽车行业景气度下滑影响较小，2019 年，公司汽车销售收入同比增长 13.61%。2019 年以及 2020 年 1－3 月，公司汽车销量分别为 5987 辆和 900 辆，分别实现销售收入 7.43 亿元和 1.18 亿元，由于利润主要源于购销差价，整体毛利率水平低。

（4）房屋租赁

**跟踪期内，受益于出租面积增加，公司房屋租赁收入明显增长，公司经营性房产项目投资规模较大，投资回收期较长。**

公司经营性房产包括写字楼、公寓、标准厂房等，通过租金收入实现资金平衡。根据泰州经开区 2016 年第 40 号专题办公会议纪要精神，公司与泰州鑫发资产管理服务有限公司（以下简称“泰州鑫发”）签署租赁合同，将对外出租的实物资产统一出租给泰州鑫发。泰州鑫发对物业进行统一管理和维护，并将物业转租给园区入驻企业及员工。

2019 年，公司实现房屋租赁收入 2.03 亿元，同比增长 32.60%，主要是公司房产出租面积增加。2020 年 1－3 月，公司实现房屋租赁收入 0.02 亿元，因租金主要以半年为周期支付，一季度确认收入规模较小。截至 2020 年 3 月底，公司可出租房产账面价值共计 22.30 亿元，可出租面积共 63.96 万平方米，已出租面积 54.37 万平方米，均较 2018 年底明显增加。

表 7　截至 2020 年 3 月底公司房产出租情况
（单位：亿元、万平方米）

| 项目名称 | 账面价值 | 可出租面积 | 已出租面积 |
|---|---|---|---|
| 梅兰路标准厂房 A 区 | 1.58 | 7.29 | 7.15 |
| 综合保税区 7、8 号标准厂房 | 1.20 | 3.86 | 3.78 |
| 综合保税区 3、4 号物流仓库 | 1.30 | 1.33 | 1.30 |
| 综合保税区报关大厅 | 0.20 | 0.24 | 0.02 |
| 综合保税区监管仓库 | 0.87 | 0.76 | 0.58 |
| 二期 1-3 号厂房、4#仓库 | 1.82 | 8.45 | 8.28 |
| 三期厂房 C5 | 4.37 | 13.75 | 12.65 |
| 国际汽车城电子商务平台 | 1.00 | 1.91 | 1.10 |
| 中小企业创新创业产业园青年公寓 | 2.80 | 12.21 | 7.08 |
| 中小企业创新创业产业园二期标准厂房 | 3.29 | 9.86 | 9.66 |
| 鑫泰写字楼 | 3.87 | 4.31 | 2.76 |
| **合计** | **22.30** | **63.96** | **54.37** |

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司在建及拟建经营性房产项目计划总投资额 30.22 亿元，已投资 9.29 亿元，未来仍需投资 20.93 亿元。公司经营性房产投资规模较大，投资回收期较长。

表8 截至2020年3月底公司在建及拟建经营性房产情况
（单位：万元）

| 项目名称 | 总投资 | 已投资 |
|---|---|---|
| 创新创业产业园四期项目 | 18000.00 | 17825.00 |
| 中小企业创新创业园三期 | 33405.00 | 30928.00 |
| 青年公寓二期项目 | 47852.00 | 44162.00 |
| 泰州国际汽车城梦 CAR 小镇云创新中心 | 100000.00 | 0.00 |
| 综保区商务中心及配套工程 | 37989.00 | 0.00 |
| 综保区保税仓库三号、四号库 | 15000.00 | 0.00 |
| 创新创业产业园标准厂房五期 | 50000.00 | 0.00 |
| **合计** | **302246.00** | **92915.00** |

资料来源：公司提供

（5）商品房开发

2019 年，公司与江苏申林房地产开发有限公司达成合作协议，按照 48%和 52%的出资比例合资开发扬子港两侧房地产开发项目，该项目位于永定路北侧、鲍中路南侧、天虹路东侧、江洲南路西侧，项目占地约 152 亩，总建筑面积约 15 万平方米，计划总投资额 20.00 亿元，项目建设期为 2020－2024 年，待项目完工后将市场化对外销售。该项目计划于 2020 年和 2021 年分别投入 5.00 亿元用于项目开发。截至 2020 年 3 月底，项目已投资约 4 亿元，其中公司投入 1.92 亿元。

（6）其他业务

公司其他业务还包括建筑施工、污水处理、贸易业务等。2018－2019 年及 2020 年 1－3 月，公司其他业务收入分别为 0.17 亿元、0.59 亿元和 0.20 亿元。2019 年，公司其他业务中建筑施工收入明显增长，在其他业务收入中的占比较高。

3. 未来发展

未来，公司将从经营性资产租赁、高新产业投资基金、汽车销售和租赁、污水处理和环保、建筑和房地产、跨境电商和仓储六大业务板块入手，适当减少对政府公益性项目的投入，提高公司的收入及盈利水平，增强公司市场竞争力。

## 九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度财务报表，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具标准无保留意见的审计结论；公司提供的2020年一季度财务数据未经审计。

截至2020年3月底，公司纳入合并范围子公司共12家；2019年，公司合并范围增加5家子公司，其中1家公司来自股权收购，4家公司系由公司新投资设立；2020年1－3月，公司合并范围未发生变化。总体看，公司合并范围增加的子公司规模较小，对财务数据可比性影响有限。

截至2019年底，公司资产总额574.94亿元，所有者权益195.53亿元（含少数股东权益0.50亿元）；2019年，公司实现营业收入20.63亿元，利润总额3.98亿元。

2020年3月底，公司资产总额580.97亿元，所有者权益208.91亿元（其中少数股东权益0.50亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入1.49亿元，利润总额0.23亿元。

2. 资产质量

**跟踪期内，公司资产规模大幅增长，其中其他应收款规模较大且较快增长，对公司资金占用明显；存货、投资性房地产和在建工程占比高，公司资产流动性弱，整体资产质量一般。**

2019 年底，公司资产总额 574.94 亿元，较 2018 年底增长 23.36%，主要系货币资金、其他应收款和在建工程增长所致。2019 年底，公司流动资产和非流动资产分别占 43.12%和 56.88%，非流动资产占比较 2018 年底（63.48%）有所下降。

表 9　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 科目 | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年 3 月 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 28.89 | 6.20 | 67.86 | 11.80 | 44.28 | 7.62 |
| 其他应收款 | 86.26 | 18.51 | 119.38 | 20.76 | 140.96 | 24.26 |
| 存货 | 48.44 | 10.39 | 45.64 | 7.94 | 46.20 | 7.95 |
| **流动资产** | **170.22** | **36.52** | **247.94** | **43.12** | **243.16** | **41.85** |
| 投资性房地产 | 51.48 | 11.04 | 51.58 | 8.97 | 51.58 | 8.88 |
| 在建工程 | 194.27 | 41.68 | 217.70 | 37.86 | 228.66 | 39.36 |
| 无形资产 | 22.02 | 4.72 | 22.07 | 3.84 | 21.98 | 3.78 |
| **非流动资产** | **295.86** | **63.48** | **327.01** | **56.88** | **337.81** | **58.15** |
| **资产总额** | **466.08** | **100.00** | **574.94** | **100.00** | **580.97** | **100.00** |

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

**流动资产**

2019 年底，公司流动资产 247.94 亿元，较 2018 年底增长 45.66%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。公司流动资产仍主要由货币资金（占 27.37%）、其他应收款（48.15%）和存货（18.41%）构成。

2019 年底，公司货币资金 67.86 亿元，较 2018 年底大幅增长 134.94%，系公司债务扩张所致；其中银行存款 42.52 亿元，其他货币资金 25.34 亿元，其他货币资金主要是使用权受限的银行承兑汇票保证金（11.90 亿元）和用于质押的定期存单（12.80 亿元）。

2019 年底，公司应收账款 5.01 亿元，较 2018 年底增加 4.95 亿元，主要系新增应收泰州经开区管委会委托代建业务款 4.00 亿元，该款项已于 2020 年 2 月底前支付。2019 年底，公司应收账款共计提坏账准备 0.15 亿元。

2019 年底，公司预付款项 6.87 亿元，较 2018 年底增加 3.07 亿元，主要系新增预付泰州市财政局土地款 3.51 亿元。账龄方面，1 年以内的占 55.13%，1~2 年的占 19.67%，2~3 年的占 1.27%，3 年以上的占 23.93%。

2019 年底，公司其他应收款账面价值 119.38 亿元，较 2018 年底增长 38.40%，主要是与泰州市港口开发公司的往来款增幅较大。2019 年底，公司其他应收款前五名合计 106.48 亿元，均系往来款，占其他应收款总额的比重为 89.13%，集中度高，其中泰州市港口开发公司系泰州经开区管委会全资控股企业。公司其他应收款未计提坏账准备。总体看，公司其他应收款主要系应收泰州经开区管委会及其控股企业的往来款，回收风险较小，但对公司资金占用明显。

表 10　2019 年底公司其他应收款前五名情况
（单位：亿元、%）

| 名称 | 金额 | 占比 | 性质 |
|---|---|---|---|
| 泰州市港口开发公司 | 71.49 | 59.83 | 往来款 |
| 泰州经济开发区管委会 | 29.89 | 25.02 | 往来款 |
| 泰州市鑫盛（房屋）拆迁有限责任公司 | 2.29 | 1.92 | 往来款 |
| 数据产业园区管理委员会 | 2.05 | 1.72 | 往来款 |
| 泰州市公共资源交易中心 | 0.77 | 0.64 | 往来款 |
| **合计** | **106.48** | **89.13** | -- |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司存货 45.64 亿元，较 2018 年底下降 5.78%，主要系安置房销售结转收入所致。2019 年底，公司存货中开发成本 25.73 亿元，主要为安置房开发成本；待开发土地 19.16 亿元，系公司购买的土地，多为商服、住宅用地，均已缴纳土地出让金，其中已抵押土地使用权账面价值合计 3.51 亿元；库存商品 0.74 亿元，主要为库存汽车。公司存货未计提跌价准备。

**非流动资产**

2019年底，公司非流动资产327.01亿元，较2018年底增长10.53%，主要系在建工程增长所致。公司非流动资产仍主要由投资性房地产（占15.77%）、在建工程（占66.57%）和无形资产（占6.75%）构成。

2019年底，公司可供出售金融资产8.33亿元，较2018年底增加2.35亿元，系对泰州鑫泰中信股权投资基金合伙企业（有限合伙）追加投资0.80亿元，并分别对泰州长城汽车产业发展投资基金（有限合伙）和泰州市长江生态环保发展基金（有限合伙）新增投资1.50亿元和0.45亿元。2019年底，公司可供出售金融资产均按成本法计量，主要包括对泰州医药高新股份有限公司投资3.64亿元（持股10.00%）、对泰州鑫泰中信股权投资基金合伙企业（有限合伙）投资3.10亿元（持股69.43%）[1]和对泰州长城汽车产业发展投资基金（有限合伙）投资1.50亿元（持股7.50%）。

2019年底，公司长期应收款10.74亿元，全部为应收泰州经开区管委会收回土地的款项，较2018年底减少0.82亿元。

2019年底，公司投资性房地产51.58亿元，较2018年底变化不大，包括房屋建筑物3.58亿元和土地使用权48.00亿元。公司土地使用权系招拍挂购买的土地，多为住宅用地，均已缴纳土地出让金，其中已抵押土地使用权账面价值合计22.25亿元。公司投资性房地产采用公允价值计量。

2019年底，公司固定资产10.86亿元，较2018年底增加6.08亿元，主要来自在建工程转入5.18亿元以及由医药高新区管委会注入的房产1.00亿元。公司固定资产中5.21亿元产权证书尚在办理中。

2019年底，公司在建工程217.70亿元，较2018年底增长12.06%，主要系基础设施建设投入（包含资本化利息）增加所致。其中基础设施建设项目占40.90%，土地开发整理项目占50.08%，自营项目占8.50%。公司在建工程中部分项目已完工，但尚未达到回购条件。

2019年底，公司无形资产22.07亿元，较2018年底变化不大；其中土地承包经营权20.78亿元，土地使用权1.29亿元。公司土地承包经营权系子公司泰州新区新农村建设投资发展有限公司拥有，用于苗木种植、规划条件限定的用途或市政府指定的重点工程建设，因该土地承包经营权证在农村集体名下，未办理相关产权证书。

2020年3月底，公司资产总额580.97亿元，较上年底增长1.05%，主要系在建工程增加。其中，流动资产占41.85%，非流动资产占58.15%，资产结构较上年底变化不大。

截至2020年3月底，公司受限资产总额46.32亿元，在资产总额中的占比为7.97%，其中货币资金中保证金、质押定期存单等15.74亿元，存货中用于贷款抵押土地使用权3.63亿元，投资性房地产中用于贷款抵押土地使用权26.94亿元。

3. 所有者权益及负债

**跟踪期内，受益于泰州市国资委注资，公司所有者权益规模有所增长，资本实力进一步增强；同时公司债务规模快速增长，整体债务负担有所加重，2021年和2022年有息债务集中偿付压力较大。**

**所有者权益**

2019年底，公司所有者权益195.53亿元，较2018年底增长12.04%，主要系泰州市国资委注入资本金所致。从构成看，实收资本占44.36%、资本公积占33.87%、未分配利润占12.64%、其他综合收益占7.53%。

2019年底，公司实收资本86.51亿元，较2018年底增加66.00亿元，其中50.00亿元系由资本公积转增，16.00亿元系泰州市国资委以货币资金注入。

[1] 公司对泰州鑫泰中信股权投资基金合伙企业（有限合伙）持股比例虽然超过50%，但不主导其经营的重大决策，对其不享有控制权。

2019 年底，公司资本公积 66.05 亿元，较 2018 年底减少 47.20 亿元，由于转增实收资本 50.00 亿元、医药高新区管委会划入公司 1.00 亿元房产以及泰州经开区管委会拨款 1.80 亿元而致。

2019 年底，公司其他综合收益 14.71 亿元，较 2018 年底无变化，系 2017 年公司将持有并原准备增值后转让的土地使用权和已出租的建筑物，自存货、固定资产、无形资产转作投资性房地产并采用公允价值计量时评估增值产生。

2019 年底，公司未分配利润 24.65 亿元，较 2018 年底增加 1.54 亿元，主要系留存收益的累积。

2020 年 3 月底，公司所有者权益 208.91 亿元，较上年底增长 6.85%，主要系泰州市国资委剩余 14 亿元增资款到位所致。

**负债**

2019 年底，公司负债总额 379.42 亿元，较 2018 年底增长 30.13%，主要是长期借款和应付债券增加所致。2019 年底，公司流动负债和非流动负债分别占 37.19%和 62.81%，公司负债以非流动负债为主，且非流动负债占比较 2018 年底（54.04%）进一步上升。

2019 年底，公司流动负债 141.10 亿元，较 2018 年底增长 5.29%，主要是一年内到期的非流动负债增长所致；从构成看，流动负债主要包括短期借款（占 21.57%）、其他应付款（占 7.69%）和一年内到期的非流动负债（占 65.86%）。

2019 年底，公司短期借款 30.44 亿元，较 2018 年底变化不大，构成主要为保证借款 19.75 亿元和票据贴现借款 9.70 亿元。

2019 年底，公司其他应付款 10.85 亿元，较 2018 年底减少 4.78 亿元。公司其他应付款主要为暂扣安置户拆迁款，用于将来抵减安置房购房款，其中账龄 3 年以上占 23.70%。

2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 92.92 亿元，较 2018 年底增长 16.63%，包括一年内到期的长期借款 74.84 亿元、应付债券 9.40 亿元和长期应付款 8.68 亿元。

2019 年底，公司非流动负债 238.32 亿元，较 2018 年底增长 51.25%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司非流动负债主要包括长期借款（占 76.46%）和应付债券（占 14.43%）。

2019 年底，公司长期借款 182.22 亿元，较 2018 年底增长 53.56%，包括保证借款 136.00 亿元、质押借款 24.37 亿元、抵押借款 15.03 亿元和信用借款 6.82 亿元。

2019 年底，公司应付债券 34.38 亿元，较 2018 年底增长 46.94%。2019 年，公司共发行 3 期私募公司债和 1 期美元债，总发行规模 26.58 亿元。截至 2019 年底，公司存续债券情况详见下表。

表 11　2019 年底公司存续债券情况（单位：亿元、%）

| 债券名称 | 债券余额 | 票面利率 | 发行期限 | 到期日 |
|---|---|---|---|---|
| 19 鑫泰 03 | 7.00 | 6.80 | 2+2+1 | 2024/12/24 |
| 19 鑫泰 02 | 4.00 | 7.20 | 2+1 | 2022/8/2 |
| 鑫泰美元债（5985.HK） | 5.47 | 6.90 | 3 | 2022/6/28 |
| 19 鑫泰 01 | 10.00 | 7.15 | 2+1 | 2022/4/17 |
| 17 鑫泰 01 | 9.40 | 6.50 | 3 | 2020/3/22 |
| 16 鑫泰债 | 8.00 | 4.07 | 7 | 2023/3/23 |
| **合计** | **43.87** | -- | -- | -- |

资料来源：联合资信根据公司审计报告、中国债券信息网及香港证券交易所公告等公开资料整理

2019 年底，公司长期应付款 16.55 亿元，较 2018 年底增加 6.16 亿元。公司长期应付款全部为融资租赁款，已纳入公司长期债务核算。

2020 年 3 月底，公司负债总额 372.06 亿元，较 2019 年底下降 1.94%，主要是偿还到期债务所致。其中，流动负债占 34.85%，非流动负债占 65.15%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务为 359.21 亿元，较 2018 年底增长 35.82%，主要系长期债务大幅增长所致。2019

年底，公司长期债务在有息债务中的占比为64.91%，较2018年底（57.64%）有所上升，公司债务结构有所优化。从债务指标来看，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65.99%、64.75%和54.39%，较上年底分别提高3.43个、4.50个和7.76个百分点，债务负担有所加重。

表12　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018年 | 2019年 | 2020年3月 |
|---|---|---|---|
| 短期债务 | 112.03 | 126.07 | 102.92 |
| 长期债务 | 152.44 | 233.15 | 237.21 |
| 全部债务 | 264.47 | 359.21 | 340.14 |
| 资产负债率 | 62.56 | 65.99 | 64.04 |
| 全部债务资本化比率 | 60.25 | 64.75 | 61.95 |
| 长期债务资本化比率 | 46.63 | 54.39 | 53.17 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

2020年3月底，公司全部债务340.14亿元，较上年底下降5.31%，主要系债务到期偿还所致，其中短期债务102.92亿元（占30.26%），长期债务237.21亿元（占69.74%），长期债务占比进一步上升。2020年3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64.04%、61.95%和53.17%，较上年底分别下降1.95个、2.80个和1.22个百分点。

从有息债务期限结构看，2020年4－12月、2021年、2022年和2023年，公司需偿还的有息债务分别为52.95亿元、99.13亿元、90.60亿元和24.25亿元，公司2021年和2022年有息债务集中偿付压力较大。

4.　盈利能力

**跟踪期内，公司收入规模有所增长，整体盈利指标略有下降，利润总额对政府补助的依赖性有所加大。**

2019年，公司实现营业收入20.63亿元，同比增长9.37%；同期，公司营业成本17.98亿元，同比增长9.89%，增幅略高于营业收入。2019年，公司营业利润率为10.57%，同比略有下降。

表13　公司盈利情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018年 | 2019年 |
|---|---|---|
| 营业收入 | 18.86 | 20.63 |
| 营业成本 | 16.36 | 17.98 |
| 其他收益 | 2.47 | 2.94 |
| 利润总额 | 4.33 | 3.98 |
| 营业利润率 | 11.23 | 10.57 |
| 总资本收益率 | 0.88 | 0.68 |
| 净资产收益率 | 2.15 | 1.76 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2019年，公司期间费用为0.93亿元，同比变化不大；期间费用占营业收入的比重为4.50%，同比有所下降。

2019年，公司收到政府补助2.94亿元，同比增加0.47亿元，计入“其他收益”。2019年，公司利润总额为3.98亿元，同比减少0.35亿元。2019年，公司利润总额中政府补助占73.78%，占比较2018年（57.03%）有所提升，公司利润总额对政府补助的依赖性有所加大。

从盈利指标看，2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.68%和1.76%，同比均略有下降。

2020年1－3月，公司实现营业收入1.49亿元，相当于上年收入的7.22%；营业利润率为负；利润总额为0.23亿元，政府补助0.55亿元。

5.　现金流分析

**跟踪期内，公司经营活动现金流维持净流入，投资活动现金净流出规模有所扩大，加之面临较大的债务偿付压力，公司筹资力度明显加大。**

经营活动方面，2019年，公司经营活动产生的现金流入量为31.64亿元，同比降低28.81%；其中，销售商品、提供劳务收到的

现金15.43亿元，同比下降31.96%。2019年，公司现金收入比为74.80%，收入实现质量同比有所降低。2019年，公司经营活动产生的现金流出量为30.72亿元，同比下降29.42%；其中，购买商品、接受劳务支付的现金为17.81亿元，同比下降16.14%。2019年，公司收到和支付其他与经营活动有关的现金分别为16.21亿元和12.02亿元，主要是往来款，同比均有所减少。2019年，公司经营活动产生的现金流净额为0.92亿元，同比变化不大。

表14　公司现金流情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|
| 经营活动现金流入量 | 44.45 | 31.64 |
| 经营活动现金流出量 | 43.53 | 30.72 |
| 经营活动净现金流 | 0.91 | 0.92 |
| 投资活动净现金流 | -17.80 | -33.18 |
| 筹资活动净现金流 | 4.89 | 65.75 |
| 现金收入比 | 120.24 | 74.80 |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2019 年，公司投资活动无现金流入，投资活动现金流出 33.18 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 30.10 亿元，同比增长 85.87%，主要是对公司在建基础设施建设项目、租赁性房地产项目的投资支出和购入土地支付的现金。公司投资支付的现金主要是对股权投资基金的投入。2019 年，公司投资活动产生的现金流净额为-33.18 亿元，净流出规模同比有所扩大。

公司经营活动净现金流无法满足投资活动资金需求，加之债务偿付压力较大，公司对外部筹资依赖程度高。2019年，公司筹资活动现金流入259.83亿元，主要是政府资本投入（18.32亿元）和取得借款（222.49亿元，含发行债券）收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出194.08亿元，较2018年大幅增加，其中偿还债务和偿付利息支付141.24亿元，支付其他与筹资活动有关的现金52.84亿元，主要是支付融资租赁款、票据和保证金等。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为65.75亿元，同比大幅增加。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流入 16.21 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 8.46 亿元，现金收入比为 541.42%；同期，投资活动产生的现金流量净额为-10.97 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-11.56 亿元。

6.　偿债能力

**跟踪期内，公司短期偿债能力指标有所提升，但仍面临一定的短期偿付压力，长期偿债能力指标弱；考虑到公司拥有大量土地资源以及通畅的融资渠道，并能得到当地政府的大力支持，公司整体偿债能力很强。**

从短期偿债指标看，2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 175.72%和 143.38%，同比均有所提升；2020 年 3 月底，上述两项指标分别为 187.52%和 151.89%，较 2019 年底有所上升。2019 年，公司经营现金流动负债比为 0.65%，同比变化不大，经营活动产生的现金流量净额对流动负债保障能力弱。2019 年底，公司现金短期债务比为 0.54 倍，较 2018 年底有所提升。总体看，公司仍面临一定的短期偿付压力。

从长期偿债指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 4.80 亿元，全部债务/EBITDA 为 74.87 倍，EBITDA 利息倍数为 0.22 倍，以上指标同比均有所减弱，公司长期偿债能力指标弱。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额为 118.79 亿元（详见附件 2），担保比率为 56.86%，担保比率高。公司担保对象均为泰州市国有企业或其参股企业，目前被担保企业经营正常。总体看，公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

公司与国内多家银行建立了稳固的合作关系，截至2020年3月底，公司共获得各银行授信额度共计201.55亿元，未使用额度为51.75亿元，公司间接融资渠道通畅。

7. 母公司财务分析

**公司主要资产和权益均来自母公司，跟踪期内，母公司资产规模大幅增长，负债水平有所提升，整体债务负担较重。**

2019年底，母公司资产总额519.03亿元，较2018年底增长25.81%；其中流动资产占42.57%，非流动资产占57.43%。从构成看，流动资产主要由其他应收款、货币资金和存货构成，非流动资产中在建工程占比较高。

2019年底，母公司所有者权益为177.04亿元，较2018年底增长13.59%；其中实收资本占48.86%，资本公积占31.72%，母公司所有者权益稳定性好。

2019年底，母公司负债总额341.99亿元，较2018年底增长33.23%，其中流动负债占42.16%，非流动负债占57.84%。流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。母公司2019年底资产负债率为65.89%，较2018年底有所上升。

2019 年，母公司营业收入 8.62 亿元，营业成本为 6.35 亿元；利润总额为 4.12 亿元，同比下降 4.74%。

2020 年 3 月底，母公司资产总额 541.26 亿元，较 2019 年底增长 4.28%；所有者权益 190.45 亿元，较 2019 年底增长 7.57%；负债结构较上年底变化不大；资产负债率为 64.81%。2020 年 1—3 月，母公司营业收入 0.01 亿元，利润总额 0.23 亿元。

## 十、存续期内债券偿债能力

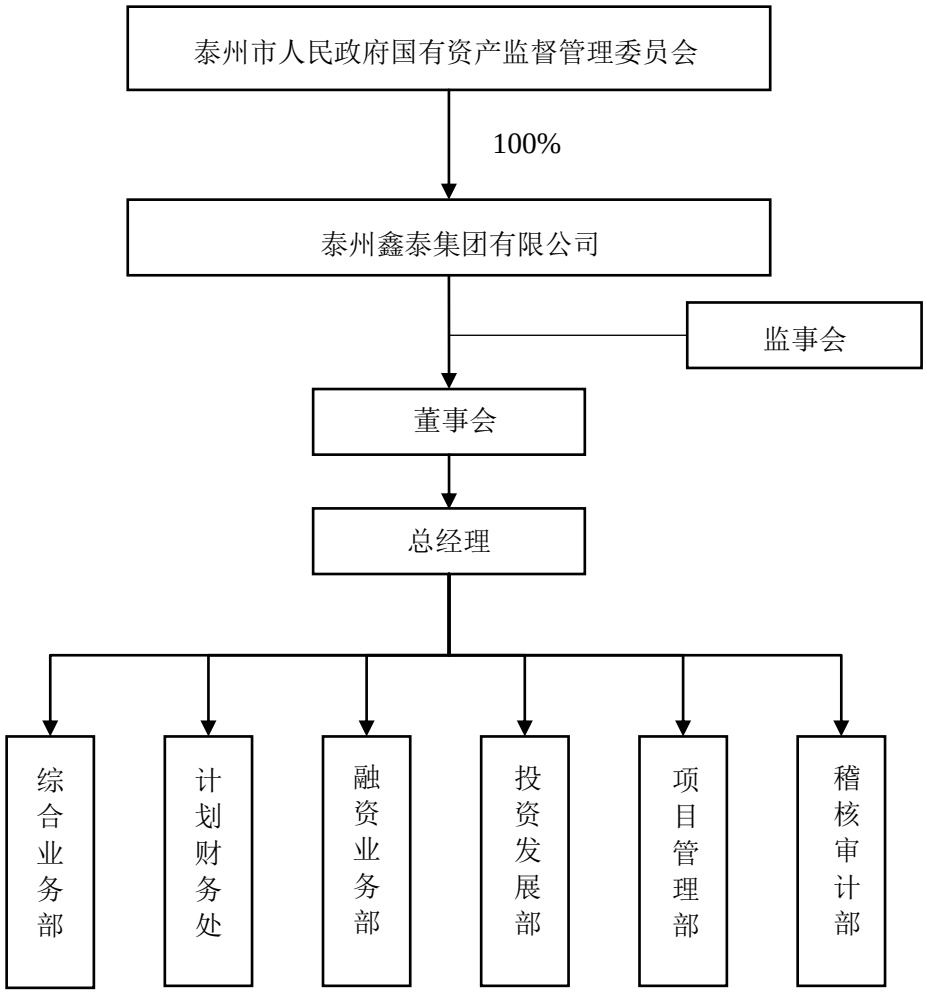
截至本评级报告出具日，联合资信评级的公司存续债券“20 鑫泰 CP001”和“20 鑫泰 CP002”债券余额合计 10.00 亿元。2019 年，公司 EBITDA 和经营活动现金净流量分别为 4.80 亿元和 0.92 亿元，对公司债券余额合计的覆盖倍数分别为 0.48 倍和 0.09 倍，保障能力弱。2019 年，公司经营活动现金流入量为 31.64 亿元，对公司债券余额合计的覆盖倍数为 3.16 倍，保障能力较好。2019 年底和 2020 年 3 月底，公司现金类资产分别为 67.86 亿元和 44.28 亿元，对公司债券余额合计的覆盖倍数分别为 6.79 倍和 4.43 倍，保障能力好。

## 十一、结论

公司是泰州市重要的基础设施投资与建设主体，主要负责泰州经济开发区及综合保税区的基础设施和安置房建设业务，业务具有一定的区域专营优势。跟踪期内，泰州市经济和财政实力保持增长，公司得到泰州市各级政府在资本金注入、资产划拨和财政补贴等方面的大力支持；受益于泰州市国资委增资，公司资本实力进一步增强；同时公司债务结构有所优化，短期偿债能力指标明显提升。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级上调为$AA^{+}$，维持“20鑫泰CP001”和“20鑫泰CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

# 附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图和组织架构图



# 附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

| 序号 | 公司名称 | 业务范围 | 注册资本（万元） | 持股比例（%） | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 直接 | 间接 |
| 1 | 泰州市新泰建设发展有限公司 | 基础设施投资和建设 | 95500.00 | 99.41 | -- |
| 2 | 泰州市第二城南污水处理有限公司 | 工业污水、生活污水的净化、处理 | 6800.00 | 95.88 | -- |
| 3 | 泰州新区新农村建设投资发展有限公司 | 农村基础设施建设 | 30000.00 | 100.00 | -- |
| 4 | 江苏华轩电子商务有限公司 | 电子商务 | 2000.00 | 100.00 | -- |
| 5 | 泰州汽车城有限公司 | 汽车销售，二手车经销、经纪 | 10000.00 | 100.00 | -- |
| 6 | 江苏嘉盛建设发展有限公司 | 工程施工 | 700.00 | 51.00 | -- |
| 7 | 泰州鑫远物流有限公司 | 物流运输 | 500.00 | 51.00 | -- |
| 8 | 泰州鑫润园艺有限公司 | 园林绿化、养护，环保工程、园林绿化工程、水处理工程设计与施工 | 3921.57 | 100.00 | -- |
| 9 | 鑫福（香港）有限公司 | -- | 1000.00万港币 | 100.00 | -- |
| 10 | 泰州鑫港新材料科技有限公司 | 新材料的技术开发、技术咨询、技术推广服务，电子元器件与机电组件设备、工业自动控制系统装置制造，其他有色金属压延加工；汽车销售；汽车零配件、装饰材料（不含危化品）销售；汽车展览、租赁、信息咨询服务；电子产品、金属材料、机械设备、建材、五金产品销售；为企业和个人提供机动车上牌、年检材料代办服务；代理机动车辆保险；货物或技术进出口 | 2000.00 | -- | 100.00 |
| 11 | 鑫福（BVI）有限公司 | -- | -- | -- | 100.00 |
| 12 | 泰州鑫泉环保工程有限公司 | 工业污水、生活污水的净化、处理，工业生活污水管网的建设和经营，管道设备安装及维修，水处理技术咨询 | 10000.00 | -- | 70.00 |

资料来源：公司提供

# 附件 2　截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

| 序号 | 被担保人 | 担保余额 | 属性 |
|---|---|---|---|
| 1 | 江苏创鸿资产管理有限公司 | 28447.12 | 国企 |
| 2 | 江苏华为医药物流有限公司 | 10000.00 | 国企 |
| 3 | 泰州东方中国医药城控股集团有限公司 | 10608.44 | 国企 |
| 4 | 泰州菲思特建设工程有限公司 | 2900.00 | 国企 |
| 5 | 泰州高教投资发展有限公司 | 15000.00 | 国企 |
| 6 | 泰州华诚医学投资集团有限公司 | 70000.00 | 国企 |
| 7 | 泰州华铭资产管理有限公司 | 48000.00 | 国有参股 |
| 8 | 泰州华盛投资开发有限公司 | 9000.00 | 国企 |
| 9 | 泰州华信药业投资有限公司 | 372806.38 | 国企 |
| 10 | 泰州江源工程建设有限公司 | 1000.00 | 国企 |
| 11 | 泰州润江建设发展有限公司 | 54999.00 | 国企 |
| 12 | 泰州润江资产管理有限公司 | 3200.00 | 国企 |
| 13 | 泰州市邦纳文化产业发展有限公司 | 1000.00 | 国企 |
| 14 | 泰州市城市建设投资集团有限公司 | 128640.00 | 国企 |
| 15 | 泰州市凤城河建设发展有限公司 | 65000.00 | 国企 |
| 16 | 泰州市港口开发公司 | 78466.00 | 国企 |
| 17 | 泰州市高港高新区开发建设有限责任公司 | 49930.00 | 国企 |
| 18 | 泰州市新滨江开发有限责任公司 | 144610.00 | 国企 |
| 19 | 泰州市云联网络信息系统有限公司 | 5000.00 | 国企 |
| 20 | 泰州通泰投资有限公司 | 29483.00 | 国企 |
| 21 | 泰州欣泰新农村建设发展有限公司 | 35000.00 | 国企 |
| 22 | 泰州医药高新股份有限公司 | 24840.00 | 国企 |
| **总计** | | **1187929.94** | -- |

# 附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产（亿元） | 28.24 | 28.89 | 67.86 | 44.28 |
| 资产总额（亿元） | 429.09 | 466.08 | 574.94 | 580.97 |
| 所有者权益（亿元） | 151.57 | 174.51 | 195.53 | 208.91 |
| 短期债务（亿元） | 76.14 | 112.03 | 126.07 | 102.92 |
| 长期债务（亿元） | 179.77 | 152.44 | 233.15 | 237.21 |
| 全部债务（亿元） | 255.92 | 264.47 | 359.21 | 340.14 |
| 营业收入（亿元） | 14.84 | 18.86 | 20.63 | 1.49 |
| 利润总额（亿元） | 2.03 | 4.33 | 3.98 | 0.23 |
| EBITDA（亿元） | 2.57 | 4.96 | 4.80 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | -0.65 | 0.91 | 0.92 | 8.46 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数（次） | 4.66 | 11.61 | 8.13 | -- |
| 存货周转次数（次） | 0.22 | 0.30 | 0.38 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.03 | 0.04 | 0.04 | -- |
| 现金收入比（%） | 121.49 | 120.24 | 74.80 | 541.42 |
| 营业利润率（%） | 5.49 | 11.23 | 10.57 | -10.85 |
| 总资本收益率（%） | 0.53 | 0.88 | 0.68 | -- |
| 净资产收益率（%） | 1.31 | 2.15 | 1.76 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 54.26 | 46.63 | 54.39 | 53.17 |
| 全部债务资本化比率（%） | 62.80 | 60.25 | 64.75 | 61.95 |
| 资产负债率（%） | 64.68 | 62.56 | 65.99 | 64.04 |
| 流动比率（%） | 200.01 | 127.02 | 175.72 | 187.52 |
| 速动比率（%） | 135.49 | 90.88 | 143.38 | 151.89 |
| 经营现金流动负债比（%） | -0.70 | 0.68 | 0.65 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 0.37 | 0.26 | 0.54 | 0.43 |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 99.53 | 53.37 | 74.87 | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 0.14 | 0.31 | 0.22 | -- |

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 长期债务中包括长期应付款中有息部分

# 附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产（亿元） | 16.32 | 7.20 | 40.33 | 24.87 |
| 资产总额（亿元） | 378.65 | 412.55 | 519.03 | 541.26 |
| 所有者权益（亿元） | 133.07 | 155.86 | 177.04 | 190.45 |
| 短期债务（亿元） | 62.03 | 90.08 | 101.21 | 83.44 |
| 长期债务（亿元） | 165.27 | 132.61 | 195.83 | 200.65 |
| 全部债务（亿元） | 227.30 | 222.69 | 297.04 | 284.10 |
| 营业收入（亿元） | 0.95 | 7.07 | 8.62 | 0.01 |
| 利润总额（亿元） | 2.00 | 4.32 | 4.12 | 0.23 |
| EBITDA（亿元） | / | / | / | |
| 经营性净现金流（亿元） | -16.74 | 4.47 | -29.19 | -12.41 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数（次） | -- | 1.77 | 1.01 | -- |
| 存货周转次数（次） | 0.01 | 0.14 | 0.22 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.00 | 0.02 | 0.02 | -- |
| 现金收入比（%） | 259.55 | 100.00 | 41.79 | 40631.99 |
| 营业利润率（%） | 32.13 | 26.70 | 22.03 | -1853.97 |
| 总资本收益率（%） | 0.55 | 1.02 | 0.78 | -- |
| 净资产收益率（%） | 1.50 | 2.47 | 2.10 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 55.40 | 45.97 | 52.52 | 51.30 |
| 全部债务资本化比率（%） | 63.07 | 58.83 | 62.66 | 59.87 |
| 资产负债率（%） | 64.86 | 62.22 | 65.89 | 64.81 |
| 流动比率（%） | 206.26 | 119.10 | 153.23 | 156.78 |
| 速动比率（%） | 152.44 | 95.81 | 133.69 | 137.80 |
| 经营现金流动负债比（%） | -21.34 | 3.66 | -20.24 | -33.51 |
| 现金短期债务比（倍） | 0.26 | 0.08 | 0.40 | 0.30 |
| 全部债务/EBITDA（倍） | / | / | / | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | / | / | / | -- |

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 长期债务中包括长期应付款中有息部分；3. 公司未提供折旧、摊销等数据，无法计算 EBITDA

# 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%<br>（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/短期投资+应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

# 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　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

| 信用等级设置 | 含　　义 |
|---|---|
| A-1 | 为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高 |
| A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高 |
| A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响 |
| B | 还本付息能力较低，有一定的违约风险 |
| C | 还本付息能力很低，违约风险较高 |
| D | 不能按期还本付息 |

# 附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

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