跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 995 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持泰州市城市建设投资集团有限公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“10泰州债”和“13泰州债”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年六月三十日

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（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

泰州市城市建设投资集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+	评级展望：稳定
上次评级结果：AA^+	评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
10 泰州债	10 亿元	2010/1/25-2017/1/25	AA^+	AA^+
13 泰州债	18 亿元	2013/10/16-2023/10/16	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2015 年 6 月 30 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	19.91	22.70	44.26
资产总额(亿元)	222.81	257.53	308.49
所有者权益合计(亿元)	113.17	121.82	126.64
长期债务(亿元)	59.14	74.13	130.11
全部债务(亿元)	75.63	101.92	165.71
营业收入 (亿元)	12.47	9.90	10.39
利润总额 (亿元)	5.09	4.70	4.57
EBITDA(亿元)	5.19	4.82	4.96
经营性净现金流(亿元)	2.46	1.01	3.80
营业利润率(%)	13.86	13.02	9.95
净资产收益率(%)	3.99	3.55	3.43
资产负债率(%)	49.21	52.70	58.95
全部债务资本化比率(%)	40.06	45.55	56.68
流动比率(%)	369.88	329.56	476.86
全部债务/EBITDA(倍)	14.57	21.16	33.41
经营现金流动负债比(%)	5.07	1.70	7.69

注：1.公司 2013 年开始执行新会计准则（2006），2012 年数据为追溯调整数据

分析师

黄静雯　竺文彬　霍焰　熊睿哲

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）

Http：//www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，泰州市整体经济实力和财政实力持续增强，泰州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为泰州市基础设施建设的主要投资主体，继续得到地方政府在财政资金方面的支持。同时，联合资信关注到跟踪期内公司其他应收款规模仍较大，对资金形成一定占用；公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险；受房地产行业政策调控影响，公司该业务板块毛利率大幅下滑等因素对公司的信用水平带来不利影响。考虑到地方政府对公司项目贷款还本付息的支持，公司实际偿付压力较小。随着泰州市财政实力稳步提高，政府对公司的支持将得以持续，进而对公司的信用基本面形成支撑。

公司以泰州市财政局分期支付的应收账款为“10泰州债”还本付息提供质押担保，其中2014年财政局应付1.20亿元和2015年财政局应付5.20亿元已到账，应收余额对“10泰州债”保障程度较高。泰州市不断增强的财政实力及应收账款余额对“10泰州债”具备较高的覆盖能力，为“10泰州债”的还本付息提供了良好的保证。

“13泰州债”由中国投融资担保有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，中投保主体长期信用等级为AA^+，担保实力强，有效增强“13泰州债”的偿付保障力度。

综合考虑，联合资信维持公司AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“10泰州债”和“13泰州债”AA^+的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，泰州市经济发展向好，区域财政实力进一步增强，公司外部发展环境良好。
2. 泰州市政府在债务偿还及资金补贴方面给予公司较大支持，且持续性良好。
3. 跟踪期内，公司营业收入主要源于基础设施建设及房地产开发收入，其中代建回购业务

呈稳定增长态势。

4. “10 泰州债”以应收账款作为质押担保，2014 年财政局应付 1.20 亿元和 2015 年财政局应付 5.20 亿元已到账，剩余应收账款对“10 泰州债”本息的覆盖程度较好，保障程度较高。中投保作为“13 泰州债”的担保人，担保实力强，可有效增强“13 泰州债”的偿付保障力度。

关注

1. 公司主营业务中商业性地产业务易受房地产市场波动的影响，近年波动较大；公司利润的形成较多依赖于投资收益和补贴收入。
2. 公司其他应收款规模大，对资金形成一定占用。2014 年，公司与泰州市财政局签署《关于泰州市城市建设投资集团有限公司其他应收款偿付资金安排的说明》，联合资信将持续关注其他应收款回款进展情况。
3. 公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与泰州市城市建设投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与泰州市城市建设投资集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因泰州市城市建设投资集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由泰州市城市建设投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于泰州市城市建设投资集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

泰州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）前身为泰州市国有资产经营有限公司，系经泰政复[1998]11 号文批准，由泰州市人民政府（以下简称“市政府”）授权泰州市财政局出资组建。2003 年 9 月 3 日，经泰政复[2003]46 号文批准，公司名称变更为现名，同时修改公司章程，公司为市政府出资设立的国有独资公司。《企业法人营业执照》注册号为321200000000101；截至 2015 年 3 月底，公司注册资本为 10 亿元。

公司是泰州市国有独资公司，是市政府授权的国有资产投资主体。公司目前的主要经营职能为：资金筹集，受市政府委托，筹措、管理和使用城市建设资金；项目投资，按照市政府批准的城建项目计划，进行项目投资、合资或合作，参与城建项目投资、管理和开发经营；计划监督，按照市政府城建年度计划，进行投资控制和监督拨款等；资产运营，受市政府委托管理和运营国有资产，逐步形成自筹、自借、自用、自还的良性发展机制，不断为城市建设提供财力支撑。

截至 2015 年 3 月底，公司拥有 9 家一级子公司。其中，2014 年公司合并范围内新增一家子公司泰州市城投城建项目管理有限公司，以购买方式获得，对 2013~2014 年财务数据可比性影响不大。公司本部设立了综合事务部、财务计划部、投资发展部和工程管理部共 4 个职能部门。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 308.49 亿元，所有者权益（含少数股东权益 3.11 亿元）126.64 亿元；2014 年公司合并口径实现营业收入 10.39 亿元，利润总额 4.57 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 332.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益 3.07 亿元）128.06 亿元；2015 年 1~3 月，公司合并口径实现营业收入 2.76 亿元，利润总额 1.08 亿元。

公司注册地址：泰州市济川东路289号；法定代表人：蒋爱民。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。

全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业现状与前景

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资

平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发[2014]43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，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，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

公司主要从事城市基础设施等公益性和准经营性项目建设、投资和运营，以及房地产开发等经营性资产运营，其经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济实力的影响，并与城市基础设施建设、城市发展规划密切相关。

（1） 经济实力

根据《2014年泰州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2014年泰州市生产总值3370.89亿元，比上年增长10.8%。其中，第一产业增加值217.08亿元，增长3.3%；第二产业增加值1728.64亿元，增长10.5%；第三产业增加值1425.17亿元，增长12.3%。三次产业结构调整为6.4：51.3：42.3，产业结构有所优化。按常住人口计算，全年人均地区生产总值72706元，增长10.7%。全年规模以上工业增加值2169.70亿元，增长11.5%。

表1 2014年度长三角城市GDP排名情况表

名称	GDP(亿元)	排名	名称	GDP(亿元)	排名
上海市	23560.94	1	温州市	4302.81	9
苏州市	13760.89	2	绍兴市	4265.83	10
杭州市	9201.16	3	扬州市	3697.89	11
南京市	8820.75	4	台州市	3387.51	12
无锡市	8205.31	5	泰州市	3370.89	13
宁波市	7602.51	6	嘉兴市	3352.80	14

南通市	5652.69	7	镇江市	3252.38	15
常州市	4901.87	8	金华市	3206.64	16

资料来源：湖州市统计网站

在2014年长三角16座中心城市GDP排名中，泰州市位居第13位，泰州市域经济增长势头较好。

（2） 区域财政实力

公司作为泰州市基础设施和公益事业建设投资的主要运作主体，地方政府的财政实力尤其是市本级可用财力在一定程度上决定着公司的竞争实力。

表2 2012~2014年泰州市可支配收入

科目	2012年	2013年	2014年
	金额（亿元）	金额（亿元）	金额（亿元）
一般预算收入	**233.25**	**259.26**	**283.00**
其中：税收收入	188.95	214.05	230.61
非税收入	44.30	45.21	52.39
基金收入	**212.63**	**266.57**	**354.34**
上级补助收入	**93.61**	**100.66**	**104.33**
其中：返还性收入	19.59	19.44	19.46
一般性转移支付收入	23.37	30.71	35.92
专项转移支付收入	50.65	50.51	48.95
预算外收入	**30.10**	**33.66**	**32.12**
其中：政府行政性收费	4.52	4.36	3.60
地方可支配收入总计	**569.59**	**660.15**	**773.79**

资料来源：泰州市历年财政收支决算表

泰州市地方可支配收入主要包括一般预算收入、政府性基金收入、上级补助收入和预算外收入。2012~2014年，泰州市地方可支配收入大幅增长，年均复合增长率为16.55%，2014年度泰州市地方可支配收入为773.79亿元，较上年同期增长17.21%。其中，一般预算收入283.00亿元，同比增长9.16%；基金收入354.34亿元，同比增长32.93%。

泰州市财政实力的不断增强为公司项目建设提供了可靠的资金支持，有利于公司各项业务的持续发展。

（3） 地方政府债务

泰州市地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至2014年底，泰州市本级政府直接债务余额313.10亿元，担保债务余额8.40亿元，泰州市本级政府全部债务余额317.30亿元（直接债务余额+担保债务余额×50%），债务率为84.00%（采用2014年泰州市本级可支配收入数据进行计算）。

表3 2014年泰州市本级地方政府财政实力及债务情况（单位：亿元）

地方财力构成	金额	地方债务构成	金额
（一）地方一般预算收入	141.88	（一）直接债务余额	313.10
1．税收收入	113.30	1、国债转贷资金	0.34
2．非税收入	28.58	2、解决地方金融风险专项借款	
（二）转移支付和税收返还收入	40.87	3、国内金融机构借款	106.80
1．一般性转移支付收入	10.42	（1）由财政承担偿还责任的融资平台融资	81.50

2．专项转移支付收入	19.46	4、债券融资	54.75
3．税收返还收入	10.99	（1）中央代发地方政府债券	9.75
（三）国有土地使用权出让收入	178.31	（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	45.00
1．国有土地使用权出让金	175.88	5、其他	151.21
2．国有土地收益基金	2.23	（二）担保债务余额	8.40
3．农业土地开发资金	0.20	1、政府担保的借款	
4．新增建设用地有偿使用费		2、政府担保的融资平台债券融资	
（四）预算外财政专户收入	13.23		
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	374.29	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	317.30
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**84.00%**	

资料来源：泰州市财政局

总体看，泰州市财政实力的不断增强为公司发展提供了可靠的资金支持，有利于公司各项业务的持续发展，但泰州市地方政府债务负担较重。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司前身为泰州市国有资产经营有限公司，经泰政复[2003]46 号文批准，公司名称变更为现名，系由泰州市人民政府出资设立的国有独资公司；注册资本为 10 亿元。

2. 人员素质

2014 年 4 月，公司法定代表人由蔡德熙变更为蒋爱民。公司董事长兼总经理蒋爱民先生，1962 年出生，大学学历，历任泰州市财政局经建处处长、泰州市城市建设投资集团有限公司董事、副总经理，自 2014 年 4 月起泰州市城市建设投资集团有限公司董事长兼总经理。

3. 政府支持

公司作为泰州市本级财政主要的投融资主体，自成立始，政府在资产注入、财政资金补助等方面给予了大力支持。

土地资产注入

2000 年以来，公司股东一直以土地使用权方式向公司增资以支持公司发展。截至 2015 年 3 月底政府注入公司的土地使用权合计 51.16 亿元，在“资本公积”和“存货-待开发土地”科目中反映。

表 4　泰州市政府拨入公司土地资产情况（单位：万平方米，万元）

土地位置	土地面积	土地证号	评估价格
泰州市海陵区高教园区发展区 1 号地块	23.31	泰州国用（2006）字第 0423 号	27773.91
泰州市海陵区高教园区发展区 2 号地块	15.01	泰州国用（2006）字第 0424 号	17862.28
泰州市海陵区高教园区发展区 3 号地块	10.46	泰州国用（2006）字第 0425 号	12538.30
泰州市海陵区高教园区发展区 4 号地块	27.78	泰州国用（2006）字第 0426 号	33258.67
泰州市东进路以南、鼓楼路以东	6.67	泰州国用（2008）字第 12337 号	32204.41
泰州市海陵区莲花一号区南侧	16.50	泰州国用（2006）字第 0193 号	22432.26
泰州市检察院西侧地块	13.78	泰州国用（2006）字第 0194 号	18734.48
周山河街区商住用地 B 号地块	6.57	泰州国用（2009）字第 1423 号	44377.12
周山河街区商住用地 C 号地块	5.68	泰州国用（2009）字第 1424 号	38387.25
周山河街区商住用地 D 号地块	8.95	泰州国用（2009）字第 1426 号	60443.23

周山河街区商住用地 E 号地块	13.16	泰州国用（2009）字第 1425 号	88888.69
泰州市规划东风南路西侧、海军东路南侧	13.25	泰州国用（2011）字第 14572 号	76332.67
泰州市规划东风南路西侧、淮河路北侧	6.67	泰州国用（2011）字第 14574 号	38408.26
合计	**167.79**		**511641.53**

资料来源：企业提供

财政资金支持

公司作为泰州市本级的重要基础设施建设主体，每年泰州市财政局按照公司当期的还款计划给予相应的财政资金支持。

根据泰人发[2009]7号文件规定，2009年公司获得2.5亿元专项财政补贴，未来12年新增财政补贴款将按照市政府财政预算收入增长的幅度同比例增加，确保泰州市政府对公司的专项财政补贴予以制度化。根据泰人发[2012]31号文件规定，自2013年起，泰州市人民政府将[2009]7号文件向公司提供专项财政补贴的期限延长10年，每年提供专项财政补贴提高至人民币3亿元。2012~2014年，公司分别获得财政补贴1.51亿元、3.00亿元和3.00亿元，计入“营业外收入”科目。2015年1~3月，公司获得财政补贴1.00亿元。

2012年及2013年，公司分别根据泰城投[2012]64号请示及泰城投[2013]48号请示，经泰州市财政局批复同意，将收到泰州市财政局的拨款4.10亿元和5.00亿元增加公司资本公积。

根据泰人发[2009]8号文件规定，同意泰州市人民政府接收公司已完工市政项目和偿付委托建设款，泰州市财政局将当年应拨付的委托建设款资金列入市政府相应年度财政预算中。

对于仅代政府行使投资职能的基础设施项目，公司将项目建设成本计入“其他应收款-应收财政局”科目，泰州市财政局每年划拨一定金额予公司，公司收取金额后冲减“其他应收款-应收财政局”科目。截至2015年3月底，公司其他应收款-应收财政局资金为60.46亿元。2011年至2015年3月，泰州市财政局划拨其他应收款回款资金27.84亿元。

联合资信认为，泰州市财力增长强劲，其对公司持续稳定的支持有望为公司未来业务发展提供有力的支撑。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化

七、经营分析

公司作为泰州市基础设施建设主体，主要由公司本部执行投资、融资职能，其下属子公司执行项目建设、开发职能。

近年来，公司主营业务收入有所波动，主要系房屋开发收入波动所致。2014 年公司实现主营业务收入 10.13 亿元，其中基础设施建设收入 7.38 亿元，房屋开发收入 2.58 亿元，分别占当年主营业务收入的 72.85%和 25.47%。

从毛利率来看，公司基础设施建设板块毛利率较为固定，2014 年为 2.04%，毛利率低；2014 年，由于公司房屋开发受市场房价波动及尾房销售价偏低等影响，房屋开发毛利率为 24.97%，较 2013 年的 61.74%大幅下降。2014 年，公司实现综合毛利率 9.60%。

表5　2012~2014年主营业务收入构成（单位：亿元，%）

项目	2012 年			2013 年			2014 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	6.84	55.61	2.00	7.32	74.31	2.00	7.38	72.85	2.04
房屋开发	5.31	43.17	41.46	2.38	24.16	61.74	2.58	25.47	24.97

其它	0.15	1.22	96.61	0.15	1.52	98.83	0.18	1.78	99.59
合计	**12.30**	**100.00**	**20.21**	**9.85**	**100.00**	**17.94**	**10.13**	**100.00**	**9.60**

资料来源：公司审计报告及公司提供

1. 城市开发配套设施建设

公司主要进行泰州市城市基础设施建设工程，根据公司与泰州市财政局于2005年11月17日签订的《市政基础设施项目集中委托建设协议》的规定，公司是泰州市重点工程的投资载体和建设平台，根据泰政府[2005]142号文件规定，泰州市政府决定将部分市政基础设施项目集中委托给公司建设。同时为归口项目建设和资金管理，泰州市财政局经政府授权，全权负责本协议下市政基础设施项目委托建设事宜。协议规定委托建设资金包括公司前期自筹垫付项目资金、融资成本以及相应的管理费用。

公司基础设施建设经营主体主要为公司本部及泰州市城市基础设施建设发展有限公司（以下简称“城建公司”）。城建公司为公司的控股子公司（公司拥有其98.70%的股权）。截至2014年底，城建公司资产总额为38.72亿元，占公司总资产规模12.55%。

城建公司主要负责为中心市区成片土地前后期的开发配套服务、城市道路、桥梁及地下管网的投资及项目管理。城建公司自成立以来，先后新建和拓宽改造了凤凰路、济川路等60多条城区骨干道路和森北大桥、东风大桥等50多座大中型桥梁以及坡子街滨河绿地、人民广场等市政工程设施，累计完成基础设施投资40多亿元。2014年城建公司主要进行了东风路贯通及快速化改造工程、永定路快速化改造工程、梅兰西路接通工程、济川路改造工程、凤凰路改造工程、吴陵路工程、引凤路工程等项目的建设。

公司受市政府委托，每年12月份，市财政局根据市政府批准城市建设项目计划和投资计划，对公司下达下一年城市基础设施建设任务。公司根据任务进行基础设施建设项目投资，并根据公司及下属公司当年完工项目投资额加一定比率的管理费（约2.00%左右）确认为代建收入，同时结转代建成本。

账务处理方面，对于公司为项目业主的基础设施建设项目，公司将项目建设成本计入“存货-开发成本”科目，每年根据当年完工项目投资额加一定比率的管理费确认为代建收入，相应存货结转营业成本。截至2015年3月底，公司“存货-开发成本”科目中有26.25亿元基建项目建设成本。对于仅代政府行使投资职能的基础设施项目，公司将项目建设成本计入“其他应收款-应收财政局”科目，泰州市财政局每年划拨一定金额，公司收取金额后冲减“其他应收款-应收财政局”科目。

2012~2014年，公司基础设施建设工作持续推进，公司实际投入资金分别为19.09亿元、21.06亿元和19.67亿元。公司基础设施投入情况见下表6。

表6 2012~2014年公司基础设施建设项目情况

(单位：亿元)

	2012 年	2013 年	2014 年
投入资金（公司为项目业主）	11.95	11.45	15.53
投入资金（公司非项目业主）	7.14	9.61	4.14
合计	**19.09**	**21.06**	**19.67**
确认代建收入	6.84	7.32	7.38
收到划拨其他应收款回款资金	5.16	4.39	11.30
合计	**12.00**	**11.71**	**18.68**

资料来源：公司提供

2012~2014年，公司为项目业主的基建项目投资额为11.95亿元、11.45亿元和15.53亿元，分别确认代建收入6.84亿元、7.32亿元和7.38亿元，具体回款全部收到，在销售商品、提供劳务收到的现金科目中体现。

2012~2014年，公司非项目业主的基建项目投资额分别为7.14亿元、9.61亿元和4.14亿元。截至2015年3月底，公司其他应收款-应收财政

局资金为60.46亿元。泰州市财政局2012~2014年，划拨其他应收款回款资金5.16亿元、4.39亿元和11.30亿元，其中2014年到账的11.30亿元其他应收款中2.00亿元为当年投入基础设施项目回款，其余9.30亿元涵盖《财政局每年应支付公司其他应收款回款安排》中规定的2015年预计划拨5.50亿元和2016年的部分款项，财政局划拨的其他应收款在收到其他与经营活动有关的现金科目中反映。

泰州市城市水利投资开发有限公司（以下简称“水投公司”）是公司进行水利基础设施投资、开发、建设、管理的主体，为公司的控股子公司（公司拥有51.00%的股权）。

截至2014年底，水投公司资产总额为17.42亿元。水投公司自成立至今，按照泰州市重点工程建设程序的规定，完成组织实施年度水利工程建设任务，先后新建和整治了凤凰河、周山河、老通扬河、城区生态封闭工程等30多条河流，累计完成投资10多亿元。该板块具体经营模式为：公司根据下达的项目建设计划进行水利工程建设投资，资金主要来源于政府拨款，未来主要通过财政拨款实现资金平衡。

公司基础设施项目规模主要受市政府的城市建设规模的影响。未来几年内，随着政府性资金大规模投入，尤其是中心城区建设力度的加大，公司对外融资需求将进一步加大，未来融资压力有所提升。

2. *房地产开发*

公司从事经济适用房、拆迁安置房、经营性房地产开发业务及部分市政项目代建的主体为泰州市城市建设投资集团地产开发有限公司（以下简称“地产公司”）、泰州市安居置业发展有限公司（以下简称“安业公司”）和公司本部，每年完成的房地产开发收入占公司主营业务收入的比重较高。近年来，受房地产政策调控严厉以及房地产市场低迷的影响，公司房地产开发收入波动下降，2014年为2.58亿元。

地产公司于2006年1月由原隶属于泰州市建设局下属自收自支事业单位泰州市地产开发公司改制成立，公司拥有其54.00%的股权。地产公司日常经营业务范围主要包括经营性房地产项目开发。近年来，地产公司已完成玉城花园、广茂大厦、玉城名郡项目的建设和销售工作。目前，地产公司主要在售的项目为广盛大厦项目和玉城茗墅项目，截至2014年底上述项目已分别实现项目销售的92%和51%。

表7　2014年底地产公司商业住宅项目开发经营情况

（单位：万元，平方米，%）

	项目名称	投资金额	建筑面积	已投资额	销售比例
已交付项目	玉城花园	4420	34000	4420	100
	广茂大厦	6970	22000	6970	100
	玉城名郡	22000	58561	22000	100
	广盛大厦	15000	29100	15000	92
在建项目	玉城茗墅	40330	74899	35212	51

资料来源：公司提供

安业公司成立于1998年4月，公司拥有其61.00%的股权。安业公司日常经营范围主要是泰州市区经济适用房的开发建设和商品住宅开发，其中经济适用房的开发建设主要完成了东泰花园、永兴花园等安居工程。安居工程由政府统一规划使用；商品住宅开发建设，主要开发了锦绣华庭、彩云居一期、彩云居二期、翰林雅居一期、翰林雅居二期及东泰花园二期等项目，项目具体情况见表8。

未来安业公司仍积极参与市区经济适用房工程建设，商品住宅方面主要继续投资翰林雅居三期及翰林雅居四期等项目，计划投资规模分别为2.32亿元和2.20亿元，截至2014年底已分别完成投资1.62亿元和1.41亿元，项目所需资金由安业公司自筹以及通过项目贷款向银行借款解决。

表8　2014年底安业公司商业住宅项目开发经营情况

（单位：万元，平方米，%）

	项目名称	投资金额	建筑面积	已投资额	销售比例
已交付	锦绣华庭	14630	57700	14630	100
	彩云居一期	12560	51000	12560	100
	彩云居二期	7523	28000	7523	100

项目	翰林雅居一期	20020	66000	20020	100
	翰林雅居二期	19000	51711	20036	75
	东泰花园二期	15212	55000	15212	100
在建项目	翰林雅居三期	23200	83104	16194	30
	翰林雅居四期	22000	55498	14096	--

资料来源：公司提供

公司本部主要在建安置房项目为青年南路旧城改造安置房项目。根据《关于青年南路旧城改造安置区项目可行性研究报告得批复》（泰发改发[2014]465号），该项目主要建设内容为建设住房3028套，全部为保障性住房中的限价商品房，可售建筑面积39.29万平方米。该项目于2012年4月开工，预计于2016年5月完工，项目总投资28.90亿元，截至2014年12月，该项目已经主体封顶完成，未启动预售。项目所需资金由公司自筹以及通过债券融资等方式解决。该项目未来主要通过房屋销售收入、配套商业综合用房销售收入及地下车位销售收入等三个方面实现资金平衡。具体如下：①该项目拟销售住房面积共33.84万平方米，该项目限价商品房的成本指导价为5600元/平方米，预计获得销售收入18.95亿元；②该项目规划配套商业综合用房5.46万平方米，按周边市场价格20000元/平方米计算，预计获得销售收入10.92亿元；③该项目共建设半地下室2,94万平方米，预计获得销售收入0.73亿元；④该项目共建设可供出售地下车库3000个，按周边市场一个车位5万元计算，预计获得销售收入1.50亿元。综合以上四部分销售收入，青年南路旧城改造安置区项目预计获得销售收入总额为32.10亿元。

总体来看，公司房屋开发业务受房地产市场景气度波动影响较大，2012年公司房地产开发业务回暖，该板块业务收入亦大幅增长；2013年，由于公司预售房屋尚未达到交房条件，该板块收入大幅下降；2014年伴随房地产政策调控持续趋紧，地产调控效果逐步显现，泰州市房地产市场持续低迷，且公司尾房销售价偏低，2014年公司房屋开发利润收缩。考虑到房地产调控政策仍将持续且具有不确定性，公司未来房地产收入规模不确定性较大，对整体收入规模及盈利能力可能存在一定影响。

八、财务分析

公司提供的2012~2014年合并财务报表已分别经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见审计结论。公司自2013年起，实行企业会计准则（2006）编制报表，2012年数据为追溯调整数据。

2014年公司合并范围内新增一家子公司泰州市城投城建项目管理有限公司，以购买方式获得，对2013~2014年财务数据可比性影响不大。

截至2014年底，公司（合并）资产总额308.49亿元，所有者权益（含少数股东权益3.11亿元）126.64亿元；2014年公司实现营业收入10.39亿元，利润总额4.57亿元。

1. 盈利能力

公司的主营业务收入主要来自于公司代建市政项目所获代建收入和房地产开发业务收入两部分，其中，房地产开发收入和成本则主要来自于下属子公司的房地产开发业务。2014年，公司实现营业收入10.39亿元，较2013年增长5.02%，主要系当年度房屋开发收入有所上升所致。

从期间费用看，受益于公司较高管理水平，期间费用占营业收入的比重较低，2013年及2014年公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用合计）占营业收入的比例分别为3.00%和5.65%。

2014年，公司实现投资收益1.15亿元，较上年增加0.46亿元，长期股权投资收益大幅增加主要系被参股公司泰州市深业投资发展有限公司利润增长所致。

近三年，公司营业利润有所下降，2014年为1.60亿元。公司营业外收入是公司利润的重要来源。2012~2014年，公司分别实现营业外收入1.56亿元、3.09亿元和3.00亿元，主要为政府补助收入。同期，公司实现利润总额分别

为 5.09 亿元、4.70 亿元和 4.57 亿元。

从盈利指标看，2012~2014 年，公司营业利润率有所下降，由 2012 年的 13.86%下降至 2014 年的 9.95%；同期，公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势，2014 年两项指标分别为 1.49%和 3.43%。

整体来看，受房地产开发业务影响，公司营业收入波动下降，公司营业利润规模有所缩小，政府补助为公司利润总额的重要支撑，总体上公司整体盈利能力偏弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013年及2014年，公司经营活动产生的现金流入分别为17.13亿元和25.03亿元。公司销售商品、提供劳务收到的现金11.47亿元和8.86亿元，主要为泰州市财政局拨付的基础设施建设回购款和房屋开发销售款；其中，2014年较2013年减少2.81亿元系公司预收房屋销售款转为销售收入所致。2013年及2014年，公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为5.59亿元和16.17亿元，主要为泰州市政府对公司的政府补贴及市财政局偿付公司的其他应收款回款。同期，公司经营活动产生的现金流出主要体现在购买商品、接受劳务支付的现金，主要系公司基础设施建设项目投入及房地产开发成本，分别为12.63亿元和18.20亿元。2013年及2014年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为1.01亿元和3.80亿元。

受2013年房屋预售款项在2014年确认为收入的影响，2014年，公司现金收入比为85.23%，较上年的115.92%大幅下降。

投资活动方面，公司投资活动现金流入中主要源于收到的其它与投资活动有关的现金，2014年为0.11亿元，较2013年的5.32亿元下降5.21亿元，主要系公司的往来款下降所致，2014年，公司将该科目中的部分往来款项调整到“收到其他与经营活动有关的现金”科目中；2013年和2014年，公司投资活动产生的现金流出分别为20.38亿元和16.54亿元，其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为14.04亿元和13.24亿元，主要用于购买土地，当期无形资产分别新增16.24亿元和10.53亿元。2013年及2014年，支付其他与投资活动有关的现金分别为5.81亿元和18.42万元。2013年及2014年，公司投资活动产生的现金流量净额呈净流出状态，分别为14.46亿元和15.80亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于取得借款收到的现金；现金流出主要反映为偿还债务支付的现金；2013年及2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为16.15亿元和33.66亿元。

总体来看，受收到其他与经营活动有关的现金大幅增长的影响，公司经营净现金流波动增长，近年投资活动现金流一直表现为净流出状态，公司存在一定对外筹资压力。

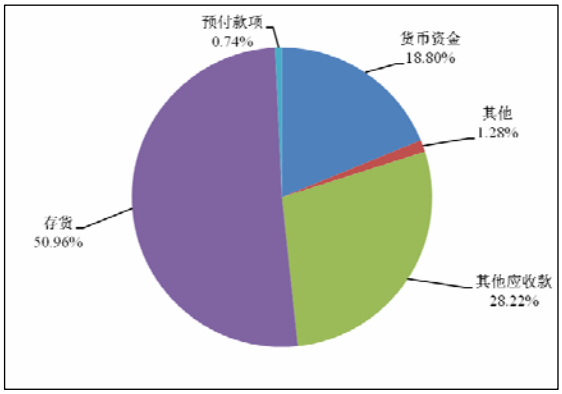
3. 资本及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总额为 308.49 亿元，较 2013 年底增长 19.79%,资产总额增幅较大，主要来源于货币资金、无形资产和存货的增加。从资产结构来看，流动资产占比 76.31%，非流动资产占比 23.69%，公司资产构成以流动资产为主，较上年变化不大。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产为 235.40 亿元，主要由存货、其他应收款和货币资金构成，占比分别为 50.96%、28.22%和 18.80%。

图 1 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司货币资金为 44.26 亿元，较 2013 年底增长 95.81%；公司货币资金主要以银行存款（占 85.56%）和其他货币资金（占 14.44%）。2014 年底，公司现金类资产 44.26 亿元，较期初增长 95.00%，其中受限资金 6.39 亿元（占现金类资产的 14.44%），主要为银行承兑汇票保证金及存单质押保证金。

公司其他应收款主要为与泰州市财政局往来款。截至 2014 年底，公司其他应收款为 66.43 亿元，较 2013 年底下降 8.28%。从账龄结构来看，1 年以内的占比 19.98%，1~2 年的占比 13.37%，2~3 年的占比 1.11%，3 年以上的占比 65.54%，账龄较长。从其他应收款集中度来看，前五大其他应收款余额单位（泰州市财政局、泰州高教园区建设发展有限公司、泰州市住房和城乡建设局、泰州市稻河古街区建设发展有限公司和泰州市稻河古街区建设发展有限公司）全为往来款项，合计 64.38 亿元（占比 96.80%），其中 56.23 亿元为累计应收市财政局的往来款项。截至 2014 年底，公司其他应收款计提坏账准备 772.10 万元，计提比例较低。根据泰州市财政局与公司签署的《关于泰州市城市建设投资集团有限公司其他应收款偿付资金安排的说明》，泰州市财政局将于 2015~2025 年期间，按时、足额向公司支付其他应收款回款资金 63.39 亿元。具体安排如表 10。截至 2015 年 3 月底，公司收到泰州市财政局支付其他应收款回款资金 9.30 亿元，2015 年全部应收款项和 2016 年部分应收款项已经回款。联合资信将持续关注其他应收款回款进展情况。

表 9　2014 年底公司其他应收款金额前五名情况

（单位：万元，%）

单位名称	金额	款项性质	占比
泰州市财政局	562298.42	往来款	84.55
泰州高教园区建设发展有限公司	36010.60	往来款	5.41
泰州市住房和城乡建设局	27554.63	往来款	4.14
泰州市稻河古街区建设发展有限公司	10293.75	往来款	1.55
泰州市中天新能源产业投资发展有限公司	7600.00	往来款	1.14
合计	**643757.39**		**96.80**

资料来源：公司审计报告

表10　泰州市财政局每年应支付公司其他应收款回款金额（单位：亿元）

年度	支付金额	其他应收款余额
2014		63.39
2015	5.50	57.89
2016	5.50	52.39
2017	6.50	45.89
2018	5.40	40.49
2019	5.40	35.09
2020	5.50	29.59
2021	5.60	23.99
2022	5.80	18.19
2023	5.80	12.39
2024	6.20	6.19
2025	6.19	0.00
合计	**63.39**	--

资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司存货为 119.95 亿元，较 2013 年底增长 20.34%。其中开发成本增长 17.08 亿元，主要为基础设施建设工程款项，开发产品增长 3.52 亿元，主要为房屋开发工程款项。从构成来看，公司存货主要为待开发土地（72.91 亿元）及开发成本（主要为基础设施建设项目、青年南路旧城改造安置区项目和翰林雅居小区项目）。公司以土地 301.28 万平方米、评估价值 125.19 亿元向银行抵押贷款 65.34 亿元，其中以存货-待开发土地的 236.18 万平方米、评估价值 75.81 亿元，向银行抵押贷款 37.07 亿元。公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产为 73.09 亿元，较 2013 年底增长 19.52%，主要来自无形资产的增长；从非流动资产构成来看，主要包括无形资产（占 37.39%）、可供出售金融资产（占 22.77%）、固定资产（占 17.40%）和在建工程（占 13.42%）。

2014 年，根据《企业会计准则》及其相关新规定，公司将原在长期股权投资科目反映的对部分参股子公司投资调整至可供出售金融资产科目。

截至 2014 年底，可供出售金融资产 16.65 亿元，为可供出售权益工具，主要包括公司参股但对其不具有重大影响的公司（主要有江苏泰州大桥有限公司、苏中江都机场投资建设有限责任公司）。截至 2014 年底，公司固定资产原值 13.85 亿元，较上年底增长 1.26%。公司固定资产主要为房屋建筑物、专用设备、运输设备等，截至 2014 年底，公司共计提固定资产累计折旧 1.13 亿元（固定资产成新率 91.87%），固定资产净值 12.72 亿元。

截至 2014 年底，公司在建工程为 9.81 亿元，较 2013 年底增长 31.06%，主要为在建工程投资增长所致；公司在建工程主要为水利工程、预备役团光伏电站工程和九龙镇姚家大桥 3 项。

截至 2014 年底，公司无形资产为 27.33 亿元，较 2013 年底增长 62.66%，主要系 2014 年公司购买 10.73 亿元土地使用权所致，该土地公司用于收储的。

综上所述，公司流动资产中其他应收款和存货占比较大，对流动性有一定影响，其他应收款坏账风险较低。2014 年，公司与泰州市财政局签署《关于泰州市城市建设投资集团有限公司其他应收款偿付资金安排的说明》，截至 2015 年 3 月底公司收到泰州市财政局支付其他应收款回款资金 9.30 亿元，联合资信将持续关注其他应收款回款进展情况。总体来看，公司资产质量尚可。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益为 126.64 亿元，较 2013 年底增长 3.96%，主要系未分配利润增长所致。其中，资本公积变动系可供出售金融资产价格变动计入资本公积 0.53 亿元，同时，2014 年资本公积增加 90.68 万元系公司股东资本性投入增加资本公积 28.34 万元，子公司泰州市阳光投资担保有限公司收到股东资本性投入增加资本公积公司按投资比例应享有的份额 62.34 万元。

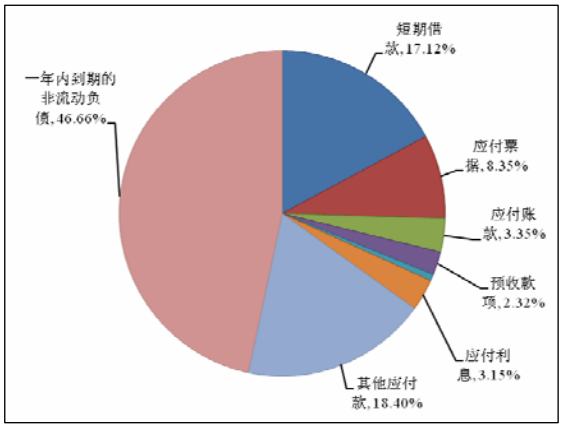
截至 2014 年底，公司所有者权益中股本占 8.10%、资本公积占 72.10%、盈余公积占 1.66%、未分配利润占 18.15%。总体来看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 181.84 亿元，较 2013 年底增长 33.99%，主要系长期借款和应付债券增加所致。从负债结构看，受长期借款和应付债券增长影响，公司非流动负债占比大幅增长，至 72.85%。公司负债以非流动负债为主。

从流动负债来看，截至 2014 年底，公司流动负债为 49.36 亿元，较上年底减少 17.16%，主要系其他应付款和预收款项的减少所致。流动负债结构方面，占比较大的为一年内到期的非流动负债（占 44.66%）、其他应付款（占 18.41%）、短期借款（占 17.12%）和应付票据（占 8.35%）。

图 2　2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司短期借款 8.45 亿元，较 2013 年底增加 6.08 亿元；公司应付票据 4.12 亿元，较上年底增加 2.92 亿元。

公司其他应付款主要是与相关单位的往来款。截至 2014 年底，公司其他应付款 9.09 亿元，较 2013 年底大幅下降 65.74%，主要由于

与子公司往来款的偿还。从账龄来看，公司其他应付款账龄1年以内的占39.56%，1~2年占11.46%，2~3年的占33.72%，3年以上的占15.26%，账龄较长；前5名债权单位金额合计4.44亿元，占比为48.85%，主要为与江苏省现代农业综合开发示范区管理委员会、海陵区城南街道新莲花社区、泰州市济川路商业区发展有限公司等的往来款。

截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债23.03亿元，较上年底减少1.19亿元。2014年底，公司一年内到期的非流动负债中保证借款15.73亿元、抵押借款2.26亿元、质押借款2.05亿元。

从非流动负债来看，截至2014年底，公司非流动负债为132.48亿元，较2013年底增长74.03%，主要来自于长期借款和应付债券的增加。公司非流动负债结构以长期借款、应付债券和专项应付款为主，分别占68.02%、30.19%和1.29%。

截至2014年底，公司长期借款90.11亿元，较2013年底增长95.35%，系抵押借款大幅增加。2014年底，公司长期借款包括质押借款6.77亿元、抵押借款52.64亿元、保证借款28.70亿元和信用借款2.00亿元。

截至2014年底，公司应付债券40.00亿元，其中包括2010年1月25日发行的10亿元7年期公司债券（其中3亿元转入“一年内到期的非流动负债”科目中）、2013年10月16日发行的18亿元10年期公司债券以及公司于2014年新发行的5亿元5年期和10亿元5年期两期私募债券（“14泰州城建PPN001”和“14泰州城建PPN002”）。

公司专项应付款主要为用于水利工程建设的财政资金；截至2014年底，公司专项应付款1.71亿元，较上年底小幅上升0.11亿元。

截至2014年底，公司债务总额165.71亿元，较2013年底大幅增长62.59%，其中短期债务增加7.81亿元，长期债务增加55.98亿元。债务结构方面，短期债务占21.49%，长期债务占78.51%。2014年底，随着债务规模的加速扩大，公司整体负债水平也进一步上升，资产负债率和全部债务资本化比率分别由2013年底的52.70%和45.55%上升至58.95%和56.68%。但考虑到公司本部银行借款用于基础设施建设，而泰州市政府已将公司部分委托代建项目建设款项列入财政预算，实际公司实际债务负担低于指标值。

总体来看，公司负债以非流动负债为主，且占比持续上升；公司债务规模有所上升，债务负担有所加重。但考虑到泰州市政府已将公司部分委托代建项目建设款项列入财政预算，实际公司实际债务负担低于指标值。总体来看，公司债务负担处于合理水平。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014年，公司流动比率和速动比率分别为476.86%和233.87%，均较2013年的329.56%和162.29%大幅上升；2015年3月底，公司流动比率和速动比率分别为559.74%和273.51%，与上年底略有提高。2014年，公司经营现金流动负债比为7.69%。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，近年来，公司EBITDA规模有所波动，2013年及2014年分别为4.82亿元和4.96亿元；同期，受债务规模快速增长影响，公司全部债务/EBITDA分别为21.16倍和33.41倍。考虑到近年来泰州市财政局在资金等方面对公司支持力度较大，分别于2012~2014年划拨其他应收款回款资金5.16亿元、4.39亿元和11.30亿元，于2012年及2013年将泰州市财政局的拨款4.10亿元和5.00亿元增加公司资本公积，公司长期偿债能力尚可。

表11 2012~2014年公司获得政府资金支持情况

（单位：亿元）

	2012年	2013年	2014年
收到划拨其他应收款回款资金	5.16	4.39	11.30
资本公积	4.10	5.00	0.00
合计	9.26	9.39	11.30

资金支持/全部债务	0.12	0.09	0.07

资料来源：公司提供

截至2015年3月底，公司（合并口径）获得的银行授信额度为137亿元，尚未使用的授信额度为7.20亿元，公司融资渠道有待拓宽。

截至2015年3月底，公司对外担保合计63.21亿元，公司担保比率为49.91%；其中子公司泰州市阳光投资担保有限公司对外担保合计8.84亿元，其中，代偿余额为573.00万元。对外担保中，金额较大的是为国有企业泰州鑫泰集团有限公司和泰州市泰政交通投资有限公司提供的担保，担保合计占对外担保总额的43.16%。其中，泰州鑫泰集团有限公司、泰州市泰政交通投资有限公司均为国有独资公司。

表12　截至2015年3月底公司主要对外担保情况表

（单位：亿元，%）

担保公司名称	担保金额	占担保总金额比例
泰州鑫泰集团有限公司	16.78	26.55%
泰州市泰政交通投资有限公司	10.50	16.61%
泰州市阳光投资担保有限公司（对外担保）	8.84	13.99%
泰州市中医院	5.00	7.91%
泰州市建业投资建设集团有限公司	5.00	7.91%
泰州市交通产业集团有限公司	4.50	7.12%
泰州市锦润污水处理有限公司	3.00	4.75%
泰州凤城河建设发展有限公司	2.00	3.16%
江苏农牧科技职业学院	1.80	2.85%
泰州新开城建项目投资管理有限公司	1.50	2.37%
泰通（泰州）工业有限公司	1.22	1.93%
泰州德通电气有限公司	0.64	1.01%
泰州职业技术学院	0.59	0.93%
泰州市师范高等专科学校	0.46	0.73%
泰州市华盛投资开发有限公司	0.31	0.49%
泰州市技师学院	0.30	0.47%
泰州市深业投资有限公司	0.30	0.47%
江苏华泰疫苗工程技术研究有限公司	0.25	0.40%
泰州市第二城南污水处理有限公司	0.22	0.35%
合计	**63.21**	

资料来源：公司提供

总体来看，公司对外担保单位多为国有企业，目前经营、建设状况正常，但考虑到公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

5. 过往债务履约情况

根据《企业信用报告（2012银行版）》（机构信用代码：G1032120200022020V），截至2015年6月4日，公司存在28笔已结清关注类贷款，包括8笔中国建设银行泰州新区支行贷款和20笔中国工商银行泰州新区支行贷款，集中在2005~2008年，系当时按照国际标准采用五级分类，故将此28笔贷款列为关注类，该28笔关注类贷款均无逾期还款或欠息记录，公司过往债务履约情况良好；同时不存在未结清不良信贷信息记录。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及泰州市区域及财力状况、泰州市政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

九、存续期债券募集资金使用及债权保护情况分析

“10泰州债”

1. “10泰州债”概况及募集资金投向情况

公司于2010年1月25日发行人民币债券10亿元，债券简称“10泰州债”，发行期限为7年，本期债券利息采用固定利率，单利按年计息，不计复利，票面年利率为6.90%；计息方式为每年付息一次，分期还本，发债第五年偿还30%，3亿元本金；第六年偿还30%，3亿元本金；第七年偿还40%，4亿元本金。

“10泰州债”募集资金10亿元人民币，全部用于水务项目和城市基础设施建设项目，募集资金已经于2010年投放完毕且募投工程项目已全部完工。

2015年1月21日，公司按期归还本金3亿元并支付第五年利息0.69亿元。

2. “10泰州债”债权保护条款分析

公司以2009年2月22日与泰州市财政局签署的《委托建设项目移交和委托建设款偿付协议》（以下简称“《偿付协议》”）所产生的对财政局的应收账款37.76亿元为“10泰州债”还本付息提供质押担保。同时，根据泰人发[2009]8号文，泰州市保证将本协议项下的款项按照有关规定的程序纳入泰州市当年的财政预算并积极予以执行。另外，相关各方还签订了《应收账款质押协议》、《应收账款账户监管协议》及《偿债账户监管协议》和《债券受托管理协议》。

根据《偿付协议》的相关要求，泰州市财政局需在2011年至2022年每年的1月10日前向公司支付当期应收账款回款资金（包括委托建设资金和利息）划入《应收账款账户监管协议》规定的应收账款账户（参见表13），公司按当年“10泰州债”应偿付本息之和所需资金由应收账款账户划转至偿债账户用于当年付息。同时，“10泰州债”应收账款账户及偿债账户监管人建行泰州分行应当于每年12月31日（如遇法定节假日则顺延）向公司、信达证券和泰州市财政局发出年度账户监管报告。

同时，“10泰州债”存续期内，建行泰州分行在国家法律、法规和银行信贷政策及规章制度允许的前提下，继续对公司给予信贷支持：当公司发生偿债困难时，建行泰州分行可以根据公司的申请，按照内部规定的程序进行评审，经评审合格并报经有权审批人的批准后，可对其提供信贷支持以解决公司临时偿债困难。

表13 泰州市财政局每年应支付公司账款金额

年度	计划支付金额（亿元）	实际支付金额（亿元）	当年应支付金额/公司当年需偿还“10泰州债”本金额（倍）	当年底质押余额（亿元）
2011	1.20	1.20	--	36.56
2012	1.20	1.20	--	35.36
2013	1.20	1.20	--	34.16
2014	1.20	1.20	--	32.96
2015	5.20	5.20	1.73	27.76
2016	5.20		1.73	22.56
2017	6.20		1.55	16.36
2018	3.20		--	13.16
2019	3.20		--	9.96
2020	3.20		--	6.76
2021	2.20		--	4.56

资料来源：公司提供

根据公司提供资料显示，公司于2014年1月底前获得应收账款回款资金1.20亿元；2015年1月底前获得应收账款回款资金5.20亿元，其中3.70亿元转入协议要求的账户中，划拨资金额及划拨时间符合《偿付协议》要求。

总体来看，公司募投项目资金投放完毕，项目已建设完工。泰州市财政局已与公司签订协议，按照协议规定分期向公司支付项目委托建设款共计37.76亿元。截至2014年底质押余额为32.96亿元，对“10泰州债”覆盖程度较高；2015年获得的回款资金5.20亿元足以覆盖当年应付本金（3亿元）和利息（6900万元），联合资信将持续关注公司应收账款回款进展情况。公司每年收到的应收账款额度和应收账款余额对“10泰州债”利息及本金覆盖程度较高，加之泰州市政府较强的财政实力，应收账款质押余额对“10泰州债”的保护能力较强。

“13泰州债”

1. 本期债券概况及募集资金投向情况

公司于2013年10月16日发行人民币债券18亿元，债券简称“13泰州债”，发行期限为10年，本期债券利息采用固定利率，单利按年计息，不计复利，票面年利率为6.92%；计息方式为每年付息一次，分期还本，于存续期的第3年至第6年分别偿还本金的10%（1.80亿元），第7年至第10年分别偿还本金的15%（2.70亿元）。

“13泰州债”募集资金18亿元人民币，分别用于泰州市青年南路旧城改造安置区项目和泰州市主城区城市防洪工程等项目建设。其中，公司于2014年10月13日支付“13泰州债”第一期利息1.25亿元。截至2014年底，“13泰州债”投资项目及投资额度，以及募投项目建设情况详见表14。

表14 募集资金用途明细表（单位：亿元，%）

项目名称	项目总投资	截至 2014 年已完成投资额	13 泰州债拟投资额	截至 2014 年募集资金已使用金额	项目进度
泰州市青年南路旧城改造安置区项目	28.90	16.00	12.00	12.00	69.20%
泰州市主城区城市防洪工程	10.07	10.07	6.00	6.00	100.00%
合计	**38.97**	**26.07**	**18.00**	**18.00**	

资料来源：公司提供

注：根据《关于青年南路旧城改造安置区项目可行性研究报告得批复》（泰发改发[2014]465号），泰州市青年南路旧城改造安置区项目总投资额变更为28.90亿元

2. 担保分析

“13 泰州债”由中国投融资担保有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

经联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）评定，中投保主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

存续期内债券偿债能力分析

“10 泰州债”及“13 泰州债”均设立了分期偿付条款，当年最高分期偿还金额为 5.80 亿元（2017 年）。截至 2014 年底，公司现金类资产 44.26 亿元，现金类资产是当年最高分期偿还金额的 7.63 倍，公司现金类资产对存续期内债券当年最高分期偿还金额的覆盖程度好。

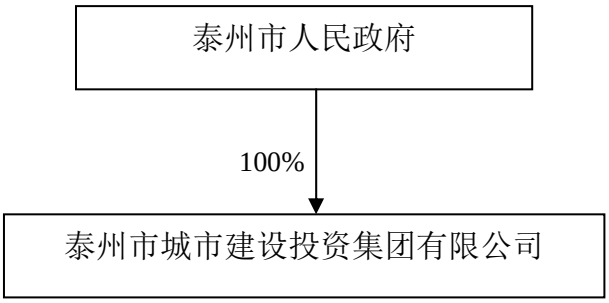
2014 年，公司经营活动现金流入量及经营活动产生的现金流量净额分别为 25.03 亿元和 3.80 亿元，分别为存续期内债券当年最高分期偿还金额的 4.32 倍和 0.66 倍。2014 年，公司 EBITDA 对存续期内债券当年最高分期偿还金额的保护倍数为 0.86 倍。公司经营活动现金流入量对存续期内债券当年最高分期偿还金额的覆盖程度好，EBITDA 及经营活动产生的现金流量净额对存续期内债券当年最高分期偿还金额的覆盖程度较低。

总体来看，跟踪期内，公司现金类资产和经营活动现金流入量对公司存续期内债券当年最高分期偿还金额的覆盖程度好。

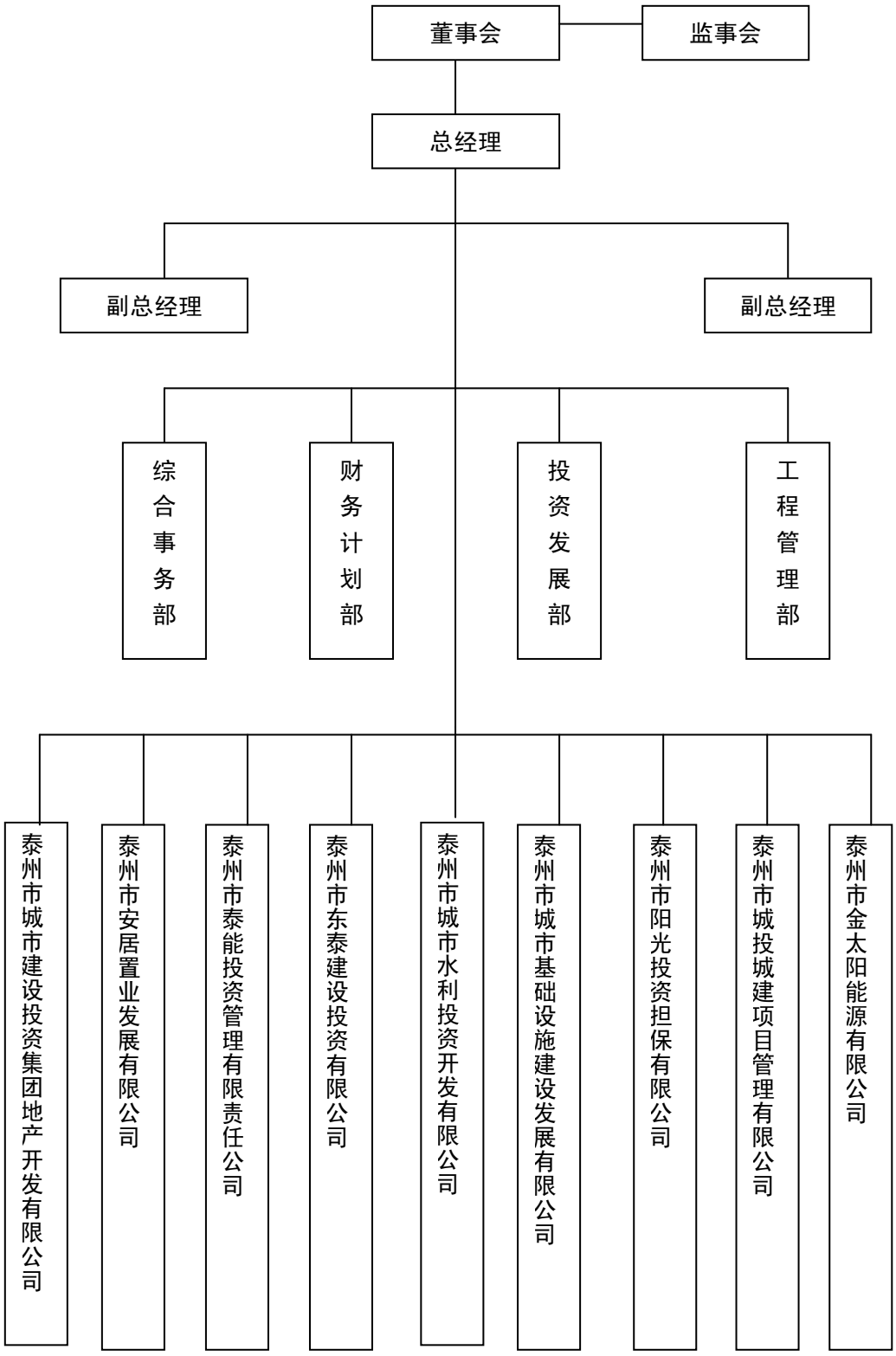
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“10 泰州债”和“13泰州债”AA^+的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件　1-2 公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.91	22.70	44.26	38.89
资产总额(亿元)	222.81	257.53	308.49	332.69
所有者权益(亿元)	113.17	121.82	126.64	128.06
短期债务(亿元)	16.49	27.79	35.61	29.16
长期债务(亿元)	59.14	74.13	130.11	157.71
全部债务(亿元)	75.63	101.92	165.71	186.86
营业收入(亿元)	12.47	9.90	10.39	2.76
利润总额(亿元)	5.09	4.70	4.57	1.08
EBITDA(亿元)	5.19	4.82	4.96	--
经营性净现金流(亿元)	2.46	1.01	3.80	-10.44
财务指标				
销售债权周转次数(次)	248.23	97.67	191.76	--
存货周转次数(次)	0.21	0.08	0.08	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	85.94	115.92	85.23	107.99
营业利润率(%)	13.86	13.02	9.95	7.84
总资本收益率(%)	2.39	1.93	1.49	--
净资产收益率(%)	3.99	3.55	3.43	--
长期债务资本化比率(%)	34.32	37.83	50.67	55.19
全部债务资本化比率(%)	40.06	45.55	56.68	59.34
资产负债率(%)	49.21	52.70	58.95	61.51
流动比率(%)	369.88	329.56	476.86	559.74
速动比率(%)	177.41	162.29	233.87	273.51
经营现金流动负债比(%)	5.07	1.70	7.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.57	21.16	33.41	--

附件 3　有关计算指标的计算公式

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/主营业务收入×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-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	
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%

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 4　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级。