跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1227 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“13泰州债/PR泰州债”的信用等级为AAA，维持“15泰州城建MTN001”、“15泰州城建MTN002”、“16泰州城投MTN001”、“16泰州城投MTN002”和“17泰州城投MTN001”的信用等级为AA$^+$。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十八日

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（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

债券名称	债券余额	起息日	期限	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
13泰州债/PR泰州债	16.2亿元	2013/10/16	10年	AAA	AAA	AAA
15 泰州城建MTN001	10亿元	2015/05/29	5年	-	AA+	AA+
15 泰州城建MTN002	5亿元	2015/11/11	5+N[1]	-	AA+	AA+
16 泰州城投MTN001	10亿元	2016/03/21	5年	-	AA+	AA+
16 泰州城投MTN002	10亿元	2016/05/05	5+N	-	AA+	AA+
17 泰州城投MTN001	15亿元	2017/03/30	5+N	-	AA+	AA+

跟踪评级时间：2017年6月28日

财务数据

项目	2014年	2015年	2016年	2017年3月
现金类资产(亿元)	44.26	40.18	46.52	46.66
资产总额(亿元)	308.49	352.53	407.93	430.36
所有者权益(亿元)	126.64	135.67	149.76	165.76
短期债务(亿元)	35.61	59.59	42.41	24.63
长期债务(亿元)	130.11	140.60	158.45	184.00
全部债务(亿元)	165.71	200.19	200.85	208.62
调整后全部债务(亿元)	165.71	200.59	235.95	239.20
营业收入(亿元)	10.39	9.55	13.13	4.74
利润总额(亿元)	4.57	4.40	4.94	1.51
EBITDA(亿元)	4.96	5.43	6.14	-
经营性净现金流(亿元)	3.80	-25.81	-22.23	-11.91
营业利润率(%)	9.95	11.78	16.88	24.21
净资产收益率(%)	3.43	3.14	3.00	-
资产负债率(%)	58.95	61.52	63.29	61.48
全部债务资本化比率(%)	56.68	59.60	57.29	55.72
调整后全部债务资本化比率(%	56.68	59.65	61.17	59.07
流动比率(%)	476.86	367.26	520.88	800.96
经营现金流动负债比(%)	7.69	-35.41	-36.15	-28.17
全部债务/EBITDA(倍)	33.41	36.85	32.73	-
调整后全部债/EBITDA(倍)	33.41	36.93	38.44	-

注：2017年1季度财务数据未经审计；长期应付款计入调整后全部债务核算，永续中票未调整至全部债务。

[1] N为续期数，下同。

评级观点

泰州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）是泰州市城市基础设施建设的主要主体之一，在泰州市本级重点项目建设过程中发挥重要作用。跟踪期内，公司持续得到地方政府在财政资金方面的支持；公司房地产开发收入快速增长，主营业务收入规模及综合毛利率进一步提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到跟踪期内泰州市土地出让收入下降导致地方综合财力收窄，地区债务负担进一步加重；公司其他应收款规模扩大，对资金形成一定占用；公司债务规模持续增长以及担保比率高等因素对公司的信用水平带来不利影响。

随着公司安置房项目完工销售，公司未来收入有望保持稳定增长。同时，泰州市区域经济实力及税收收入仍保持较快增长，在一定程度上确保了政府对公司支持的延续，对公司的信用基本面形成支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“13泰州债/PR泰州债”由中国投融资担保股份有限公司（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AAA，担保实力强，有效增强“13泰州债/PR泰州债”的偿付保障力度。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，评级展望为稳定，并维持“13泰州债/PR泰州债”的信用等级为AAA，维持“15 泰州城建 MTN001”、“15 泰州城建MTN002”、“16 泰州城投 MTN001”、“16 泰州城投MTN002”和“17泰州城投MTN001”的信用等级为AA+。

优势

1. 泰州市政府在资金拨付和补助方面给予公司较大支持，且持续性良好。
2. 跟踪期内，公司房地产开发收入大幅增长且

分析师

唐立倩　竺文彬

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

收入规模有望在近年保持稳定，公司综合毛利率进一步提升。

3. 中投保作为“13 泰州债/PR 泰州债”的担保人，主体长期信用等级 AAA，担保实力强，可有效增强“13 泰州债/PR 泰州债”的偿付保障力度。

关注

1. 跟踪期内，受土地出让收入波动影响，泰州市综合财力有所下滑，政府债务负担较重。
2. 跟踪期内，公司债务规模扩大，债务负担偏重。
3. 公司其他应收款规模增长较快，对资金形成一定占用，联合资信将持续关注其他应收款回款进展情况。
4. 公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由泰州市城市建设投资集团有限公司（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。

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。

泰州市城市建设投资集团有限公司跟踪评级报告

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关于泰州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）主体长期信用及存续期内债券跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为泰州市人民政府。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 10 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，截至 2017 年 3 月底，公司拥有 10 家一级子公司，3 家二级子公司。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 2017 年 3 月底，公司共有员工 176 人。

截至 2016 底，公司合并资产总额 407.93 亿元，所有者权益合计 149.76 亿元（其中少数股东权益 2.55 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 13.13 亿元，利润总额 4.94 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 430.36 亿元，所有者权益合计 165.76 亿元（其中少数股东权益 2.57 亿元）。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.74 亿元，利润总额 1.51 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、债券概况与募集资金使用情况

截至 2017 年 3 月底，联合资信所评公司存续期债券尚需偿还本金合计 66.20 亿元（详见表 1），相关募投项目均已完工，募集资金已全部使用完毕。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，并于 2016 年 10 月 16 日偿还“13 泰州债/PR 泰州债”本金 1.80 亿元，2017 年 1 月 25 日偿还“10 泰州债”本金 4.00 亿元。公司既往还本付息情况良好。

表 1　截至 2017 年 3 月底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
13 泰州债/PR 泰州债	18	2013/10/16	10	16.2	固定利率，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）
15 泰州城建 MTN001	10	2015/05/29	5	10	固定利率，每年付息一次，到期一次还本
15 泰州城建 MTN002	5	2015/11/11	5+N	5	固定利率，前 5 个计息年度内利率保持不变，若公司不行使赎回权，自第 6 个计算年度起，票面利率每 5 年重置一次，每次在前一期票面利率基础上上调 300BP
16 泰州城投 MTN001	10	2016/03/21	5	10	固定利率，按年付息，到期一次还本
16 泰州城投 MTN002	10	2016/05/05	5+N	10	固定利率，前 5 个计息年度内利率保持不变，若公司不行使赎回权，自第 6 个计算年度起，票面利率每 5 年重置一次，每次在前一期票面利率基础上上调 300BP
17 泰州城投 MTN001	15	2017/03/30	5+N	15	固定利率，前 5 个计息年度内利率保持不变，若公司不行使赎回权，自第 6 个计算年度起，票面利率每 5 年重置一次，每次在前一期票面利率基础上上调 300BP
合计	**68**	-	-	**66.2**	-

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年

实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业

盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

（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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国

办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

（3）行业展望

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

2. 区域经济

公司主要从事泰州市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

1996年8月，泰州设立地级市，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，户籍总人口506.35万人。泰州市地处江苏省中部，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、重要的经济实体。

根据《2016年泰州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2016年泰州市地区生产总值4101.78亿元，比上年增长9.5%，增速居江

苏省首位。其中第一产业增加值240.00亿元，增长1.4%；第二产业增加值1933.89亿元，增长8.8%；第三产业增加值1927.89亿元，增长11.4%。三次产业结构调整为5.9:47.1:47.0，第三产业占比进一步提高两个百分点，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88330元，增长9.4%。

固定资产投资快速增长。2016年泰州市固定资产投资3164.12亿元，增长17.4%。分行业看，一产投资6.84亿元，二产投资1962.54亿元，三产投资1194.74亿元，分别比上年增长10.5%、19.6%和14.0%。房地产开发投资250.71亿元，增长1.3%。

（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　2014~2016 年泰州市地方可控财政收入（单位：亿元）

科目	2014 年	2015 年	2016 年
一般公共预算收入	**283.00**	**316.56**	**321.18**
其中：税收收入	230.61	256.89	**257.62**
非税收入	52.39	59.67	**63.56**
政府性基金收入	**354.34**	**329.47**	**175.71**
上级补助收入	**104.33**	**120.87**	**126.84**
其中：返还性收入	19.46	19.55	**27.23**
一般性转移支付收入	35.92	52.16	**55.50**
专项转移支付收入	48.95	49.16	**44.10**
预算外收入	**32.12**	**25.80**	**29.20**
其中：政府行政性收费	3.60	3.31	**4.55**
地方可控财政收入总计	**773.79**	**792.70**	**652.93**

资料来源：泰州市财政局

泰州市地方可控财政收入主要包括一般公共预算收入、政府性基金收入、上级补助收入和预算外收入。2016 年，受政府性基金收入大幅下降影响，泰州市地方可控收入较上年下降 17.65%，降至 652.93 亿元。其中，一般公共预算收入 321.18 亿元，同比增长 1.46%；政府基金收入 175.71 亿元，同比下降 46.67%；上级补助收入 126.84 亿元，同比增长 4.94%。

（3）地方政府债务

泰州市地方政府债务主要为直接债务，截至 2016 年底，泰州市本级政府直接债务余额 332.98 亿元，较上年减少 6.87 亿元，担保债务余额 1.40 亿元，较上年减少 1.47 亿元，泰州市本级政府全部债务余额 333.68 亿元（直接债务余额+担保债务余额×50%）。受国有土地使用权出让收入大幅收缩影响，2016 年泰州市本级综合财力同比下降 34.02%跌至 286.42 亿元，债务率由 2015 年的 78.61%大幅上升至 116.50%，政府债务负担进一步加重。

表 3　2016 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（2016 年度）	金额	地方债务构成(截至 2016 年底)	金额
（一）地方一般预算收入	174.41	（一）直接债务余额	332.98
1．税收收入	138.43	1、国债转贷资金	0.14
2．非税收入	35.98	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	45.42	3、国内金融机构借款	42.6
1．一般性转移支付收入	14.69	（1）由财政承担偿还责任的融资平台融资	29.65
2．专项转移支付收入	17.28	4、债券融资	276.66
3．税收返还收入	13.45	（1）中央代发地方政府债券	250.46
（三）国有土地使用权出让收入	45.58	（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	21.2
1．国有土地使用权出让金	44.21	5、其他	13.22
2．国有土地收益基金	1.16	（二）担保债务余额	1.4
3．农业土地开发资金	0.21	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	21.01		
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**286.42**	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	**333.68**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**116.50%**	

资料来源：泰州市财政局

总体看，跟踪期间泰州市经济实力保持较快增长，一般公共预算收入持续上升，但受土地出让收入大幅下降影响，泰州市综合财力有所收窄，泰州市本级地方政府债务负担进一步加重。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期间，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为泰州市人民政府。截至 2016 年底，公司由泰州市人民政府 100%持股，注册资本及实收资本均为 10.00 亿元。

2. 人员素质

截至 2017 年 3 月底，公司本部共有高管人员 4 名，公司法定代表人为蒋爱民，自 2014 年 4 月起担任公司董事长兼总经理，副董事长 2 名（其中 1 名兼任副总经理），总会计师 1 名。

公司共有员工176人。从教育程度看，本科及以上学历人员占65%，大专及以下学历人员占35%；从年龄结构看，25岁及以下人员占3.4%，25~35岁员工占31.8%，36~45岁员工占比33.71%，46岁及以上人员占31.09%。

跟踪期间，公司高管人员构成未发生重大变化，公司员工整体文化素质较高。

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，政府在资金拨付、政府补贴等方面持续给予公司支持。

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。跟踪期内，泰州市财政局向公司拨付2.73亿元其他应收款回款，2016年约定回款的5.50亿元已全部到账（此前已于2014年预先支付3.80亿元）。政府补贴方面，2015~2016年，公司均获得财政补3.00亿元，2017年1~3月，公司获得财政补贴0.50亿元，计入“营业外收入”科目。

跟踪期内，泰州市在资金拨付、政府补贴等方面给予公司持续支持，联合资信认为，作为公司的出资者，泰州市对公司的支持是持续和长期的，同时也是公司未来发展的重要保障。

4. 企业信用记录

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1032120200022020V），截至2017年6月14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。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、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。

1. 经营概况

2016年公司实现主营业务收入12.86亿元，同比增长38.58%，增速较快，主要受房屋开发收入大幅增长影响。2016年，受项目完工结算及泰州市房地产市场回暖影响，公司房屋开发业务板块同比增长293.60%，实现收入9.84亿元；基础设施建设板块收入2.87亿元，同比下降56.58%，主要系2016年结转收入的项目减少。基础设施建设和房屋开发在主营业务收入中占比由2015年的71.25%、26.96%调整为2016年的22.34%、76.49%。

从毛利率来看，2016年公司综合毛利率为21.15%，较2015年增长8.96个百分点，主要系毛利率较高的房屋开发在整体收入中占比提升。公司基础设施建设板块毛利率较为固定，每年在2.00%上下波动，毛利率低；房屋开发毛利率较2015年下降7.92个百分点至26.02%，主要系2016年安置房建设收入占比提升，其利润率低于商品房项目。

2017年1~3月，公司实现主营业务收入4.74亿元，相当于2016年全年的36.86%，其中，房屋开发收入4.67亿元，主要来自于青年南路安置房项目的销售收入。2017年1~3月，公司主营业务毛利率受房屋开发业务收入占比提高影响进一步提升至25.74%。

表4 2015~2017年3月公司主营业务收入构成（单位：亿元，%）

项目	2015年			2016年			2017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
基础设施建设	6.61	71.25	2.00	2.87	22.34	1.96	-	-	-
房屋开发	2.50	26.96	33.94	9.84	76.49	26.02	4.67	98.52	25.05
其它	0.16	1.79	95.87	0.15	1.17	73.33	0.07	1.48	71.43
合计	**9.28**	**100**	**12.29**	**12.86**	**100.00**	**21.15**	**4.74**	**100.00**	**25.74**

资料来源：公司审计报告及公司提供

2. 经营分析

城市开发配套设施建设

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2017年3月底，城建公司资产总额为47.55亿元，占公司总资产规模11.05%。

城建公司主要负责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。2016年城建公司主要进行了春兰路、引凤路、农漆园连接线工程、东风路南段快速化、永定路西段快速化等项目的建设。

公司受市政府委托，一般每年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。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。

2016年，公司基础设施建设工作持续推进，公司实际投入资金为32.22亿元（包含公司为业主项目和公司非业主项目），较上年微增0.06%。公司基础设施投入具体情况见下表。

表5 2014~2016年公司基础设施建设项目情况

(单位：亿元)

	2014年	2015年	2016年
投入资金（公司为项目业主）	15.53	20.45	24.04
投入资金（公司非项目业主）	4.14	11.75	8.18
合计	**19.67**	**32.20**	**32.22**
确认代建收入	7.38	6.61	2.87
收到划拨其他应收款回款资金	11.30	-	2.73
合计	**18.68**	**6.61**	**5.60**

资料来源：公司提供

2015~2016年，公司为项目业主的基建项目投资额分别为20.45亿元和24.04亿元，分别确认代建收入6.61亿元和2.87亿元，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。

2015~2016年，公司非项目业主的基建项目投资额分别为11.75亿元和8.18亿元，计入“其他应收款”。截至2017年3月底，公司其他应收款-应收财政局资金为88.78亿元。2016年，公司收到泰州市财政局其他应收款回款2.73亿元，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2016年的1.70亿元（2016年约定回款5.50亿元，此前已于2014年预先支付3.80亿元）和2017年的1.03亿元，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51.07%的股权）。

截至2017年3月底，水投公司资产总额为25.42亿元，净资产1.44亿元。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、南官河、水生态

工程等30多条河流，累计完成投资20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，资金主要来源于省水利厅拨款（在会计科目“专项应付款”中核算）、市财政拨款，剩余资金公司自筹，项目建成后将转为公司固定资产，由公司负责运营，给予的专项应付款补贴则转入资本公积，作为对公司建设运营水利工程的补偿。2016年水投公司主要进行了南官河整治、周山河三期整治、通南片区调度控制工程、老通扬运河等项目的建设。

跟踪期内，公司基础设施建设业务投入资金及完工量基本保持稳定，但因部分项目未进行结算，实际确认收入出现下滑，毛利率则基本保持不变。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。

房地产开发

公司房地产开发业务主要分为经济适用房、拆迁安置房等保障性房地产开发业务和经营性房地产开发业务两部分，2016 年，受青年南路安置房等项目陆续进入完工结算，以及泰州市房地产市场回暖带动，公司房地产开发收入同比大增 293.60%，达 9.84 亿元，其中商品房收入 5.94 亿元，安置房收入 3.90 亿元；2016 年，公司房地产业务综合毛利润主要来自于商品房开发，商品房开发毛利率 35.21%，保障房开发毛利率 12.04%。

公司房地产开发主要运作主体包括子公司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。

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%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（项目于 2016 年交付），截至 2017 年 3 月底，上述项目已分别实现项目销售的 94%和 93%，跟踪期间销售收入主要来自于玉城茗墅，其销售比例同比增长 33 个百分点。

表 6　截至 2017 年 3 月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
玉城花园	4400	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	94
玉城茗墅	39510	74899	39205	93

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%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。跟踪期内，安业公司主要销售的商业住宅项目为翰林雅居二期、三期和四期（其中三期、四期于2016年完工交付），较2016年3月底销售比例分别上升20、45和25个百分点。

表 7　截至 2017 年 3 月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	总投资额	建筑面积	已投资额	销售比例
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
翰林雅居一期	20020	66000	20020	100

翰林雅居二期	19000	51711	19000	100
东泰花园二期	15212	55000	15212	100
翰林雅居三期	28000	83104	28000	95
翰林雅居四期	26000	55498	26000	70

资料来源：公司提供

公司本部主要负责青年南路旧城改造安置房项目，该项目已于2016年10月建设完工并陆续交房销售。根据项目可行性研究报告，青年南路项目预计销售收入总额为32.10亿元，其中限价商品房预计收入18.95亿元，配套商业综合用房预计收入10.92亿元，半地下室和地下车库预计收入分别为0.73亿元和1.50亿元，该项目销售收入将成为公司未来两年房屋开发板块收入的重要来源。从实际销售情况来看，2016年和2017年一季度，青年南路项目商品房部分分别销售7.31万平方米和5.21万平方米，实现销售收入3.90亿元和2.29亿元，截至2017年底，青年南路商品房剩余可售面积为20.55万平方米，按销售均价5600元/平方米（含税）计算，未来青年南部住宅部分仍可形成11.51亿元销售收入。此外，公司于2016年11月成立子公司泰州市城投商业管理有限公司，准备由其自持运营青年南路项目的部分配套商业用房及停车位，以获取长期租赁收入。

2017年一季度，公司确认房屋开发收入4.67亿元，相当于2016年房地产开发总收入的47.46%，毛利率25.05%。

总体来看，跟踪期内，受当地房地产市场回暖及项目完工结算影响，公司房地产业务收入大幅增长。未来随着青年南路项目销售的持续推进，公司房屋开发业务收入规模有望保持稳定增长。考虑到房地产调控政策仍将持续且具有不确定性，对整体收入规模及盈利能力可能存在一定影响。

九、财务分析

公司提供了2016年合并财务报告，江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2017年1季度财务数据未经审计。

截至2017年3月底，公司拥有13家纳入合并范围的子公司，2016年，公司新纳入合并范围的子公司1家，为公司在当年投资1000万元新设成立的泰州市城投商业管理有限公司（持股100%）。跟踪期内合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

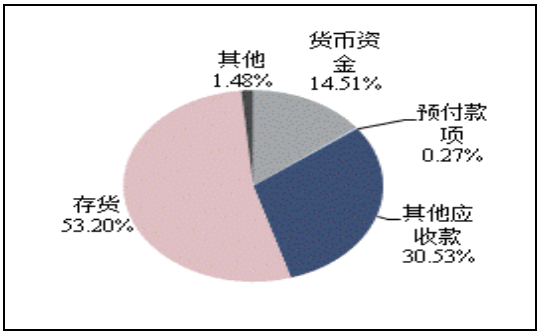
截至2016底，公司合并资产总额407.93亿元，所有者权益合计149.76亿元（其中少数股东权益2.55亿元）。2016年，公司实现营业收入13.13亿元，利润总额4.94亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额430.36亿元，所有者权益合计165.76亿元（其中少数股东权益2.57亿元）。2017年1~3月，公司实现营业收入4.74亿元，利润总额1.51亿元。

1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额407.93亿元，其中流动资产占78.54%，非流动资产占21.46%。2016年底公司资产总额同比增长15.71%，增幅较大，主要来源于存货、其他应收款和在建工程的增加。

图1　2016年底公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金 46.50 亿元，较 2015 年底同比增长 15.72%；公司货币资金以银行存款（占 96.24%）和其他货币资金（占 3.75%）为主，其他货币资金全部为受限资金，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应收泰州市财政局的资金往来款。截至 2016 年底，公司其他应收款为 97.81 亿元，较 2015 年底增长 12.60%，主要系代建项目形成的对财政局应收款项增加 6.82 亿元和对泰州市深业投资有限公司的往来款增加 4.10 亿元。公司其他应收款集中度较高，前五大欠款单位合计应收余额 94.75 亿元（占 96.81%），全部为应收资金往来款，其中对财政局的应收余额占 84.08%。

表 8　截至 2016 年底其他应收款余额前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	金额	占比
泰州市财政局	往来款	82.30	84.08
泰州市深业投资发展有限公司	往来款	4.10	4.19
泰州高教园区建设发展有限公司	往来款	3.60	3.68
泰州市住房和城乡建设局	往来款	2.76	2.82
泰州市现代服务业发展有限公司	往来款	2.00	2.04
合计		**94.75**	**96.81**

资料来源：公司审计报告

公司其他应收主要面向政府部门或国有企业，回收风险小，但其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。根据 2014 年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，其中 2016 年应到账的 5.5 亿元和 2017 年应到账的 6.50 亿元中的 1.03 亿元已到账。联合资信将持续关注其他应收款回款进展情况。

表9　泰州市财政局每年应支付公司其他应收款回款金额安排（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

公司存货主要由开发成本（占 50.77%）、开发用土地（占 38.29%）和开发产品（占 10.94%）构成。截至 2016 年底，公司存货 170.44 亿元，同比上升 26.03%，上涨幅度较大，主要系开发成本和开发产品增长较快。公司开发成本同比增长 23.02%，主要系基础设施代建项目的投资加大，开发产品同比增长 82.00%，主要系青年南路旧城改造安置房等项目部分结转入开发产品。截至 2017 年 3 月底，公司以土地 147.75 万平方米、评估价值 83.37 亿元向银行抵押贷款 34.71 亿元，其中以存货-开发用土地的 80.10 万平方米、评估价值 47.80 亿元，向银行抵押贷款 17.50 亿元。公司未计提存货跌价准备。

截至 2016 年底，公司非流动资产为 87.56 亿元，同比增长 3.17%，主要系在建工程投入增加；公司非流动资产主要由无形资产（占 38.35%）、可供出售金融资产（占 21.20%）、在建工程（占 18.38%）和固定资产（占 7.33%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 18.56 亿元，同比微降 0.99%；可供出售金额资产中 3.08 亿元为按公允价值计量的权益工具，主要为公司持有的交通银行、春兰空调等上市公司股票；15.47 亿元为按成本计量的权益工

具，主要为公司在江苏泰州大桥有限公司（出资 6.55 亿元，持股 20.00%）、苏中江都机场投资建设有限责任公司（出资 2.66 亿元，持股 20.00%）、江苏华电扬州发电公司（出资 1.49 亿元，持股 16.32%）和江苏宁靖盐高速公路有限公司（出资 0.94 亿元，持股 9.60%）等被投资公司中的权益。

截至 2016 年底，公司固定资产 6.41 亿元，同比微降 2.72%；公司固定资产主要为房屋建筑物、专用设备、运输设备等，累计计提折旧 1.12 亿元。

截至 2016 年底，公司在建工程 16.09 亿元，主要为水利工程，受水利投资持续扩大影响同比增长 33.10%；公司无形资产（主要为土地使用权）33.58 亿元，，同比微降 2.15%，主要系计提摊销所致；公司其他非流动资产 5.81 亿元，为道路、房屋等未获得产权证的公益性资产，同比微降 3.33%，系减少中海信托资产 0.20 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 430.36 亿元，其中流动资产占 78.72%，非流动资产占 21.29%；资产总额较 2016 年底增长 5.50%，主要来自于其他应收款、存货、在建工程、无形资产的增加。截至 2017 年 3 月底，公司其他应收款 107.61 亿元，较上年底增长 10.01%，主要系每年春节前夕支付非业主代建项目款项较多；存货较上年底增长 5.35%达 179.56 亿元，主要系代建基础设施项目投入持续增加；在建工程受水利投资持续加大影响，较上年底增长 11.83%达 17.99 亿元；无形资产较上年底增长 35.71%，主要为公司新购置土地支付的部分款项。

总体看，公司流动资产中其他应收款和存货占比较大，其他应收款坏账风险较低但规模持续扩大，对公司资金形成占用，联合资信将持续关注其他应收款回款进展情况。总体来看，公司资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 149.76 亿元，其中实收资本、资本公积、其他权益工具、未分配利润分别占 6.68%、59.37%、10.02%和 19.66%；公司所有者权益同比增长 10.39%，主要系未分配利润增长 3.63 亿元及发行 10 亿元永续债的影响。

截至 2016 年底，公司实收资本 10.00 亿元，同比未发生变化；公司资本公积 88.91 亿元，受子公司泰州市泰能投资管理有限公司接受划入资产影响增加 0.22 亿元；其他权益工具同比增长 10.39%，主要系公司于 2016 年发行永续中票“16 泰州城投 MTN002”10 亿元；公司盈余公积 2.74 亿元，同比增长 13.93%系计提法定盈余公积；未分配利润 29.44 亿元，同比增长 14.08%。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 165.76 亿元，较 2016 年底增长 10.68%，主要系新发行 15 亿元永续债，计入“其他权益工具”；公司实收资本、资本公积 、盈余公积、其他综合收益等基本未发生变化，未分配利润增长 0.98 亿元。

总体看，公司所有者权益受发行永续债券影响持续扩大，同时未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额为 258.17 亿元，同比增长 19.05%，主要来自于应付债券和长期应付款的增长。从负债结构看，流动负债占比从 2015 年底的 33.61%下降至 2016 年底的 23.82%，非流动负债占比进一步提升至 76.18%。

截至 2016 年底，公司流动负债为 61.51 亿元，同比下降 15.61%，主要系一年内到期的非流动负债收缩；公司流动负债以一年内到期的非流动负债（占 67.32%）、其他应付款（占 12.58%）、应付账款（占 8.08%）和预收款项（占 5.36%）为主。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 41.41 亿元（包括一年内到期的长期借款 35.61 亿元和应付债券 5.80 亿元），同比下降 23.95%，主要系一年内到期的长期借款下降 14.04 亿元。2016 年，政府转贷给公司 34.70 亿元财政置换债券资金（计入长期应付款），用于偿还银行借款等。

公司其他应付款主要是与相关单位的往来款。截至 2016 年底，其他应付款为 7.74 亿元，同比微降 1.90%，账龄超过 1 年的主要债权单位余额合计 3.12 亿元，占比为 40.32%，主要系与江苏省现代农业综合开发示范区管理委员会、泰州市锡龙建筑门窗装璜有限公司、城南街道新胜社区集体经济股份合作社的往来资金未结算。

截至 2016 年底，公司应付账款 4.97 亿元，同比增长 230.04%，主要系应付工程款增长。

截至 2016 年底，公司预收款项 3.29 亿元，同比增长 95.19 %，主要系青年南路旧城改造安置房项目获得的预收售房款年内增长 1.60 亿元。

从非流动负债来看，截至 2016 年底，公司非流动负债为 196.66 亿元，同比增长 36.59%，主要来自于应付债券和长期应付款的增加；非流动负债构成以应付债券（占 42.92%）、长期借款（占 37.65%）、长期应付款（占 17.85%）为主。

截至 2016 年底，公司长期借款 74.05 亿元，同比减少 13.29%，系部分债务纳入政府债务并于 2016 年进行置换所致。2016 年底，从长期借款构成来看，保证借款、抵押借款、信用借款、质押借款分别占比 54.30%、24.03%、18.70%和 2.97%。

截至 2016 年底，公司应付债券 84.40 亿元，同比增长 52.90%，主要系公司于 2016 年发行两笔定向融资工具（“16 泰州城投 PPN001” “16 泰州城投 PPN002”）获得资金 15 亿元，发行面值 10 亿元 5 年期中期票据“16 泰州城投 MTN001”获得资金 10 亿元，同时发行两笔直融（“16 泰州城建 01 直融” “16 泰州城建 02 直融”）获得资金 10 亿元，同时偿还“10 泰州债”3 亿元和“13 泰州债/PR 泰州债”1.80 亿元。

截至 2016 年底，公司长期应付款 35.10 亿元，较上年底增加 34.70 亿元，为财政置换债券资金，公司将此部分资金优先用置换高息债务，该部分资金的使用成本下降至 2.50~3.00%左右。

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 2016 年底，公司专项应付款 2.21 亿元，较上年底增长 9.58%，系增加引江河工程江苏省水利厅拨入资金 0.13 亿元和项目建设资金 672.00 万元。

截至 2016 年底，公司全部债务 200.85 亿元，其中长期债务 158.45 亿元，若将长期应付款中的财政置换债券资金调整计入全部债务，公司调整后的全部债务为 235.95 亿元，调整后短期债务占 17.97%，长期债务占 82.03%，公司债务结构以长期债务为主。2016 年公司资产负债率、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为 63.29%、61.17%和 56.38%，较 2015 年分别上涨 1.77、1.52 和 5.41 个百分点。公司于 2016 年发行一期 10 亿元的永续中期票据，实际债务负担重于上述指标。整体看，公司债务负担偏重。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额为 264.59 亿元，较 2016 年底增长 2.49%，其中，流动负债占 15.98%，非流动负债占 84.02%。截至 2017 年 3 月底，公司流动负债为 42.29 亿元，同比下降 40.53%，主要系一年内到期的非流动负债和应付账款的下降；公司非流动负债为 222.30 亿元，较 2016 年底增长 13.04%，主要来自长期借款的增长。同期公司有息债务总额为 239.20 亿元，较 2016 年底增长 1.38%，其中短期债务占 10.29%，长期债务占 89.71%。

总体来看，公司负债以非流动负债为主，债务结构较为合理；公司债务规模上涨较快，债务负担偏重。

3. 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。2016年，公司实现营业收入13.13 亿元，同比增长37.46%，主要系房地产开发收入大幅增长所致，营业成本随收入规模扩大同比上升24.50%。跟踪期内，公司期间费用同比增长26.65%，但费用规模整体较小，且受营业收入快速增长影响，2016年公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用合计）占营业收入的比例下降0.70个百分点至9.16%。2016年，公司营业利润同比增长38.25%至1.95亿元。

非经营性损益方面，公司营业外收入是公司利润的重要来源。2015~2016 年，公司均获得 3.00 亿元政府补助收入，该项收入规模较为稳定。2016 年，公司实现利润总额 4.94 亿元，政府补助是公司利润的重要来源。

从盈利指标看，2016 年，公司营业利润率有所上升，由 2015 年的 11.78%上升至 16.88%；同期，由于公司资产规模扩张较大，公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势，2016 年两项指标分别为 1.31%和 3.00%，同比下降 0.10 和 0.14 个百分点。

2017年1~3月，公司实现营业收入4.74亿元，为上年全年水平的36.10%，获得营业外收入0.50亿元，实现利润总额1.51亿元，相当于上年全年的30.57%。

跟踪期内，受房地产开发收入大幅增长带动，公司营业收入增长较快，营业利润随之扩大，政府补助持续保持稳定且仍为公司利润总额的重要来源，总体看，公司盈利能力一般。

4. 现金流分析

经营活动方面， 2016年，公司经营活动产生现金流入22.65亿元，同比增长51.69%。公司销售商品、提供劳务收到的现金14.17亿元，主要为房屋开发销售款和泰州市财政局拨付的基础设施建设代建收入，同比增长39.85%，系公司房屋销售款增长所致。2016年，公司现金收入比为107.88%，同比上升1.64个百分点。2016年，公司收到的其他与经营活动有关的现金为8.48亿元，主要为泰州市政府给予的政府补贴及市财政局偿付的其他应收款回款，同比增长77.41%。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26.50亿元和34.09亿元。2016年，公司经营活动产生的现金流量净额为-22.23亿元，缺口较2015年缩小3.58亿元。跟踪期内，应收财政的款项规模同比快速增长，公司经营活动净现金持续为负值。

投资活动方面，2016年，公司投资活动现金流入规模较小为1.31亿元，主要包括0.88亿元取得投资收益收到的现金、处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额0.30亿元和收到其他与投资活动有关的现金0.13亿元；同期，公司投资活动产生的现金流出为3.76亿元，同比下降65.62%，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金均减少，分别为3.66亿元和0.10亿元。2016年，公司投资活动产生的现金流量净额-2.45亿元，投资活动净流出规模同比减小。

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和发行债券收到的现金，2016年筹资活动现金流入为91.63亿元，同比减少9.75%；筹资活动现金流入包括吸收投资收到现金10.03亿元（发行10亿元永续中票“16泰州城投MTN002”）、取得借款收到现金42.32亿元和发行债券收到的现金35.00亿元（包括“16泰州城投PPN001”5亿元、“16泰州城投PPN002”10亿元、“16泰州城投MTN001”10亿元、“16泰州城建01直融”5亿元及“16泰州城建01直融”5亿元）；筹资活动现金流出主要反映为偿还债务支付的现金37.96亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金14.40亿元，公司置换债务34.70亿元由财政局直接拨付金融机构，未在现金流量表中体现；2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额为35.28亿元，较上年增长

37.84%。

2017年1~3月，公司经营活动产生的现金流净额为-11.91亿元，其中经营活动现金流入9.35亿元，包括销售商品、提供劳务收到的现金4.67亿元和收到的其他与经营活动有关的现金4.68亿元，其中，收到的其他与经营活动有关的现金为补贴收入和往来款。同期，经营活动现金流出为21.27亿元，包括购买商品、接受劳务支付的现金14.70亿元，以及支付其他与经营活动有关的现金6.24亿元。投资活动现金净流量为-3.65亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金4.15亿元。筹资活动现金表现为净流入为15.74亿元，其中筹资活动现金流入37.80亿元，包括取得吸收投资收到的现金15亿元（发行15亿元永续中票“17泰州城投MTN001”）和取得借款收到的现金22.80亿元，筹资活动现金流出为22.06亿元。

总体来看，跟踪期内，受购买商品、接受劳务支付的现金持续增长的影响，公司经营净现金流表现为净流出，同时，投资活动净现金流仍表现为净流出状态，筹资活动净现金流则受债券发行增加及偿还债务支付现金减少影响而由正转负。未来，随着公司建设投入的增长及前期债务陆续到期偿还，公司存在一定对外筹资压力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016年底，公司流动比率和速动比率分别为520.88%和243.77%，较2015年的367.26%和181.717%有较大增长；截至2017年3月底，公司流动比率和速动比率分别为800.95%和376.39%，较上年底进一步提升，但考虑到公司流动资产中其他应收款及存货占比较高，公司实际短期偿债能力较上述指标弱。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2015年及2016年公司EBITDA分别为5.43亿元和6.14亿元；同期，公司全部债务/EBITDA分别为36.85倍和32.73倍，调整后全部债务/EBITD分别为36.93倍和38.44倍。 整体来看，公司长期偿债能力尚可。

截至2017年3月底，公司（合并口径）获得的银行授信额度为180.00亿元，尚未使用的授信额度为57.00亿元，公司融资渠道通畅。

6. 对外担保

截至2017年3月底，公司对外担保合计92.28亿元，担保比率为55.67%，担保比率高；其中子公司泰州市阳光投资担保有限公司对外担保合计5.38亿元，代偿余额为1151万元。

表10 截至2017年3月底公司主要对外担保情况表

（单位：万元，%）

被担保人	担保金额	占担保总金额比例
泰州鑫泰集团有限公司	134400.00	14.56
市现代服务业发展有限公司	125000.00	13.55
泰州鑫泰集团有限公司(企业债券)	120000.00	13.00
海陵资产经营有限公司(企业债券)	120000.00	13.00
泰州市建业投资建设集团有限公司	105000.00	11.38
泰州市深业投资有限公司	60000.00	6.50
泰州市泰政交通投资有限公司	58800.00	6.37
泰州市华融城镇建设有限公司	40000.00	4.33
泰州新开城建项目投资管理有限公司	23800.00	2.58
泰州市高教投资发展有限公司	22200.00	2.41
泰州市中医院	20200.00	2.19
泰州市锦润污水处理有限公司	20000.00	2.17
江苏农牧科技职业学院	10190.00	1.10
泰州德通电气有限公司	5400.00	0.59
泰州市师范高等专科学校	4030.00	0.44
小 计	**869020.00**	**94.17**
阳光担保公司对外担保小计	53754.20	5.83
合 计	**922774.20**	**100.00**

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，担保比率高，存在一定或有负债风险。

十、存续期债券偿债能力

截至跟踪日，公司存续债券待偿还债券本金合计66.20亿元。2016年公司经营活动现金流入量为待偿还债券本金合计的0.34倍，经营活动现金流量净额为负值，对待偿还债券本金无保障能力。截至2016年底，公司EBITDA为待偿还债券本金合计的0.09倍。

2017年，公司尚需偿还“13泰州债/PR泰州债”分期本金1.80亿元。2016年公司经营活动现金流入量为2017年待偿还债券本金的12.58倍。截至2017年3月底，公司现金类资产46.66亿元，为2017年待偿还本金的25.92倍。总体看，公司经营活动现金流入量对2017年待偿还本金合计保障能力较强。

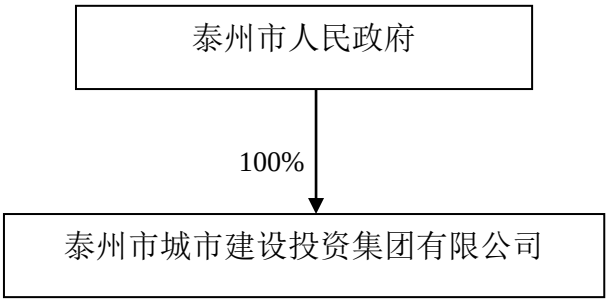
公司可能于 2021 年集中偿付上述存续期债券合计本金峰值 22.70 亿元（其中“13 泰州债/PR 泰州债”2.7 亿元，“16 泰州城投 MTN001”10 亿元，“16 泰州城投 MTN002”10 亿元）。2016 年公司经营活动现金流入量为偿付债券合计本金峰值的 1.00 倍，公司 EBITDA 为偿付债券合计本金峰值的 0.27 倍。考虑到泰州市政府对公司较大的支持力度，公司对上述存续债券本金偿还的保障能力尚可。

此外，“13 泰州债/PR 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 AAA，担保实力强，增强了“13 泰州债/PR 泰州债”本息偿还的安全性。

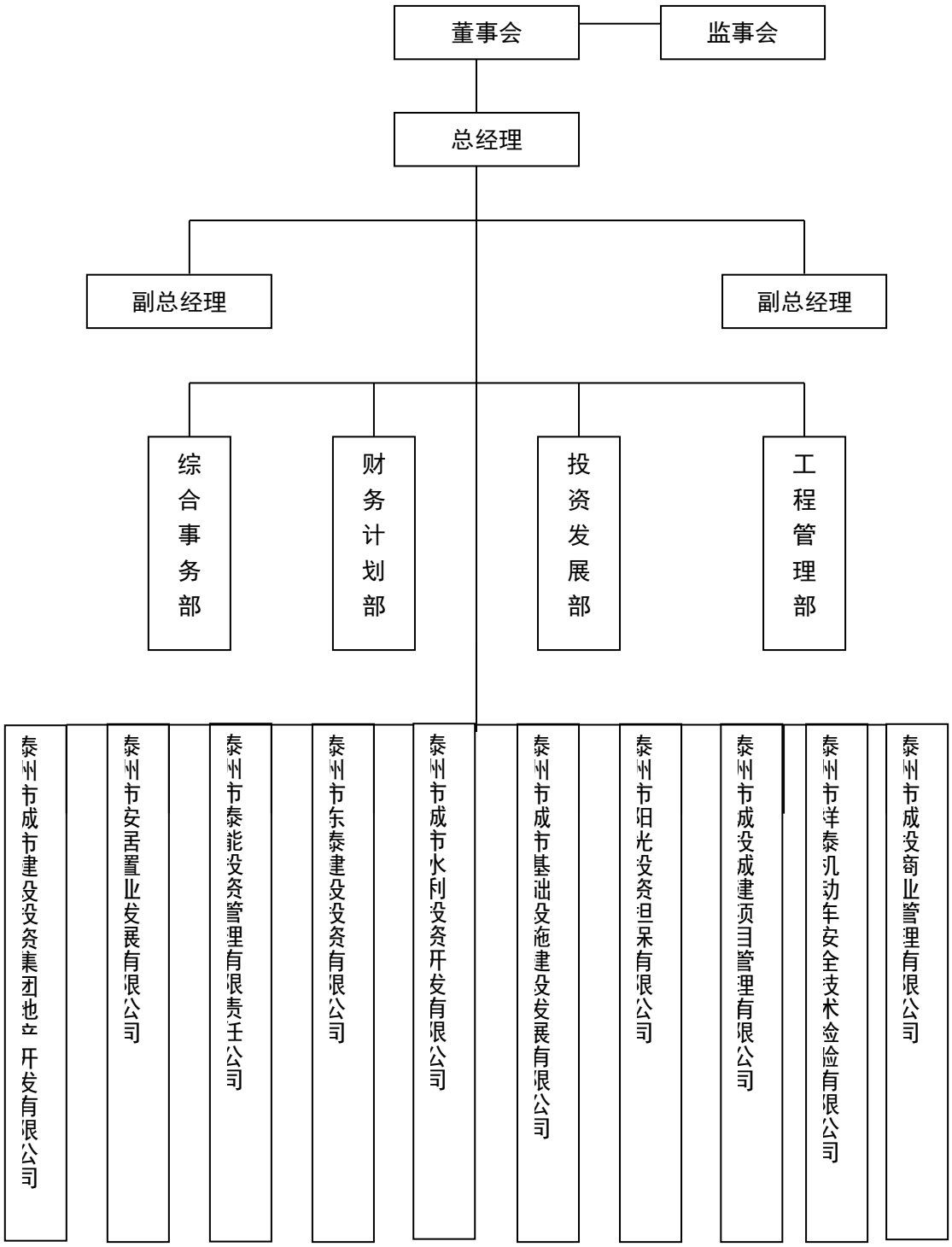
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，并维持“13 泰州债/PR 泰州债”的信用等级为 AAA，维持“15 泰州城建 MTN001”、“15 泰州城建 MTN002”、“16 泰州城投 MTN001”、“16 泰州城投MTN002”和“17泰州城投MTN001”的信用等级为 AA^+。

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　截至 2017 年 3 月底公司存货中土地使用权情况

座落地点	权证编号	面积（万平方米）	账面原值（万元）	用途	土地类型	是否抵押
泰州市东进路以南、鼓楼路以东	泰州国用（2008）第 12337 号	6.67	32204.41	商住、住宅用地	出让	否
泰州市海陵区莲花一号区南侧	泰州国用（2006）第 0193 号	16.50	22432.26	商住、住宅用地	出让	否
泰州市检察院西侧	泰州国用（2006）第 0194 号	13.78	18734.48	商业用地	出让	是
济川东路南侧、东风南路东侧	泰州国用（2014）第 1736 号	8.35	42400.00	商住、住宅用地	出让	是
泰州市周山河街区商住用地 B 号地块	泰州国用（2009）第 1423 号	6.57	44377.12	商住、住宅用地	出让	否
泰州市周山河街区商住用地 C 号地块	泰州国用（2009）第 1424 号	5.68	38387.25	商住、住宅用地	出让	是
泰州市周山河街区商住用地 D 号地块	泰州国用（2009）第 1426 号	8.95	60443.23	商住、住宅用地	出让	是
泰州市周山河街区商住用地 E 号地块	泰州国用（2009）第 1425 号	13.16	88888.69	商住、住宅用地	出让	是
周山河街区 328 国道南侧、凤凰河西侧	泰州国用（2014）第 16436 号	12.24	57800.00	商住、住宅用地	出让	是
海陵区引凤路西侧、永泰路南侧	泰州国用（2014）第 1742 号	1.65	11800.00	商住、住宅用地	出让	否
海陵区迎春路北侧、城河东侧	泰州国用（2014）第 1741 号	2.17	16700.00	商住、住宅用地	出让	是
规划东风南路西侧、海军东路南侧	泰州国用（2011）第 14572 号	13.25	76332.67	商住、住宅用地	出让	是
规划东风南路西侧、淮河路北侧	泰州国用（2011）第 14574 号	6.67	38408.26	商住、住宅用地	出让	否
泰州市海陵区高教园区发展区 1 号地块	泰州国用（2006）第 0423 号	23.31	27773.91	商业用地	出让	否
泰州市海陵区高教园区发展区 2 号地块	泰州国用（2006）第 0424 号	15.01	17862.28	商业用地	出让	否
泰州市海陵区高教园区发展区 3 号地块	泰州国用（2006）第 0425 号	10.46	12538.30	商业用地	出让	否
泰州市海陵区高教园区发展区 4 号地块	泰州国用（2006）第 0426 号	27.78	33258.67	商业用地	出让	否
海陵区五里河东侧、春兰学院北侧	泰州国用（2014）第 16389 号	2.53	12300	商业用地	出让	是
合计	--	**194.73**	**652641.53**	--	--	--

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	44.26	40.18	46.52	46.66
资产总额(亿元)	308.49	352.53	407.93	430.36
所有者权益(亿元)	126.64	135.67	149.76	165.76
短期债务(亿元)	35.61	59.59	42.41	24.63
长期债务(亿元)	130.11	140.60	158.45	184.00
全部债务(亿元)	165.71	200.19	200.85	208.62
调整后全部债务(亿元)	165.71	200.59	235.95	239.20
营业收入(亿元)	10.39	9.55	13.13	4.74
利润总额(亿元)	4.57	4.40	4.94	1.51
EBITDA(亿元)	4.96	5.43	6.14	--
经营性净现金流(亿元)	3.80	-25.81	-22.23	-11.91
财务指标				
销售债权周转次数(次)	191.76	1782.07	31.46	5.53
存货周转次数(次)	0.08	0.06	0.07	0.02
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.03	0.01
现金收入比(%)	85.23	106.24	107.88	98.53
营业利润率(%)	9.95	11.78	16.88	24.21
总资本收益率(%)	1.50	1.41	1.31	0.29
净资产收益率(%)	3.43	3.14	3.00	--
长期债务资本化比率(%)	50.67	50.89	51.41	52.61
全部债务资本化比率(%)	56.68	59.60	57.29	55.72
调整后全部债务资本化比率(%)	56.68	59.65	61.17	59.07
资产负债率(%)	58.95	61.52	63.29	61.48
流动比率(%)	476.86	367.26	520.88	800.96
速动比率(%)	233.87	181.71	243.77	376.39
经营现金流动负债比(%)	7.69	-35.41	-36.15	-28.17
全部债务/EBITDA(倍)	33.41	36.85	32.73	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	33.41	36.93	38.44	--

注：2017 年 1 季度财务数据未经审计；长期应付款计入调整后全部债务核算，永续中票未调整至全部债务。

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% （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-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

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

注：　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　评级展望设置及其含义

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

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

附件 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。