

泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司
2013 年公司债券 2015 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第

【562】号 01

债券简称:

13 泰兴成兴债

债券剩余规模:

8 亿元

债券到期日期:

2020 年 12 月 12 日

债券偿还方式:

单利按年计息, 分期还本

分析师

姓名: 毕柳 赵婷

电话: 021-51035670

邮箱: zhaot@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司 2013 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 06 月 30 日	2014 年 06 月 24 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司(以下简称“泰兴成兴”或“公司”)及其 2013 年 12 月 12 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2015 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到泰兴市财政收入增长较快, 公司继续获得政府较大力度的支持; 2014 年公司主营收入大幅增长, 未来公司土地开发整理业务规模较有保障。同时我们也关注到泰兴市财政实力对土地出让收入的依赖程度较高; 公司经营效益易受当地土地一级市场波动和地方财力影响; 公司在建项目资金需求较大, 面临一定的投融资压力; 公司资产流动性一般; 有息债务规模进一步扩大等风险因素。

正面:

- 泰兴市地方财政收入保持快速增长。泰兴市经济保持持续增长, 财政实力进一步增强。2014 年泰兴市财政总收入 172.83 亿元, 较上年增长 65.84%, 其中政府性基金收入为 104.09 亿元, 较上年增长 146.87%; 公共财政收入为 45.08 亿元, 较上年增长 18.01%。
- 地方政府支持力度较大。2014 年, 公司获得泰兴市政府补贴 2.37 亿元, 较上年增长 44.04%。
- 公司土地一级开发收入增长较快, 未来业务持续性较好。2014 年, 公司土地开发收入 8.25 亿元, 同比增长 22.59%。泰兴经济开发区待开发土地为 48 平方公里, 未来公司土地开发业务规模较有保障。

关注：

- **地方财政对国有土地出让收入依赖程度提升，易受土地市场波动性的影响。**2014年，泰兴市土地出让收入为 100.47 亿元，占泰兴市地方财政总收入的 58.13%，较上年提高 19.43 个百分点。
- **公司经营效益易受当地土地一级市场波动和地方财力影响。**公司主营业务收入主要来源于土地开发和政府工程代建业务，经营效益易受土地一级市场波动的影响；公司代建项目均有赖于政府回购，收入易受地方财力影响。
- **公司在建项目资金需求量较大，未来面临一定的投融资压力。**截止 2014 年 12 月 31 日，公司各类在建项目投资总计 28.02 亿元，目前已累计投入资金 14.05 亿元，未来尚需投入资金 13.97 亿元，公司面临一定的投融资压力。
- **公司资产流动性一般。**截至 2014 年末，公司存货和其他应收款合计占资产比重为 81.04%，其中存货由拆迁项目成本、代建项目成本和开发土地成本构成；其同时公司其他应收款模较大，并呈现增长的态势，回款时间存在较大的不确定性，存在一定的资金占用情况。
- **公司有息负债规模进一步扩大，偿债压力有所加重。**截至 2014 年末，公司有息负债规模达 17.38 亿元，同比增长 20.88%，公司债务偿付压力进一步加重。
- **对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。**截至 2014 年末，公司对外担保金额为 4.32 亿元，担保比率为 8.77%。公司对外担保对象主要为当地民营企业 and 市政工程项目施工方，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	828,770.93	744,949.62	586,846.75
归属于母公司所有者权益（万元）	489,870.90	470,444.33	387,577.54
有息债务（万元）	173,784.74	143,771.06	59,372.95
资产负债率	40.57%	36.48%	33.53%
流动比率	3.76	4.10	2.96
主营业务收入（万元）	107,718.61	106,512.74	84,227.08
补贴收入（万元）	23,664.66	16,429.30	12,000.00
利润总额（万元）	20,516.41	20,027.47	12,902.65
主营业务毛利率	21.05%	21.12%	22.70%

总资产回报率	5.62%	4.83%	4.70%
EBITDA（万元）	45,578.06	33,784.34	26,783.89
EBITDA 利息保障倍数	1.92	2.79	2.14
经营活动净现金流净额（万元）	-33,359.84	-40,917.00	9,086.63
资料来源：公司审计报告			

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金【2013】1535号文件核准，公司于2013年12月12日公开发行8亿元公司债券，债券期限为7年，票面利率为8.30%

本期债券计息期限为2013年12月12日至2020年12月11日，按年计息，每年付息一次；如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日。本期债券分次还本，自债券存续期第3年末起每年分别偿还本金的20%。公司于2014年12月12日正常付息6,640万元。

截至2015年5月31日，本期债券募集资金使用情况如下表所示。

表 1 截至 2015 年 5 月 31 日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目	计划		实施进度	
	总投资	拟使用募集资金额度	已投资	已使用募集资金
泰兴市外来务工人员安置工程项目	93,866.00	45,000.00	93,866.00	45,000.00
泰兴市滨江污水处理二期工程项目	37,257.70	15,000.00	37,257.70	15,000.00
泰兴经济开发区滨江大道建设工程项目	41,149.00	20,000.00	41,149.00	20,000.00
合计	172,272.70	80,000.00	172,272.70	80,000.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

截至2014年12月31日，公司注册资本和实收资本均为6.48亿元，跟踪期内未发生变更。公司控股股东和实际控制人为泰兴市人民政府，泰兴市人民政府持有公司100%股权，跟踪期内，未发生变更。2014年度，公司合并范围未发生变动。

截至2014年12月31日，公司资产总额为828,770.93万元，所有者权益合计492,529.92万元，资产负债率为40.57%；2014年度，公司实现主营业务收入107,718.61万元，利润总额20,516.41万元，经营活动现金流净额-33,359.84万元。

三、区域经济与财政实力

2014年泰兴市地区生产总值保持稳步增长，重点产业增长较快，整体经济实力较强

作为县级市，泰兴市整体经济实力较强，连续十四年跻身全国县域经济基本竞争力百强县（市）行列，2014年位列54名。近年，泰兴市地区生产总值增速有所放缓，但仍保持稳步增长态势。

2014年，泰兴市全市实现生产总值675.84亿元，按可比价格计算，比上年增长11.9%。规模以上工业总产值增长21.3%；全社会固定资产投资增长29.6%；社会消费品零售总额增长13.0%；对外贸易发展稳健，进出口总额比上年增长7.5%；存贷款余额亦保持了较快的增长速度。

产业结构方面，在经济总量不断增加的同时，整体产业结构调整稳步推进，基本建立了以第二产业和第三产业为主导的经济体系，2014年泰兴市服务业发展加快，实现服务业增加值278.83亿元，占GDP比重为41.3%，比上年提高1.6个百分点，三次产业增加值比例由2013年的7.5：52.8：39.7调整为7.1：51.6：41.3。

工业方面，2014年泰兴市完成规模以上工业总产值2075.41亿元，比上年增长21.3%，保持较快发展速度。重点产业增长较快，2014年机电、化工、医药三大支柱产业实现产值1605.60亿元，比上年增长24.4%，其中，机电、化工、医药行业分别增长17.8%、33.2%、23.3%，占全市规模以上比重达77.4%，工业经济进一步集聚。

总体上看，泰兴市经济保持持续增长，产业结构合理，重点产业增长较快，经济发展继续保持较好势头。

表 2 泰兴市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	675.84	11.9%	610.61	11.9%
第一产业增加值	48.32	3.3%	46.01	3.1%
第二产业增加值	348.69	12.2%	322.57	12.7%
第三产业增加值	278.83	12.9%	242.03	12.5%
固定资产投资	454.53	29.6%	323.75	24.0%
社会消费品零售总额	182.20	13.0%	161.17	12.7%
进出口总额（亿美元）	26.75	7.5%	24.88	22.2%
存款余额	644.63	14.2%	564.47	21.1%
贷款余额	388.36	20.1%	323.34	18.8%

资料来源：2013-2014 年泰兴市国民经济和社会发展统计公报

2014年，泰兴市财政实力进一步增强，得益于国有土地出让收入的大幅增加，财政收入大幅增长，但地方财力易受土地市场波动性的影响

得益于国有土地出让收入的大幅增加，2014年泰兴市财政收入规模为172.83亿元，较上年增长了65.84%。受地方经济增长的影响，2014年泰兴市公共财政收入为45.08亿元，较上年增长6.88亿元，主要系税收收入增长所致。2014年，泰兴市税收收入为37.47亿元，占公共财政收入的比重为83.12%，较上年提高0.18个百分点，泰兴市公共财政收入稳定性较

好且质量较高。

2014年，泰兴市上级补助收入和政府性基金收入均有所提高。本年度上级补助收入为20.55亿元，占财政总收入的11.89%。政府性基金收入以国有土地使用权出让收入为主，2014年受土地出让收入较上年大幅增加60.14亿元的影响，泰兴市政府性基金收入较上年增长146.87%，为104.09亿元，其占财政总收入的比重由2013年的40.46%上升至60.23%。国有土地使用权出让收入大幅增长在一定程度上增强了泰兴市的财政调节能力，但对政府性基金收入依赖程度的提高使得地方财力易受土地市场波动性的影响。

2014年，泰兴市财政支出主要为公共财政支出和政府性基金支出。公共财政支出集中在教育、农林水事务、住房保障等方面，本期泰兴市公共财政支出为61.20亿元，同比增长10.31%。2014年，泰兴市财政自给率为74.00%，较上年提升4.81个百分点，但财政总收入仍无法完全覆盖财政总支出，地方财政缺口主要靠上级补助来弥补。

表3 2013-2014年泰兴市财政收支主要指标（单位：万元）

项目	2014年	2013年
财政收入	1,728,335	1,042,142
（一）公共财政收入	450,818	382,003
其中：税收收入	374,700	316,841
非税收入	76,118	65,162
（二）上级补助收入	205,532	189,615
其中：返还性收入	36,507	35,975
一般性转移支付收入	76,034	57,672
专项转移支付	92,991	95,968
（三）政府性基金收入	1,040,896	421,635
其中：土地出让收入	1,004,698	403,328
（四）预算外财政专户收入	31,089	48,889
财政支出	1,609,533	1,102,719
（一）公共财政支出	612,013	554,795
（二）政府性基金支出	961,534	502,454
（三）预算外财政专户支出	35,986	45,470
公共财政收入/公共财政支出	74%	69%

资料来源：泰兴市财政局

四、经营与竞争

作为经泰兴市政府授权对泰兴市城西片区进行经营、开发、建设的投资建设主体和国有资产运营管理平台，公司主要从事泰兴市城西片区的基础设施建设、土地整理开发、安

置房建设和污水处理等业务。2014年，公司实现主营业务收入10.77亿元，与上年基本持平。2013-2014年公司收入结构如下表所示，其中土地整理收入、公建项目收入和安置房收入是公司收入和毛利的主要来源，污水处理收入占比较小。2014年，土地整理和公建项目收入增长较快，但受工程尚未完工或已完工但尚未完成验收审计的影响，公司未确认安置房业务收入，整体收入规模与上年持平。

表 4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理收入	82,463.90	23.08%	67,268.57	23.08%
公建项目收入	20,204.75	16.67%	9,260.72	16.67%
安置房收入	-	-	24,801.29	16.67%
污水处理收入	5,049.96	5.41%	5,182.17	25.01%
合计	107,718.61	21.05%	106,512.74	21.12%

资料来源：公司审计报告

受工程量增加影响，2014年公司土地整理收入大幅增长；泰兴市经济开发区尚有大片土地未进行开发，公司未来土地整理业务持续性较好

公司土地开发整理运作模式较为成熟。根据公司与泰兴市政府签订的《土地一级开发委托协议》，由公司负责泰兴市城西片区的相关土地开发整理业务（包括征地、拆迁、补偿、人员安置、场地平整及城市配套设施），公司完成相关土地开发整理后，泰兴市政府根据公司实际工作量和整理土地上市交易所形成的收益，以开发成本的30%确认公司土地开发业务收益，公司则按照土地开发完成后的项目成本的130%确认为土地整理收入，公司因承担土地开发对外筹资发生的借款利息支出由泰兴市政府另行根据公司实际情况给予适当贴息，计入补贴收入。

公司土地整理业务主要定位于为城西片区内的泰兴经济开发区入驻企业涉及用地的土地平整以及在规划范围内对农村散落土地进行集中整治。受当年土地出让规模较大影响，2014年公司实现土地整理收入8.25亿元，较上年增长22.59%。泰兴经济开发区整体规划面积为68平方公里，目前已开发区域为20平方公里，未来经济开发区仍将大规模实施土地整治项目；同时，由于开发区建设程度的不断完善，区内土地的出让价格较以前年度也有所提高。整体看，未来公司土地开发业务规模较有保障，业务收入随开发区建设的进一步推进有望持续增长。但考虑到公司业务易受当地房地产市场波动和政府土地出让计划的影响，主营业务收入的波动性较大。

作为泰兴市重要的基础设施建设主体，公司承担了泰兴市内较大规模的基础设施建设

任务；2014年公司公建项目收入增长较快，毛利水平继续保持稳定

公司承担泰兴市城西片区道路交通、教育医疗等基础设施建设代建业务，项目建成后由政府回购。公司城建项目运营模式为：泰兴市政府相关部门将拟建项目委托给公司进行建设开发。项目启动资金由公司自筹解决，项目建成后主要通过政府回购的形式收回成本。项目完工后，按照一定比例（在项目审计工程总造价加上融资成本和一定的工程项目代建费确定）由泰兴市政府进行回购。2014年，公司业务模式保持稳定，毛利率仍为16.67%；受工程量增加影响，2014年公司公建项目收入为2.02亿元，同比增长118.18%。

截止2014年12月31日，公司在建各类基础设施项目总投资共计4.87亿元，已投资4.20亿元，未来尚需投入0.67亿元，待项目完工后，泰兴市政府将陆续安排回购。

表 5 截至 2014 年 12 月 31 日公司在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
管廊工程	4,400.00	4,301.99	98.01
区内绿化	5,000.00	3,549.82	1,450.18
区内零星工程	4,600.00	4,549.67	50.33
沿江大道	3,000.00	2,998.34	1.66
区内电力线路照明工程	2,900.00	2,850.90	49.10
区内平整填土	2,200.00	2,140.52	59.48
沿江公路	2,200.00	2,089.02	110.98
天星洲滨江疏港沿江路	2,200.00	2,012.72	187.28
福泰路大桥	5,000.00	1,336.81	3,663.19
疏港路	2,200.00	1,246.49	953.51
零星工程	15,000.00	14911.83	88.17
合计	48,700.00	41,988.11	6,711.89

资料来源：公司提供

公司安置房开发建设业务主要为土地整理开发的配套业务，2014年受安置房项目尚未完工或已完工但尚未完成验收审计的影响，公司未确认安置房业务收入，目前在建安置房项目较多，存在一定的资金缺口，未来公司面临一定的投融资压力

公司的安置房开发建设业务主要系土地整理开发的配套业务，安置房主要面向泰兴市城西片区城市化发展过程中产生的新城市居民以及开发区内企业的外来务工人员。公司安置房开发建设采取“以拆定建”的经营模式，即根据实际拆迁情况来统筹安置房建设。工程启动资金主要由公司自筹解决，安置房建成后由泰兴市政府进行回购，通常根据具体完工决算的项目安排回购资金，一般保证公司的毛利水平在15%-20%左右，公司所得资金部分再用于下一期安置房建设使用。2014年，公司未确认安置房项目收入，主要系工程尚未完

工或已完工但尚未完成验收审计所致。未来待公司安置房项目完工或完成验收审计后，泰兴市政府将陆续安排回购。

截止2014年12月31日，公司在建安置房项目6个，总投资23.15亿元，已投资9.85亿元，未来尚需投入13.30亿元，公司面临一定的投融资压力。

表 6 截至 2014 年 12 月 31 日公司主要在建安置房项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
石桥花园 B、D 组团	80,000.00	69,405.71	10,594.29
向阳公寓	15,000.00	12,102.00	2,898.00
城南公寓	30,000.00	7,538.32	22,461.68
长沟安置小区	2,500.00	2,474.89	25.11
尤湾公寓	100,000.00	3,045.39	96,954.61
印桥小区	4,000.00	3,943.66	56.34
合计	231,500.00	98,509.98	132,990.02

资料来源：公司提供

公司污水处理业务收入规模较小，2014年受污水处理二期项目建成导致主营业务成本大幅增加的影响，公司污水处理业务毛利率水平较上年大幅下降

公司污水处理业务主要由下属子公司泰兴市滨江污水处理有限公司实施运营，负责对泰兴经济开发区内企业的工业废水和泰兴市城西片区的居民生活污水进行处理。2014年，公司污水处理二期项目已基本建成，污水处理能力有了较大幅度的提升，目前公司污水处理能力达到11.00万吨/日，其中生活污水6.5万吨/日，工业污水4.5万吨/日。2014年，公司污水处理业务收入为0.50亿元，较上年略有下降，主要系去年化工行业相对不景气，园区内化工企业开工率降低所致。受污水处理二期项目建成导致主营业务成本大幅增加的影响，2014年公司污水处理业务毛利率为5.41%，较上年大幅下降19.60个百分点。

表 7 2013-2014 年公司污水处理业务情况

项目名称	2014 年	2013 年
全年处理工业废水（万吨）	766.00	888.00
全年处理生活污水（万吨）	1,360.00	1,346.00
污水处理收入（万元）	5,049.96	5,182.17
污水处理业务毛利率	5.41%	25.01%

资料来源：公司提供

由于公司主营业务土地整理开发、基础设施代建、安置房建设和污水处理项目资金支出需求较大且公益性较强，近年来公司得到泰兴市政府在财政补贴等方面的持续支持。2014年，公司获得泰兴市政府补贴2.37亿元，较上年增加0.72亿元，政府支持力度依然较大。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的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的2014年审计报告，2013年度数据采用2014年审计报告年初数，报告均采用旧会计准则编制。2014年度，公司合并范围未发生变动。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，在建工程规模继续扩大；公司资产以土地资产和其他应收款为主，整体流动性一般；其他应收款规模较大且增长迅速，公司资金存在被占用情况

2014年，公司业务经营稳定，资产规模有所增长。2014年末，公司资产规模达82.88亿元，同比增长11.25%。公司资产结构仍以流动资产为主，2014年末占比93.55%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2014年末，公司货币资金余额为5.88亿元，主要为银行存款和其他货币资金，分别占比72.77%和27.21%，其他货币资金主要为银行保证金，借款质押，流动性受限；货币资金较上年末大幅下降4.54亿元，主要系对募投项目外来务工人员安置工程项目、滨江污水处理二期工程项目和经济开发区滨江大道建设工程项目的投资支出较大所致。2014年末，公司应收账款余额较上年末大幅增加2.91亿，主要为应收江苏省泰兴经济开发区管理委员会的土地整理收入及公建项目收入，占应收账款的比重为98.53%，账龄在1到2年之间。公司其他应收款主要为应收江苏省泰兴经济开发区管理委员会、泰兴市沿江化工集团公司、泰兴市兴盛资产投资公司、泰兴市欣诚房产投资有限公司和新浦化学（泰兴）有限公司等政府部门和开发区内企业的资金往来款，2014年末为14.35亿元，较上年末大幅增加90.42%，其中应收江苏省泰兴经济开发区管理委员会的金额占比达72.22%。公司其他应收款规模较大且增速较快，存在一定的资金被占用情况。公司存货主要系拆迁项目成本、代建项目成本和待开发土地，由于石桥花园B、D组团等安置房项目的建设投入，2014年公司拆迁、代建成本规模增长较快；同时，本期政府回购2块土地合计9.64亿元，公司待开发土地规模有所下降。截至2014年末，公司待开发的土地规模为23.15亿元，其中用于融资抵押的土地规模为7.01亿元，占公司待开发土地规模的比例为30.27%。

公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成；其中固定资产主要系房屋及建筑物

等，期末规模为2.93亿元，较上年下降5.58%；在建工程主要系污水处理工程二期及一期技改项目，期末规模为1.99亿元，较上年增长163.31%。

总体上看，公司资产以土地资产和其他应收款为主，流动性一般。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	58,793.71	7.09%	104,223.85	13.99%
应收账款	38,958.98	4.70%	9,821.85	1.32%
其他应收款	143,523.22	17.32%	75,372.22	10.12%
存货	528,122.82	63.72%	502,437.14	67.45%
流动资产合计	775,343.67	93.55%	701,009.57	94.10%
固定资产	29,303.52	3.54%	31,034.09	4.17%
在建工程	19,860.46	2.40%	7,542.48	1.01%
非流动资产合计	53,427.25	6.45%	43,940.04	5.90%
资产总计	828,770.93	100.00%	744,949.62	100.00%

资料来源：公司审计报告

盈利能力

公司收入规模保持稳定，受财务费用大幅增加影响，营业利润较上年大幅下滑；公司主营业务盈利能力较弱，对政府补贴的依赖性仍然较大

2014年，公司实现主营业务收入10.77亿元，与上年基本持平；同年，实现营业利润-995.10万元，较2013年下降125.71%，主要系财务费用增加所致。受公司债券发行和银行贷款规模扩大的影响，2014年公司财务费用支出1.74亿元，较上年增长43.15%。从毛利率水平看，2014年公司主营业务毛利率为21.05%，毛利水平保持稳定，主要系公司主要收入来源土地开发收入和公共建设项目的收入确认方式均为政府以项目成本加上一定比例的服务费用进行返还或回购所致。

由于公司主营业务具有一定公益性且项目资金支出需求较大，近年来公司获得政府在财政补贴上的持续支持。2014年公司获得政府补贴2.37亿元，较上年增长44.04%。

受政府补贴增加的影响，2014年公司实现净利润1.99亿元，较上年略有增加。总体上看，公司主营业务盈利能力较弱，利润对政府补贴的依赖性较大。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
主营业务收入	107,718.61	106,512.74

营业利润	-995.10	3,870.95
补贴收入	23,664.66	16,429.30
利润总额	20,516.41	20,027.47
主营业务毛利率	21.05%	21.12%
期间费用率	18.14%	13.56%
总资产回报率	4.55%	4.81%

资料来源：公司审计报告

现金流

公司通过自身经营活动获取现金流能力较弱，2014年经营活动现金流呈净流出状态；公司在建项目较多，未来面临的资金压力较大

2014年，公司经营活动现金净流出3.34亿元，流出规模较大，主要系公司拆借给部分单位的往来款大幅增加所致。公司目前在建项目投资规模持续增长，2014年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支出1.46亿元，和上年基本持平，公司本期收到政府有关污水二期二阶段工程的专项拨款1.15亿元，一定程度缓解了公司项目投资的资金压力。受取得借款减少和偿还债务增加的影响，公司筹资活动产生的现金流为负，当期资金支出主要源于公司自有资金。总体上看，公司通过自身经营活动获取现金流能力较弱；工程建设项目较多，投资活动现金流呈净流出状态；公司未来面临的资金压力较大。

表 10 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
销售商品、提供劳务收到的现金	81,278.19	99,887.42
收到的其他与经营活动有关的现金	44,598.79	17,912.16
经营活动现金流入小计	125,876.98	117,799.57
购买商品、接受劳务支付的现金	76,653.43	91,504.93
支付的其他与经营活动有关的现金	70,262.00	63,819.94
经营活动现金流出小计	159,236.82	158,716.57
经营活动产生的现金流量净额	-33,359.84	-40,917.00
投资活动产生的现金流量净额	-2,005.31	-22,840.12
筹资活动产生的现金流量净额	-10,064.99	143,287.66
现金及现金等价物净增加额	-45,430.14	79,530.54

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

2014年公司息有息负债规模进一步扩大，未来面临的债务偿还压力有所加重

2014年末，公司净资产规模达到49.25亿元，同比增长4.09%，主要系未分配利润增加所致，公司经营积累的持续扩大使得资本实力逐年增强。2014年末，公司负债规模达到33.62亿元，同比增加23.73%，增加部分以应付账款和长期应付款为主。2014年公司产权比较上年有所提高达到0.68，但权益对负债的保障仍处于较好水平。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014 年	2013 年
负债总额	336,241.00	271,755.63
所有者权益	492,529.92	473,193.98
负债与所有者权益比率	0.68	0.57

资料来源：公司审计报告

公司流动负债主要由其他应付款、应付账款、应付票据、一年内到期的非流动负债和短期借款构成。公司其他应付款主要为泰兴市滨江港口开发有限公司、中兴国投公司、新浦化学（泰兴）有限公司、泰兴市中泰国投资产经营有限公司以及江苏源丰建设有限公司的资金融通，2014年末公司其他应付款余额为7.64亿元，规模较大。公司应付账款主要为应付中核华泰建设有限公司、江苏金禾建设工程有限公司第六分公司以及江苏源丰建设有限公司等施工单位的项目工程款，2014年末公司应付账款余额为5.83亿元，较上年大幅增长78.46%，主要系本期石桥花园安置房建设等项目结算款增加所致。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2014年末，公司长期借款余额为3.12亿元，较上年增长75.58%；应付债券余额为8.00亿元，为上一年度发行的公司债券；长期应付款较上年大幅增长607.18%，主要为泰兴经济开发区财政分局提供的污水二期工程借款。截至2014年末，公司有息负债余额较上年末增加3.00亿元，至17.38亿元；有息负债占负债总额的比重为51.68%，公司有息债务规模较大且进一步扩大，未来面临的债务偿还压力有所加重。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	19,000.00	5.65%	23,300.00	8.57%
其他应付款	76,350.35	22.71%	78,772.98	28.99%
应付账款	58,341.55	17.35%	32,691.07	12.03%
应付票据	22,500.00	6.69%	14,700.00	5.41%
一年内到期的长期负债	17,388.18	5.17%	8,000.00	2.94%
流动负债合计	206,235.56	61.34%	170,971.75	62.91%
长期借款	31,201.81	9.28%	17,771.06	6.54%

应付债券	80,000.00	23.79%	80,000.00	29.44%
长期应付款	18,386.76	5.47%	2,600.00	0.96%
非流动负债合计	130,005.44	38.66%	100,783.88	37.09%
负债合计	336,241.00	100.00%	271,755.63	100.00%
其中：有息债务	173,784.74	51.68%	143,771.06	52.90%

资料来源：公司审计报告

根据公司有关债务偿还期限分布表显示，2015-2016年为公司有息债务偿还的高峰期，合计需偿还资金10.23亿元，公司短期内面临较大的债务集中偿付压力。

表 13 截至 204 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年及以后
有息债务	58,889.80	43,458.22	20,533.78	17,115.30	33,787.64

资料来源：公司提供

从偿债指标看，2014年公司负债水平尚可；流动比率、速动比率表现尚可，但考虑到公司流动资产中土地资产和其他应收款规模较大，资产流动性一般，短期偿债能力偏弱。2014年，公司有息债务规模进一步扩大，财务费用有所增加，EBITDA对利息的保障倍数有所下滑，但尚能起到一定保障作用。公司EBITDA对利息的保障程度也存在一定的波动性。公司工程建设项目较多，资金需求量较大，未来公司需拓展更多的融资渠道解决相关项目资金缺口，债务规模或将进一步上升。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2014 年	2013 年
资产负债率	40.57%	36.48%
流动比率	3.76	4.10
速动比率	1.20	1.16
EBITDA（万元）	45,578.06	33,784.34
EBITDA 利息保障倍数	1.92	2.79
有息债务/EBITDA	3.81	4.26

资料来源：公司审计报告

六、或有事项分析

截至2014年末，公司对外担保金额为4.32亿元，担保比率为8.77%。公司对外担保对象主要为当地民营企业 and 市政工程项目施工方，存在一定的或有负债风险。

表 15 截至 2014 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额
江苏泰丰化工有限公司	8,000

江苏源丰建设有限公司	13,500
泰兴市滨江港口开发有限公司	11,000
泰兴市滨江新农村建设发展有限公司	2,500
泰兴市天星洲开发投资有限公司	5,000
泰兴市永志电子器件有限公司	700
江苏金禾建设工程有限公司	2,500
合计	43,200

资料来源：公司审计报告

七、评级结论

跟踪期内，泰兴市经济保持持续增长，财政实力受土地出让收入大幅增长的影响，进一步增强；地方政府给予公司较大力度的持续支持，公司获得财政补贴较上年大幅增加；受泰兴市经济开发区建设力度增大的影响，公司主营收入大幅增加；泰兴市经济开发区尚有48平方公里未进行开发，未来公司土地开发整理业务规模较有保障。

同时，鹏元也关注到泰兴市财政收入较为依赖土地出让收入，地方财力易受土地一级市场波动的影响；公司收入主要来源于一级土地开发，经营效益易受土地一级市场波动的影响；公司建设项目均有赖于政府回购，收入易受地方财力影响；公司资产以土地资产和其他应收款为主，整体流动性一般；主营业务盈利能力较弱，对政府补贴的依赖性较大；公司在建项目资金需求较大，未来面临一定的投融资压力；2014年，公司有息负债规模进一步上升，未来面临的偿债压力加重；公司有一定规模的对外担保，存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为AA级，本期债券信用等级维持为AA级，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
货币资金	58,793.71	104,223.85	24,693.31
应收票据	38.00	37.55	-
应收账款	38,958.98	9,821.85	466.22
其他应收款	143,523.22	75,372.22	49,452.19
预付账款	3,799.13	9,116.96	1,646.19
存货	528,122.82	502,437.14	396,798.17
其他流动资产	2,107.81	-	-
流动资产合计	775,343.67	701,009.57	473,056.08
长期股权投资	1,107.49	1,933.19	2,107.49
固定资产	29,303.52	31,034.09	32,663.33
工程物资	-	49.63	49.63
在建工程	19,860.46	7,542.48	78,664.70
无形资产	2,141.50	2,194.93	305.52
长期待摊费用	1,014.29	1,185.71	-
非流动资产合计	53,427.25	43,940.04	113,790.67
资产总计	828,770.93	744,949.62	586,846.75
短期借款	19,000.00	23,300.00	13,500.00
应付票据	22,500.00	14,700.00	12,300.00
应付账款	58,341.55	32,691.07	24,246.12
预收账款	9.29	35.83	2.00
应交税金	11,205.87	12,606.19	7,215.42
其他应交款	414.68	515.24	304.39
其他应付款	76,350.35	78,772.98	93,791.90
预提费用	1,025.64	350.44	1,289.42
一年内到期的长期负债	17,388.18	8,000.00	7,100.00
流动负债合计	206,235.56	170,971.75	159,749.24
长期借款	31,201.81	17,771.06	26,472.95
应付债券	80,000.00	80,000.00	-
长期应付款	18,386.76	2,600.00	10,537.01
专项应付款	20.00	-	-
长期负债合计	129,608.57	100,371.06	37,009.95
递延税款贷项	396.88	412.82	-
负债合计	336,241.00	271,755.63	196,759.19
少数股东权益	2,659.02	2,749.65	2,510.02

实收资本	64,800.00	64,800.00	14,800.00
资本公积	346,276.75	346,716.37	332,519.19
盈余公积	7,959.84	5,952.70	4,025.84
未分配利润	70,834.32	52,975.26	36,232.52
归属于母公司所有者权益	489,870.90	470,444.33	387,577.54
所有者权益合计	492,529.92	473,193.98	390,087.56
负债和所有者权益总计	828,770.93	744,949.62	586,846.75

资料来源：公司审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
一、主营业务收入	107,718.61	106,512.74	84,227.08
减：主营业务成本	85,047.73	84,016.36	65,107.79
主营业务税金及附加	5,749.44	5,728.37	4,493.34
二、主营业务利润	16,921.44	16,768.01	14,625.95
加：其他业务利润	1,628.04	1,551.01	1,416.62
减：管理费用	2,117.04	2,273.70	2,028.30
财务费用	17,427.54	12,174.37	11,421.45
三、营业利润	-995.10	3,870.95	2,592.82
加：投资收益	329.19	-174.30	-
补贴收入	23,664.66	16,429.30	12,000.00
营业外收入	46.09	324.05	103.91
减：营业外支出	2,528.43	422.53	1,794.08
四、利润总额	20,516.41	20,027.47	12,902.65
减：所得税	600.99	1,118.23	138.73
少数股东收益	49.23	239.63	11.50
五、净利润	19,866.19	18,669.60	12,752.43

资料来源：公司审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
销售商品、提供劳务收到的现金	81,278.19	99,887.42	84,901.16
收到的其他与经营活动有关的现金	44,598.79	17,912.16	17,848.31
现金流入小计	125,876.98	117,799.57	102,749.47
购买商品、接受劳务支付的现金	76,653.43	91,504.93	51,599.08
支付给职工以及为职工支付的现金	1,095.09	846.32	536.04
支付的各项税款	11,226.31	2,545.38	8,310.44
支付的其他与经营活动有关的现金	70,262.00	63,819.94	33,217.28
现金流出小计	159,236.82	158,716.57	93,662.84
经营活动产生的现金流量净额	-33,359.84	-40,917.00	9,086.63
收回投资所收到的现金	1,000.00	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收到的现金净额	20.88	-	-
收到的其他与投资活动有关的现金	11,532.52	-	75.7
现金流入小计	12,553.40	-	75.7
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	14,558.71	15,369.35	29,031.12
投资所支付的现金	-	-	1,034.00
支付的其他与投资活动有关的现金	-	7,470.78	782.5
现金流出小计	14,558.71	22,840.12	30,847.62
投资活动产生的现金流量净额	-2,005.31	-22,840.12	-30,771.92
吸收投资所收到的现金	-	50,000.00	-
取得借款所收到的现金	48,994.83	103,339.23	70,600.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	11,000.00	25,673.59	52,375.94
现金流入小计	59,994.83	179,012.82	122,975.94
偿还债务所支付的现金	31,786.32	21,301.89	74,582.50
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	23,021.45	13,049.71	13,505.75
支付的其他与筹资活动有关的现金	15,252.06	1,373.56	80.69
现金流出小计	70,059.82	35,725.16	88,168.94
筹资活动产生的现金流量净额	-10,064.99	143,287.66	34,807.00
现金及现金等价物净增加额	-45,430.14	79,530.54	13,121.71

资料来源：公司审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
净利润	19,866.19	18,669.60	12,752.43
加：少数股东损益	49.23	239.63	11.5
计提的资产减值准备	15.86	8.46	9.98
固定资产折旧	1,311.32	1,614.26	1,359.02
无形资产摊销	53.43	31.88	8.53
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（减：收益）	1,232.37	32.47	-1.62
财务费用	25,686.41	12,259.35	14,081.18
投资损失（减：收益）	-329.19	174.30	-
递延税款贷项（减：借项）	-15.95	-11.23	-
存货的减少（减：增加）	-25,685.68	-9,003.93	9,327.90
经营性应收项目的减少（减：增加）	-96,347.38	-35,321.66	-6,955.68
经营性应付项目的增加（减：减少）	40,803.55	-29,610.13	-21,506.59
经营活动产生的现金流量净额	-33,359.84	-40,917.00	9,086.63
现金的期末余额	58,793.71	104,223.85	24,693.31
减：现金的期初余额	104,223.85	24,693.31	11,571.60
现金及现金等价物净增加额：	-45,430.14	79,530.54	13,121.71

资料来源：公司审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2014 年	2013 年	2012 年
有息债务（万元）	173,784.74	143,771.06	59,372.95
资产负债率	40.57%	36.48%	33.53%
流动比率	3.76	4.10	2.96
速动比率	1.20	1.16	0.48
主营业务毛利率	21.05%	21.12%	22.70%
总资产回报率	5.62%	4.83%	4.70%
EBITDA（万元）	45,578.06	33,784.34	26,783.89
EBITDA 利息保障倍数（万元）	1.92	2.79	2.14
有息债务/EBITDA	3.81	4.26	2.22

资料来源：公司审计报告

附录五 截至2014年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	主营业务
泰兴市滨江污水处理有限公司	3,544.60	100.00	污水处理
泰兴市创源建设有限公司	7,600.00	76.00	房地产开发、经营等

资料来源：公司审计报告

附录六 截至2014年12月31日公司土地资产情况（单位：万元、亩）

土地证编号	土地位置	土地面积	土地性质	土地用途	账面价值	是否抵押
泰国用（2009）第 442875 号	经济开发区通江路北侧、福泰路西侧	32.14	出让	商住	13,658.92	否
泰国用（2009）第 449314 号	滨江镇福泰路东侧	32.43	出让	综合（商住）	13,782.50	否
泰国用（2009）第 441829 号	滨江镇中港村	11.00	出让	综合（商住）	4,239.94	是
泰国用（2010）第 440533 号	开发区洋思港南侧	29.70	出让	综合（商住）	12,477.96	是
泰国用（2010）第 449313 号	滨江镇福泰路东侧、文化路北侧	53.85	出让	综合（商住）	24,596.62	否
泰国用（2010）第 443389 号	滨江镇福泰路西侧、丰产河北侧	19.93	出让	综合（商住）	9,101.55	否
泰国用（2010）第 342380 号	滨江镇天星村张坝组	22.17	出让	商住	10,343.57	否
泰国用（2010）第 3400174 号	滨江镇天星村朱仙组	11.02	出让	商住	4,564.74	否
泰国用（2010）第 445351 号	滨江镇国庆西路南侧	11.16	出让	商住	5,150.76	否
泰国用（2010）第 441831 号	福泰路东、大庆西路南	18.81	出让	商住	8,574.17	否
泰国用（2011）第 349311 号	泰兴镇大生村前祝、王庄、大一组、三联村跃进组	55.24	出让	商住	26,717.42	否
泰国用（2012）第 011 号	滨江镇泰常公路东侧	27.02	出让	商住	13,175.51	否
泰国用（2012）第 012 号	滨江镇企业集中办公区西侧	15.57	出让	商住	7,523.43	否
泰国用（2012）第 013 号	滨江镇蔡桥村	27.00	出让	商住	13,318.20	否
泰国用（2012）第 014 号	滨江镇福泰路东侧	22.63	出让	商住	10,938.74	否
泰国用（2011）第 442415 号	滨沭镇五杨村复兴组、联张组	34.06	出让	商住	16,386.38	是
泰国用（2011）第 441835 号	滨江镇福泰路东侧、疏港路北侧	76.51	出让	商住	36,994.65	是
合计	-	500.24	-	-	231,545.06	-

资料来源：公司提供

附录七 主要财务指标计算公式（或按旧会计准则相应替换公式）

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录八 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。