

泰州市海陵资产经营有限公司

2015 年公司债券信用评级报告



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。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。



报告编号:

鹏信评【2015】第 Z【219】
号 02

分析师

姓名:
秦风明 赵婷

电话:
021-51035670

邮箱:
qinfm@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

泰州市海陵资产经营有限公司 2015 年公司债券 信用评级报告

本期债券信用等级: AA+

发行规模: 12 亿元

债券期限: 7 年

评级日期: 2015 年 12 月 01 日

发行主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

增信方式: 保证担保

担保主体: 泰州市城市建设投资集团
有限公司

债券偿还方式: 每年付息一次, 分次还本, 同时设置本金提前偿还条款, 分别于本期债券的
第 3 至第 7 个计息年度末偿还本期债券发行总额的 20%。

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对泰州市海陵资产经营有限公司(以下简称“海陵资产”或“公司”)本次拟发行总额 12 亿元公司债券(以下简称“本期债券”)的评级结果为 AA+, 该级别反映了本期债券安全性很高, 违约风险很低。该等级的评定考虑到泰州市海陵区经济实力稳步增长, 公司业务发展良好, 且得到了当地政府的大力支持, 泰州市城市建设投资集团有限公司(以下简称“泰州城建”)提供的保证担保有效提升了本期债券安全性; 同时我们关注到海陵区地方财政受土地出让收入变动影响较大, 公司主业盈利能力一般, 利润对政府补贴依赖性较大, 在建安置房项目资金缺口较大, 面临一定资金压力, 有息债务规模增长较快, 对外担保金额规模较大等不利因素。

正面:

- 区域经济稳步增长。海陵区作为泰州市主城区和核心区域, 经济保持稳步增长, 2014 年海陵区完成地区生产总值为 430.56 亿元, 占泰州市地区生产总值的 12.77%; 2012-2014 年 GDP 同比增长率分别为 12.5%、11.5%和 9.2%。
- 公司业务发展良好, 经营保持稳定。公司是海陵区重要的市政项目投融资与建设主体之一, 主要从事海陵区的基础设施建设、土地整理开发和安置房建设等业务, 2012-2014 年, 公司实现主营业务收入分别为 7.43 亿元、8.38 亿元和 8.33 亿元, 年均复合增长率为 5.93%。

- **地方政府支持力度较大。**2012-2014 年，公司分别获得当地政府财政补贴 1.00 亿元、0.94 亿元和 1.08 亿元。海陵区政府还通过向公司注资、拨付土地出让金等形式向公司提供支持。
- **公司土地资产规模较大。**公司土地资产规模较大，2014 年末公司拥有土地使用权面积为 175.92 万平方米，账面价值 62.13 亿元人民币，增强了公司的融资弹性。
- **保证担保增加了本期债券安全性。**由泰州市城市建设投资集团有限公司为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券本息偿付提供了进一步的保障。

关注：

- **地方财政受土地出让收入变动影响较大。**海陵区政府性基金收入主要以土地出让收入为主，易受当地房地产市场波动影响，政府性基金收入是否持续增长存在不确定性。
- **在建工程资金缺口较大。**截至 2014 年 6 月底公司在建项目总投资 51.48 亿元，已投资 13.06 亿元，尚需投资 38.42 亿元，资金缺口较大，面临一定资金压力。
- **公司盈利对政府补贴依赖性较大。**公司主营业务盈利能力一般，利润对财政补贴有较大依赖，2012-2014 年政府补贴收入占公司利润总额的比重分别为 36.15%、46.49% 和 60.17%
- **有息负债规模增长较快。**截至 2014 年底，公司有息负债规模为 73.57 亿元，2012-2014 年有息债务年均复合增长率为 27.81%，有息负债规模增长较快，面临较大还本付息压力。
- **公司对外担保金额较大。**截至 2014 年底，公司对外担保余额为 88.97 亿元人民币，另外子公司海诚担保公司为中小企业提供贷款担保涉及金额为 19.18 亿元，公司对外担保规模较大，面临较大或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	2,706,424.47	2,355,058.02	2,002,113.40
所有者权益合计（万元）	870,438.47	852,469.54	834,981.79
有息债务（万元）	735,667.76	575,592.91	430,060.99
资产负债率	67.84%	63.80%	58.29%
流动比率	1.90	1.97	2.09
速动比率	0.78	0.84	0.78
主营业务收入（万元）	83,317.92	83,810.05	74,253.68

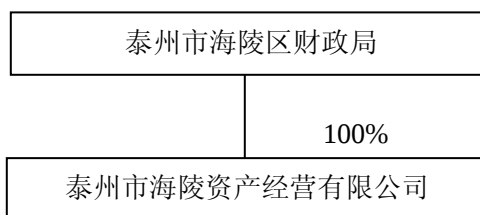
营业利润（万元）	4,666.10	10,620.94	18,861.45
投资收益（万元）	3,915.41	9.79	-469.84
补贴收入（万元）	10,782.50	9,421.00	10,000.00
利润总额（万元）	17,920.58	20,219.28	27,659.05
主营业务毛利率	24.01%	30.05%	47.95%
总资产回报率	1.08%	1.36%	-
EBITDA（万元）	28,832.33	31,425.59	36,988.29
EBITDA 利息保障倍数	0.63	0.86	1.12
经营活动净现金流净额（万元）	-199,104.64	-69,129.68	-30,062.47

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于 2006 年 4 月，是经泰州市人民政府【2006】第 5 号文件《市区规划建设管理工作第二十四次联席会议纪要》及泰州市海陵区人民政府【2006】第 4 号文件《关于组建泰州市海陵资产经营有限公司的会议纪要》成立的有限责任公司，初始注册资本为 10,000 万元，由泰州市海陵区住房制度改革办公室和泰州市路灯管理处共同出资组建，出资比例分别为 90%和 10%。后经过多次增资和股权变更，截至 2014 年底，公司注册资本及实收资本达到 107,209.58 万元，实际控制人为泰州市海陵区财政局，持有公司 100%的股权，公司的产权及控制关系如图 1 所示。

图1 截至2014年12月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司是泰州市海陵区的投融资和城市基础设施建设主体，主要从事土地开发整理、动迁房及城市基础设施项目的投融资和建设。截至 2014 年 12 月 31 日，纳入公司合并范围的一级子公司有 6 家，基本情况如表 1 所示。

表1 截至 2014 年末纳入公司合并范围的子公司基本情况（单位：万元）

子公司	简称	注册资本	表决权比例	经营范围
泰州市鑫海投资有限公司	鑫海投资	60,080.00	100%	资产经营投资，科技研究，科技信息咨询，厂房租赁
泰州市海润国有资产经营有限公司	海润国资	25,000.00	100%	国有资产经营、管理、转让、投资，企业托管，资产重组，实物租赁，摊位出租，农副产品批发兼零售，建材批发，经批准的其他业务
泰州市海陵房产开发公司	海陵房产	10,123.74	100%	房地产开发，兼营城市基础设施建设、资产经营
泰州市海发建设投资有限公司	海发建设	30,720.00	100%	房屋建筑工程施工总承包、销售建筑材料、建筑五金、装潢材料、水暖器材
泰州市海诚担保有限公司 ¹	海诚担保	20,100.00	35.57%	为中小企业提供贷款担保，信息咨询服务，对外投资

¹公司直接持有泰州市海诚担保有限公司股权 35.57%，为第一大股东，实际控制泰州市海诚担保有限公司。

泰州市海阳给排水管理有限公司	海洋给排水	1,000.00	100%	自来水管网投资管理、污水管网投资管理、污水收集排放、污水管网设施维护
----------------	-------	----------	------	------------------------------------

资料来源：公司提供

截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产总额为 270.64 亿元，所有者权益合计为 87.04 亿元，资产负债率为 67.84%；2014 年度，公司实现主营业务收入 8.33 亿元，补贴收入 1.08 亿元，利润总额 1.79 亿元，经营活动现金净流出 19.91 亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2015年泰州市海陵资产经营有限公司公司债券；

发行总额：人民币12亿元；

债券期限：7 年期；

债券利率：本期债券采用固定利率形式，采用单利按年计息，不计复利；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，分次还本，同时设置本金提前偿还条款，分别于本期债券的第 3 至第 7 个计息年度末偿还本期债券发行总额的 20%。债券存续期后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额为 12 亿元，资金投向明细如下。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例	项目批文
泰州市韵梅苑工程项目	83,286.00	37,000.00	44.43%	泰环计[2011]9 号 泰海发改核〔2011〕20 号 泰海国土资函[2011]2 号
泰州市朝晖锦苑工程项目	98,350.00	48,000.00	48.81%	泰环计[2011]38 号 泰海发改发〔2011〕111 号 泰海国土资函[2011]5 号
泰州市智堡安置区三期工程项目	78,000.00	35,000.00	44.87%	泰环海（审）[2013]3 号 泰海发改发〔2013〕30 号 泰海国土资函[2012]15 号
合计	259,636.00	120,000.00	46.22%	-

资料来源：公司提供

1、泰州市韵梅苑工程项目

泰州市韵梅苑工程项目总建筑面积 233,169.92 平方米，其中：住宅面积 153,011.09 平方米，配套公建及辅助设施面积 6,634.14 平方米，建筑容积率 1.348，建筑密度 19.2%，绿

地率 38.75%。项目投资估算总额为 83,286.00 万元，拟使用本期债券募集资金 37,000.00 万元，占项目总投资的 44.43%。

该项目于 2012 年 4 月开工建设，拟建住宅楼 31 栋。截至 2015 年 6 月 30 日，完成投资 34,860 万元，工程施工已完成 42%，16 栋住宅楼已经封顶，其它住宅楼土建工程均已开工。

2、泰州市朝晖锦苑工程项目

泰州市朝晖锦苑工程项目总建筑面积 254,138 平方米，其中：住宅面积 172,234 平方米，配套公建、辅助设施及市政公建总面积 14,599 平方米，建筑容积率 1.56，建筑密度 18.5%，绿地率 42%。项目投资估算总额为 98,350.00 万元，拟使用本期债券募集资金 48,000.00 万元，占项目总投资的 48.81%。

该项目于 2012 年 3 月开工建设，拟建高层及小高层住宅楼共 30 栋。截至 2015 年 6 月 30 日，完成投资 56,840 万元，工程施工已完成 58%。

3、泰州市智堡安置区三期工程项目

泰州市智堡安置区三期工程项目总建筑面积 199,312.3 平方米，其中：住宅面积 147,660 平方米，配套公建面积 2,467 平方米，建筑容积率 2.94，建筑密度 20%，绿地率 35%。项目投资估算总额为 78,000.00 万元，拟使用本期债券募集资金 35,000.00 万元，占项目总投资的 46.22%。

该项目已于 2013 年 1 月开工建设，拟建高层住宅楼 12 栋。截至 2015 年 6 月 30 日，完成投资 17,160 万元，工程施工已完成 22%，正在进行基础施工。

四、区域经济

泰州市经济保持平稳较快增长，主导产业及新兴产业对泰州市经济发展的带动作用明显

2012-2014 年，泰州市经济保持较快增长，地区生产总值年均复合增长率为 11.70%。三次产业发展方面，2014 年，第一产业增加值 217.08 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 1,728.64 亿元，增长 10.5%；第三产业增加值 1,425.17 亿元，增长 12.3%。泰州市三次产业结构从 2012 年的 7.1:53.1:39.8 调整为 2014 年的 6.4:51.3:42.3，以服务业为主的第三产业对经济增长的拉动作用进一步增强。

表3 2012-2014 年泰州市主要经济指标及同比变化情况

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率

地区生产总值（亿元）	3,370.89	10.8%	3,006.91	11.8%	2,701.67	12.5%
第一产业增加值（亿元）	217.08	3.3%	205.96	3.1%	191.75	4.4%
第二产业增加值（亿元）	1,728.64	10.5%	1,574.00	12.1%	1,434.53	13.1%
第三产业增加值（亿元）	1,425.17	12.3%	1,226.95	12.7%	1,075.39	13.0%
固定资产投资（亿元）	2,200.19	21.3%	1,764.17	21.0%	1,454.59	21.5%
社会消费品零售总额（亿元）	937.17	12.0%	837.12	13.5%	737.6	14.3%
进出口总额（亿美元）	108.9	4.3%	104.42	0.7%	103.7	-6.5%
存款余额（亿元）	3,955.84	11.61%	3,544.42	16.88%	3,032.60	16.96%
贷款余额（亿元）	2,751.51	17.37%	2,344.27	16.75%	2,008.00	16.38%

资料来源：泰州市2012-2014年国民经济和社会发展统计公报

在重点产业方面，依据《2014 年泰州市国民经济和社会发展统计公报》，全市规模以上工业企业累计实现主营业务收入 9,331.76 亿元，同比增长 15.1%；实现利润 716.79 亿元，同比增长 21.4%；实现利税 1,210.97 亿元，同比增长 20.9%。新兴产业效益显著改善，分别实现利税 487.62 亿元、利润 291.89 亿元，分别增长 27.2%、26.6%。

全年规模以上工业增加值 2,169.70 亿元，增长 11.5%，比上年回落 1.3 个百分点；规模以上工业总产值 9,709.60 亿元，增长 14.7%。分轻重工业看，轻工业产值 2,637.79 亿元，增长 15.8%；重工业产值 7,071.82 亿元，增长 14.3%。分经济类型看，国有、集体、股份制、外商和港澳台投资企业分别完成产值 139.67 亿元、120.35 亿元、6528.28 亿元、2401.47 亿元，分别增长-15.0%、18.9%、17.3%、9.8%。分企业规模看，大型、中型、小型企业分别完成产值 2,795.44 亿元、1,792.69 亿元、5,101.15 亿元，分别增长 7.1%、12.3%、20.8%。分重点行业看，计算机通信设备、化工、金属制品行业分别实现产值 389.15、1,125.50、947.36 亿元，分别增长 28.2%、26.0%、20.1%；专用设备、机械、医药行业分别实现产值 526.38、599.05、668.60 亿元，分别增长 15.9%、15.7%、15.6%；农副食品、船舶、电气行业分别实现产值 643.24、940.54、1,268.25 亿元，分别增长 12.6%、10.7%、9.5%；钢铁行业实现产值 495.43 亿元，下降 1.1%。

海陵区作为泰州市的主城区和核心区域，经济保持平稳增长

在泰州市下属各主要区县中，海陵区经济总量相对靠后，2014 年海陵区完成地区生产总值为 430.56 亿元，占泰州市地区生产总值的 12.77%；2012-2014 年 GDP 复合增长率为 8.60%。

表4 2012-2014 年泰州市下属各区、县 GDP 及增长速度（单位：亿元）

各区、县	2014 年		2013 年		2012 年	
	GDP	增长率	GDP	增长率	GDP	增长率
靖江市	666.19	10.2 %	670.43	11.8%	600.85	11.48%
泰兴市	675.84	11.9%	610.61	11.9%	543.55	12.80%
兴化市	624.83	11.0%	575.84	11.6%	512.36	12.30%

姜堰市	488.52	11.1%	452.89	11.6%	405.86	12.09%
海陵区	430.56	9.2%	408.08	11.5%	365.07	12.50%
高港区	338.88	12.0%	300.16	12.83%	266.04	13.10%

资料来源：公开资料，鹏元整理

海陵区作为泰州市的主城区和核心区域，经济发展速度较快，但增速逐年下滑。2012-2014 年，海陵区地区生产总值分别为 365.07 亿元、408.08 亿元和 430.56 亿元，2012-2014 年 GDP 同比增长率分别为 12.5%、11.5%和 9.2%。其中，第二、三产业较 2012 年增长 12.37%和 24.57%，增长较快。2014 年海陵区第三产业增加值占 GDP 比重达 48.42%，较 2012 年提高了 2.58 个百分点，产业结构有所优化。

表5 2012-2014 年海陵区主要经济指标及同比变化情况

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	430.56	9.2%	408.08	11.5%	365.07	12.5%
第一产业增加值（亿元）	7.08	3.1%	6.78	2.8%	6.38	4.0%
第二产业增加值（亿元）	215.00	7.7%	210.08	11.1%	191.33	12.5%
第三产业增加值（亿元）	208.48	11.4%	191.22	12.4%	167.36	12.7%
固定资产投资（亿元）	194.26	-12.8%	222.75	16.0%	209.31	22.1%
社会消费品零售总额（亿元）	205.26	10.4%	185.88	12.7%	164.95	13.1%
进出口总额（亿美元）	14.87	1.6%	14.63	6.9%	8.53	-9.0%

资料来源：泰州市海陵区政府信息公开网

五、财政实力

泰州市地方综合财力增长较快，其中土地出让收入受房地产市场影响较大，近三年波动较大

2012-2014 年泰州市全口径地方综合财力分别为 505.23 亿元、656.21 亿元和 789.14 亿元，年均复合增长率为 24.98%，主要系以国有土地使用权出让金收入为主的政府性基金收入规模增长较快导致。泰州市 2014 年本级地方综合财力为 374.29 亿元，占当年全口径地方综合财力的 47.43%，主要由公共财政预算收入和政府性基金收入构成。2014 年泰州市本级公共财政预算收入为 141.88 亿元，同比增长 37.53%，增长平稳，其中税收收入占比为 79.86%，公共财政预算收入的质量和持续性尚可；政府性基金收入是政府可支配财力的重要组成部分，但受房地产市场的波动影响较大，近三年存在较大的波动，2014 年海陵区本级政府性基金收入为 196.87 亿元，同比增长 23.58%，带动当年综合财力快速增加，但土地出让收入规模波动较大。此外，上级补助收入是泰州市财力的重要补充，近三年规模变动不大。

表6 2012-2014 年泰州市全口径和市本级地方综合财力情况（单位：亿元）

项目	2014年		2013年		2012年	
	泰州市全口径	泰州市本级	泰州市全口径	泰州市本级	泰州市全口径	泰州市本级
公共财政预算收入	283.00	141.88	259.26	103.16	223.62	94.00
其中：税收收入	230.6	113.3	214.15	84.53	179.73	75.34
非税收入	52.4	28.58	45.11	18.63	43.89	18.66
上级补助收入	115.57	40.87	97.87	26.29	93.61	26.15
其中：税收返还收入	23.82	10.99	20.17	7.81	19.59	8.77
一般性转移支付收入	31.05	10.42	25.05	5.74	23.37	5.15
专项转移支付收入	60.70	19.46	52.65	12.74	50.65	12.23
政府性基金收入	354.34	196.87	266.57	159.30	157.90	75.22
其中：国有土地使用权出让金收入	307.71	175.88	190.66	117.78	142.21	42.46
预算外财政专户收入	36.23	13.23	32.51	10.29	30.10	7.20
地方综合财力	789.14	374.29	656.21	299.04	505.23	202.57

注：地方综合财力=公共财政预算收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外财政专户收入

资料来源：公司提供

受政府性基金收入下降影响，海陵区财政收入有所下降

2012-2014 年海陵区全区财政总收入分别为 75.61 亿元、74.21 亿元和 66.36 亿元，增长率分别为 0.56%、-1.80%和-10.57%。其财政总收入位居泰州市第三位，但近年受政府性基金收入下降影响，海陵区财政收入有所下降。

表7 2012-2014 年泰州市下属各区、县财政收入及增长速度（单位：亿元）

各市、地区	2014 年		2013 年		2012 年	
	财政总收入	增长率	财政总收入	增长率	财政总收入	增长率
靖江市	104.81	-4.15%	128.80	0.14%	128.63	3.08%
泰兴市	185.48	56.13%	118.80	16.00%	102.41	14.85%
海陵区	66.36	-10.57%	74.21	-1.80%	75.61	0.56%
兴化市	73.84	4.49%	70.67	2.71%	68.81	3.38%
姜堰区	60.65	-2.38%	62.13	-3.31%	64.26	-3.71%
高港区	70.54	0.21%	70.39	16.71%	60.31	23.84%

资料来源：公司提供，鹏元整理

海陵区近年财政收入主要来源为公共预算收入、上级补助收入和政府性基金收入。从财政收入结构来看，公共财政预算收入是海陵区地方财力的主要来源，2012-2014 年海陵区公共财政预算收入分别为 33.51 亿元、34.01 亿元和 36.05 亿元，年均复合增长率为 3.72%。其中税收收入的占比近三年均在 90%左右，公共财政预算收入的质量较好，可持续性较强。政府性基金收入是海陵区可支配财力的重要组成部分，主要为土地使用权出让金收入，

2012-2014 年海陵区国有土地使用权出让金收入分别为 11.31 亿元、11.68 亿元和 4.81 亿元，其中 2014 年海陵区土地使用权出让金大幅减少，使得政府性基金收入减少幅度较大，受土地一级市场波动影响，未来海陵区政府性基金收入存在较大不确定性。此外，海陵区近年得到上级部门的支持力度较大，近三年上级补助收入维持在 8.00 亿元左右，在一定程度上增强了可支配财力。

表8 2012-2014 年海陵区财政收入情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
（一）公共财政预算收入	36.05	34.01	33.51
其中：税收收入	31.62	31.46	30.54
非税收入	4.43	2.55	2.98
（二）上级补助收入	8.04	7.81	7.83
其中：税收返还收入	4.12	4.13	4.21
一般性转移支付收入	1.53	1.06	0.82
专项转移支付收入	2.39	2.62	2.81
（三）政府性基金收入	5.74	12.66	12.17
其中：国有土地使用权出让金收入	4.81	11.68	11.31
（四）预算外财政专户收入	0.09	0.09	0.07
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	49.92	54.57	53.58

资料来源：海陵区财政局

从财政支出结构来看，海陵区财政支出主要包括公共财政预算支出和政府性基金支出。2012-2014 年海陵区财政公共预算支出分别为 20.63 亿元、22.11 亿元和 23.28 亿元，年均复合增长率为 6.25%，政府性基金支出波动较大，2014 年海陵区政府性基金支出仅为 5.39 亿元。由于受政府基金支出波动影响，海陵区财政支出规模出现一定的波动。从财政平衡情况来看，近三年公共财政预算收入对公共财政预算支出的覆盖程度较高。

综合来看，受国有土地使用权出让金收入大幅下滑影响，海陵区地方综合财力有所下降。

表9 2012-2014 年海陵区财政支出情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
财政支出	28.76	34.87	32.51
公共财政预算支出	23.28	22.11	20.63
政府性基金支出	5.39	12.68	11.82
预算外支出	28.76	34.87	32.51
公共财政收入/公共财政支出	1.25	0.98	1.03

资料来源：海陵区财政局

六、经营与竞争

作为海陵区城市投融资和建设主体，公司履行海陵区保障性住房和安居工程建设、城市基础设施建设、资本经营以及土地一级开发等多项职能。2012-2014 年公司实现主营业务收入 74,253.68 万元、83,810.05 万元和 83,317.92 万元。公司近三年收入结构有所调整，土地出让金返还收入占公司收入比例逐年提高，2012-2014 年分别为 55.40%、89.93%和 90.97%。2014 年受安置房销售毛利率大幅下降影响，公司主营业务毛利率有所下降。公司 2012-2014 年主营业务收入构成和毛利率情况如下表所示。

表10 2012-2014 年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元）

业务板块	2014 年		2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地出让金返还收入	75,793.44	24.48%	75,368.18	27.23%	41,135.61	58.67%
资产转让收入 ²	-	-	-	-	24,664.67	28.44%
担保费收入	2,990.98	100.00%	3,603.37	100.00%	3,760.52	100.00%
建筑收入	-	-	-	-	44.39	1.80%
安置房销售收入	4,243.94	-42.55%	3,105.64	6.19%	4,174.55	6.81%
租赁收入	288.34	100.00%	1,653.72	51.99%	462.29	100.00%
物业管理费收入	1.22	-1642.58%	79.14	11.15%	11.65	-436.01%
主营业务收入合计	83,317.92	24.01%	83,810.05	30.05%	74,253.68	47.95%

资料来源：公司2012-2014年审计报告

公司土地出让金返还收入增长较快，是公司主要收入来源；公司土地整理规模较大，为后续收入提供了一定的保障

在海陵区政府鼓励和扶持下，公司土地整理开发业务发展迅速，土地出让金返还收入增长较快，2012-2014 分别为 4.11 亿元、7.54 亿元和 7.58 亿元。公司土地整理开发业务主要包括海陵区老城区改造涉及的拆迁、破产企业拆迁以及按照区政府规划征用的部分集体土地。公司未与政府签订具体的土地出让金返还协议并确定返还比例，每年根据财政局出具的土地出让净收益分配决算单确认收入，而成本主要根据相关地块的实际支出确认，由于出让地块的地理位置不同导致的出让单价差别较大，同时各地块的拆迁难度不同导致拆迁成本相差较大，因此各年度毛利率有所波动。

截至 2014 年末，公司账面已整理待出让的地块主要包括原化肥厂地块(水厂路南侧、老通扬河北侧)、三森二期地块、民兴中学东侧地块、商机厂安置区地块和金吉泰地块，整理成本为 20,963.32 万元；正在整理的地块包括东风北路地块、东方花园安置区地块、鼓楼北路地块和江州北路等地块，截止 2014 年底公司土地整理成本约为 48.80 亿元，未来随

²公司 2012 年的资产转让收入是由子公司海润国资所实现的。海润国资成立于 2001 年，主要负责对国有企业的资产重组、国有资产的收储、经营管理和转让投资等，2012 年海润国资转卖了泰山商场，实现了转让收入 24,664.67 万元，2013-2014 年无资产转让收入。

着这些地块的逐步出让，公司将获得较多土地出让金返还收入，但收入规模对政府返还依赖性较大，同时土地出让进度受海陵区政府土地出让规划和房地产市场景气度影响较大。

表11 截至 2014 年末公司部分土地整理成本情况（单位：万元）

项目	宗地位置/地块名称	整理成本
已整理待出让地块	原化肥厂地块(水厂路南侧、老通扬运河北侧)	9,118.38
	三森二期地块（森园路南侧、江洲北路东侧）	1,342.39
	民兴中学东侧地块（海姜大道南侧、京泰路东侧）	6,537.30
	商机厂安置区地块（海阳东路北侧、智堡路西侧）	280.79
	金吉泰地块（东风路西侧、运河路北侧）	3,684.45
	小计	20,963.32
正在整理的地块	东风北路地块、东方花园安置区地块、鼓楼北路地块、江州北路米厂周边地块、森园路地块等	487,960.87

资料来源：公司提供

公司建成交付安置房较少，近年收入规模不大，受前期成本转回影响，2014 年安置房毛利率大幅下降

为了配合土地拆迁任务的开展，公司承担了对动迁居民安置房的建设，该业务的运作模式是公司按照海陵区政府统一规划投入保障房项目建设资金，项目完工后按照安置房不同类型由海陵区政府负责回购或由公司按照海陵区政府或泰州市人民政府限定的价格和对象出售、出租，形成公司的保障性住房业务收入。2012-2014 年因建成交付的安置房较少，因此收入规模较小，2012-2014 年公司安置房销售收入分别为 0.42 亿元、0.31 亿元和 0.42 亿元。截至 2014 年末，公司在建安置房总可供销售面积为 66.92 万平方米，剩余可供销售面积为 25.24 万平方米，对应账面成本余额为 11.99 亿元。随着上述安置房的完工交付，后续收入较有保障。

表12 截至 2014 年末公司主要在售房产项目情况（单位：平方米、万元）

项目	总计可销售面积	总成本	剩余可销售面积	账面成本余额
鲍坝安置区（东苑公寓）	55,705.91	12,384.53	723.46	4,320.18
三森安置区	99,907.62	23,648.44	9,033.47	14,164.63
兴业五期（紫竹园）	58,668.49	9,439.67	4,633.29	6,665.71
智堡安置区	29,617.64	7,198.08	10,057.02	1,584.18
智堡安置区（二期）	35,889.65	10,446.40	3,384.06	695.50
紫竹园（扩建）	40,286.04	5,276.25	3,338.41	2,478.79
梅苑公寓（鲍坝二期）	42,234.15	7,086.74	1,550.85	260.22
兴业紫竹园二期	83,218.14	12,554.76	4,291.11	647.38
海曙颐园	223,652.86	92,525.76	215,370.57	89,099.34

合计	669,180.50	180,560.64	252,382.24	119,915.92
----	------------	------------	------------	------------

资料来源：公司提供

公司在建工程较多，尚需投入大量资金，面临较大的资金压力

公司目前在建工程主要系本期债券募投项目和部分基础设施建设。其中募投项目为安置房项目，智堡三期、韵梅苑二期和朝晖锦苑安置房项目，总投资为25.96亿元，截至2015年6月30日已投资10.89亿元，尚需投资15.07亿元，除此之外，公司还承担了鼓楼路北延工程、森园路贯通项目和西北片区建设项目，项目总投资25.52亿元，已投资2.17亿元，后期尚需投资23.35亿元，整体来看，公司在建项目资金缺口较大，存在较大资金压力。

表13 截至2015年6月30日公司主要在建工程项目情况表（单位：万元）

项目名称	开工日期	计划完工日期	总投资	已投资	是否回购
智堡三期	2013.1	2016.6	78,000	17,160	否
韵梅苑二期	2012.4	2016.6	83,286	34,860	否
朝晖锦苑	2012.3	2016.8	98,350	56,840	否
鼓楼路北延工程	2014.9	2015.12	49,053.69	14,700.00	否
森园路贯通工程	2014.11	2016.01	35,000.00	7,000.00	否
西北片区项目	2015.6	2017.05	171,104.34	-	否
合计			514,794.03	130,560.00	

资料来源：公司提供

公司担保业务规模不大，对公司收入提供一定补充

担保业务方面，子公司泰州市海诚担保有限公司主要从事中小企业融资担保服务，海诚担保注册资本20,100.00万元，近年来担保费收入年均规模在3,000万元左右，由于核算的是净收入，公司担保业务毛利率为100%，有效提升了公司的主营业务毛利率水平。截至2014年末，海诚担保对外担保规模为19.78亿元（详见附录五），担保费率一般在1.5-2%之间，被担保对象均需提供个人资产、房产抵押等反担保措施。公司担保业务规模相对不大，为公司收入提供一定的补充。

泰州市海陵区政府给予公司较大支持，公司整体资本实力得以提升

作为海陵区主要的投融资平台和基础设施建设主体，公司得到了当地政府有力的支持，主要体现在资产注入和财政补贴等方面。

为了增强公司的资本实力和偿债能力，海陵区政府对公司多次增资，并向公司划拨了大量的经营性资产和土地资产。2007年，根据泰州市海陵区人民政府文件泰海政发【2007】188号，海陵区政府将泰州市鑫海投资有限公司、泰州市海润国有资产经营有限公司、泰州市海陵房产开发公司、泰州市海诚担保有限公司的股权划转至公司，增加公司资本公积9.39

亿元；2011年，根据泰州市海陵区财政局文件泰海财企【2011】3号文件，海陵区财政局对公司增资2亿元；2012年，根据海政复【2012】44号文件，海陵区政府注入国有土地使用权增加公司资本公积25.31亿元；2014年，根据《区政府关于增加泰州市海陵资产经营有限公司投资的批复》泰海政复【2014】28号文件，海陵区政府以货币方式增加公司注册资本4.3亿元，货币资金和各项资产的注入使得公司的资产规模和整体资本实力显著增强。

财政补贴方面，公司得到了当地政府的大力支持，2012-2014年公司获得财政补贴分别为1亿元、0.94亿元和1.08亿元，补贴收入对公司利润贡献较大。

整体来看，泰州市海陵区政府对公司各方面的支持力度较大，使得公司的资本实力大幅提升，可持续发展能力较强。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012-2014 年审计报告，报告均采用旧会计准则编制。

2012 年 8 月，公司对泰州市海业房屋中介有限公司（以下简称“海业中介”）进行了清算，海业中介纳入公司合并报表范围的期间为 2012 年 1-8 月。2013 年初，鑫海投资将持有的泰州市鑫园置业有限公司（以下简称“鑫园置业”）的全部股权转让，不再纳入公司合并范围；2013 年 5 月，海润国资出资 100 万元设立泰州市海润影剧院有限公司，公司将其纳入合并财务报表范围，2014 年子公司鑫海投资公司将其持有的鑫海物业管理服务有限公司（以下简称“鑫海物业”）全部股权出让给鑫园置业，鑫海物业自 2014 年 7 月起不再纳入合并报表范围。除此之外，报告期内合并财务报表范围没有发生其他变动。

资产构成与质量

近年公司资产规模增长较快，但以土地资产为主，资产流动性一般，集中变现易受外部环境的影响

近年公司资产规模增长较快，2012-2014 年均复合增长率为 16.44%。从资产结构来看，公司资产集中于流动资产，近三年占总资产的比重均在 95%左右，主要分布在货币资金、应收账款、其他应收款、预付账款和存货。截至 2014 年末，公司货币资金余额为 29.03 亿元，其中使用受限的其他货币资金为 17.38 亿元，包括银行承兑汇票保证金 7.41 亿元和对

外提供质押的定期存单 9.96 亿元；公司应收账款主要由两部分构成，一部分是早期结转的应收代建收入，另一部分是应收土地出让金收入，账龄在 1 年以内占比 59.21%，1 至 2 年占比 5.76%，2 至 3 年占比 16.84%，三年以上占比 18.19%，账龄偏长，前五大应收对象为泰州市海陵工业园区国有资产运营中心、泰州市海陵区财政局、泰州市海陵区京泰路街道城乡工作服务中心、泰州明昕微电子有限公司和泰州市金鹰房地产开发有限公司，公司应收账款账龄较长，未来回收具有一定的不确定性。截至 2014 年末，公司的预付账款为 24.78 亿元，主要系尚未结算的工程款及拆迁款，因工程尚未完工，尚未最终结算，待相关工程完工结算后予以结转，账龄在 1 年以内占比 43.52%。公司的其他应收款账面价值为 19.03 亿元，主要系往来款，其中前五名欠款对象分别为泰州市通海建设工程有限公司、泰州市房产管理处、泰州市海陵区城西街道危旧房指挥部、泰州市新能源产业园区管理委员会和泰州市海阳投资有限公司，合计占其他应收款的 42.62%；从账龄来看，1 年以内的占比 57.90%，1-2 年的占比 29.55%，其余占比在 2 年以上。总体来看，公司的资金调配受海陵区政府统筹资金管理的影响，相关单位对公司资金形成一定占用，资金的回收时间存在一定的不确定性。

表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	290,280.44	10.73%	186,553.67	7.92%	179,941.20	8.99%
应收账款	233,264.22	8.62%	184,985.36	7.85%	170,335.69	8.51%
其他应收款	190,269.77	7.03%	152,834.59	6.49%	130,071.33	6.50%
预付账款	247,764.88	9.15%	369,120.80	15.67%	193,352.35	9.66%
存货	1,528,146.02	56.46%	1,275,448.92	54.16%	1,185,955.05	59.24%
流动资产合计	2,587,094.52	95.59%	2,231,561.50	94.76%	1,879,229.63	94.17%
资产总计	2,706,424.47	100.00%	2,355,058.02	100.00%	1,996,037.40	100.00%

资料来源：公司2012-2014年审计报告

存货是公司资产最主要的构成部分，2014 年末，公司存货规模为 152.81 亿元，占公司总资产比重为 56.46%，存货主要包括开发产品（10.10 亿元）、开发成本（4.54 亿元）、代建工程（23.97 亿元）、土地及土地整理成本（113.94 亿元）。其中开发产品主要为已完工的安置房项目；开发成本主要为在建安置房项目和市政道路建设相关成本；代建成本主要系子公司鑫海投资负责建设的海陵工业园区的基础设施项目，尚未签订代建协议，截至 2014 年底鑫海投资承建的基础设施已投资 23.97 亿元，土地及土地整理成本为公司土地开发整理发生的成本。截至 2014 年末，公司存货中土地使用权面积合计为 173.59 万平方米，大多为商住用地，账面价值为 61.71 亿元，其中已抵押土地资产账面价值为 36.59 亿元，抵押

比率为 59.30%。

综合来看，由于公司资产以土地使用权和土地整理成本等土地资产为主，土地资产的变现受海陵区建设规划和土地使用规划的影响，此外货币资金受限程度较高，其他应收款的回收主要受海陵区政府资金调剂影响，回收时间存在不确定性，公司整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司主业盈利能力一般，补贴收入对利润贡献较大

收入方面，2012-2014 年公司主营业务收入分别为 7.43 亿元、8.38 亿元和 8.33 亿元，三年年均复合增长率为 5.93%。近年公司业务结构有所调整，2012 年收入主要来源于土地出让金返还和资产转让收入，公司 2012 年的资产转让收入是由子公司海润国资所实现，海润国资成立于 2001 年，主要负责对国有企业的资产重组、国有资产的收储、经营管理和转让投资等，2012 年海润国资转卖了泰山商场，实现了转让收入 24,664.67 万元，海润资产负责收储的国有资产转让主要根据海陵区政府计划安排实施，相关收入不具有可持续性。2013 和 2014 年土地出让金返还收入构成了公司主要的收入来源。公司土地整理成本和在建安置房项目规模较大，可对公司未来的收入形成一定的保障。毛利率方面，2012 年受土地整理业务的盈利空间大幅提升以及资产转让业务毛利率较高，使得当年主营业务毛利率较高，2013-2014 年受土地出让价格和土地整理成本影响以及安置房成本调整影响，公司毛利率水平降低，2012-2014 年公司主营业务毛利率分别为 47.95%、30.05%和 24.01%。从近三年的利润情况来看，2012-2014 年公司营业利润分别为 18,861.45 万元、10,620.94 万元和 4,666.10 万元，营业利润呈现逐年下降趋势。

期间费用方面，受公司主营业务收入规模波动影响，近三年期间费用率有所波动，2012-2014 年公司期间费用率分别为 19.84%、17.61%和 18.58%，公司期间费用率总体偏高，在一定程度上侵蚀公司利润。2012-2014 年公司分别获得补贴收入 10,000 万元、9,421 万元和 10,782.50 万元，分别占同期利润总额的 36.15%、46.59%和 60.17%，利润对政府补贴依赖程度较大。

整体来看，公司主业盈利水平一般，公司盈利对政府补贴的依赖性较大。

表15 公司主要盈利指标

项目	2014 年	2013 年	2012 年
主营业务收入（万元）	83,317.92	83,810.05	74,253.68
营业利润（万元）	4,666.10	10,620.94	18,861.45

补贴收入（万元）	10,782.50	9,421.00	10,000.00
利润总额（万元）	17,920.58	20,219.28	27,659.05
期间费用率	18.58%	17.61%	19.84%
主营业务毛利率	24.01%	30.05%	47.95%
总资产回报率	1.08%	1.36%	-

资料来源：公司2012-2014年审计报告

现金流

公司经营性现金流状况不佳，在建项目较多，资金压力较大

受工程施工进度和政府回购款项支付进度影响，公司经营活动现金流有所波动，2012-2014 年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 13.08 亿元、8.25 亿元和 12.89 亿元。2014 年公司收到了部分前期代建项目的应收账款，因此现金流入超过公司当期收入规模。2012-2014 年公司经营净现金流均为净流出状态，流出规模分别为 3.01 亿元、6.91 亿元和 19.91 亿元，呈快速增长趋势，主要系公司土地整理业务和在建安置房项目需支付大量的拆迁和工程建设款。未来随着安置房的完工销售，公司现金流或将有所改善。

投资活动方面，随着在建市政工程项目不断推进，近年公司投资性现金流出规模较大，公司目前在建项目较多，未来的建设资金缺口 38.42 亿元，面临较大的资金压力。筹资活动方面，为满足公司持续较大的资金需求，2012-2014 年公司通过发行债券和银行借款的方式筹集了大量资金，筹资性现金流入规模较大。整体来看，公司经营性现金流状况不佳，对外部融资的依赖性较大。

表16 公司现金流情况表（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	128,895.94	82,521.74	130,825.28
收到的其他与经营活动有关的现金	371,192.03	197,551.60	97,040.64
现金流入小计	500,087.98	280,073.34	227,865.92
购买商品、接受劳务支付的现金	353,719.38	200,143.24	222,531.40
支付给职工以及为职工支付的现金	821.34	471.27	741.26
支付的各项税费	23,690.78	14,571.43	9,365.92
支付的其他与经营活动有关的现金	320,961.12	134,017.07	25,289.81
现金流出小计	699,192.61	349,203.02	257,928.40
经营活动产生的现金流量净额	-199,104.64	-69,129.68	-30,062.47
投资活动产生的现金流量净额	-12,045.28	-75,399.01	-27,299.78
筹资活动产生的现金流量净额	226,017.80	107,463.76	109,711.72
现金及现金等价物净增加额	14,867.89	-34,766.95	52,349.46

资料来源：公司2012-2014年审计报告

资本结构与财务安全性

公司负债水平不断上升，有息负债规模较大，面临较大的偿债压力

随着土地资产的大量注入，公司资本实力不断增强，截至 2014 年末，公司所有者权益合计为 87.04 亿元。同时，随着企业债的发行和银行借款的快速上升，公司债务规模扩张较快，2014 年末负债总额为 183.60 亿元。公司负债规模增长速度较快，负债与所有者权益比率逐年上升。从债务结构来看，公司负债以流动负债为主，2014 年末占比为 74.16%，即期偿付压力较大。

表17 公司 2012-2014 年资本构成情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
负债总额	1,835,986.00	1,502,588.48	1,167,131.20
其中：流动负债	1,361,542.48	1,133,859.70	901,505.17
非流动负债	474,443.52	368,728.78	265,626.03
所有者权益合计	870,438.47	852,469.54	834,981.79
负债与所有者权益比率	210.93%	176.26%	139.78%

资料来源：公司2012-2014年审计报告

截至 2014 年末，公司有息债务总额为 73.57 亿元，占期末负债总额的 40.07%。近三年复合增长率为 30.79%，有息债务增长较快。有息债务构成方面，短期有息债务由短期借款、应付票据和一年内到期的长期负债构成，2014 年末合计为 28.33 亿元；长期有息债务由长期借款、应付债券和应付融资租赁款构成，2014 年末合计为 45.23 亿元，公司面临较大的资金偿付压力。

除有息债务外，公司债务主要分布在应付账款、预收账款和其他应付款。其中应付账款余额不断增加，但占比有所下降，主要是应付工程款；预收账款余额和占比逐年下滑，主要是预收的土地出让金和工程建设款；其他应付款规模较大且逐年上升，主要是来自于泰州市和海陵区下属政府性企业的资金支持，无需支付利息，偿还时间弹性较大。

表18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
短期借款	126,450.00	6.89%	96,600.00	6.43%	103,250.00	8.85%
应付票据	62,860.00	3.42%	42,010.00	2.80%	34,583.32	2.96%
应付账款	228,706.55	12.46%	308,068.20	20.50%	279,515.40	23.95%
预收账款	142,078.66	7.74%	94,065.51	6.26%	105,160.26	9.01%
其他应付款	694,547.21	37.83%	491,349.41	32.70%	314,632.11	26.96%
一年内到期的长期负债	94,033.33	5.12%	90,331.00	6.01%	46,975.00	4.02%

流动负债合计	1,361,542.48	74.16%	1,133,859.70	75.46%	901,505.17	77.24%
长期借款	349,744.67	19.05%	250,045.00	16.64%	166,361.00	14.25%
应付债券	93,574.02	5.10%	84,305.97	5.61%	78,891.67	6.76%
长期负债合计	474,443.52	25.84%	368,728.78	24.54%	265,626.03	22.76%
负债合计	1,835,986.00	100.00%	1,502,588.48	100.00%	1,167,131.20	100.00%
有息债务	735,667.76	40.07%	575,592.91	38.31%	430,060.99	36.85%

资料来源：公司2012-2014年审计报告

2012-2014 年公司债务年均复合增长率为 25.42%，负债规模增长较快。从资产流动性来看，短期偿债指标逐年降低，2014 年公司流动比率和速动比率分别为 1.90 和 0.78，均低于 2012 年的 2.09 和 0.78。由于流动负债的过快增长使得公司整体流动资产对流动负债的保障能力有所削弱。从长期偿债能力来看，近年来随着公司外部融资规模不断扩大，每年的利息支出规模相应增加，利息支出负担较重，EBITDA 利息保障倍数呈下降趋势，近三年分别为 0.93、0.83 和 0.60，公司盈利水平对利息的保障能力降低。

表19 公司偿债能力指标

指标名称	2014 年	2013 年	2012 年
资产负债率	67.84%	63.80%	58.17%
流动比率	1.90	1.97	2.09
速动比率	0.78	0.84	0.78
EBITDA（万元）	28,832.33	31,425.59	36,988.29
EBITDA 利息保障倍数	0.63	0.86	1.12

资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目未来收益是本期债券还本付息的主要来源。本期债券募集资金总额为 12 亿元，拟全部用于泰州市韵梅苑工程项目、泰州市朝晖锦苑项目和泰州市智堡安置区三期工程等棚户区改造项目，根据江苏经纬会计师事务所编制的《泰州市韵梅苑安置区工程可行性研究报告》（经纬咨（2011）第 5008 号）、《泰州市朝晖锦苑安置区工程可行性研究报告》（经纬咨（2011）第 5010 号）《泰州市智堡安置区三期工程可行性研究报告》（经纬咨（2013）第 5003 号），上述安置区项目建成后，总计可得销售收入分别为 27.63 亿元，实现利润总额 1.63 亿元。

公司收入是本期债券还本付息资金的重要来源。公司收入主要来源为土地出让金返还收入，2012-2014 年，公司分别实现主营业务收入 74,253.68 万元、83,810.05 万元和 83,317.92

万元；实现利润总额 27,659.05 万元、20,219.28 和 17,920.58 万元。公司业务持续性较好且政府对其支持力度较大，预计未来收入规模仍将维持较好水平，能为本期债券的按时还本付息提供较强的保障。但公司主业盈利能力一般，利润对补贴依赖较大，同时经营性现金流表现不佳，对外部融资的依赖性较大。

地方政府的资金支持是本期债券还本付息资金的重要补充。公司作为海陵区重要的基础设施项目建设主体，在资产注入、政府补贴等方面获得了各级政府部门的大力支持。2012-2014 年公司获得财政补贴分别为 1.00 亿元、0.94 亿元和 1.08 亿元，但我们注意到泰州市土地出让收入受房地产市场影响较大，近三年波动较大；海陵区公共财政预算收入和地方综合财力增速明显下滑。

土地资产变现是本期债券还本付息资金的有益补充。截至 2014 年末，公司存货中和无形资产中的土地使用权合计面积为 175.92 万平方米，账面价值约 62.13 亿元，土地用途大多数为商住用地。公司在必要时可以通过变现土地资产来补充偿债资金。但土地资产的变现能力易受外部环境影响，同时各往来款对公司资金形成较大占用，影响了整体资产的流动性。

（二）本期债券保障措施分析

第三方保证担保

泰州市城市建设投资集团有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券安全性

1.担保条款

本期债券由泰州市城市建设投资集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；担保人承担保证责任期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

2.担保人情况

泰州城建是泰州市重要的基础设施建设和投融资主体，主要从事泰州市基础设施建设、房地产开发和融资担保等业务。泰州城建前身为泰州市国有资产经营有限公司，成立于1998年6月，是泰州市政府出资设立的国有独资公司，注册资本39,636.70万元，后经一系列增资，截至2012年底，泰州城建注册资本变更为82,228.24万元。2003年9月3日，经泰州市政府《关于组建泰州市城市建设投资集团有限公司的批复》（泰政复【2003】

46号) 批准, 泰州市国有资产经营公司更名为泰州市城市建设投资集团有限公司, 同时泰州城建注册资本变更为10.00亿元, 截至2014年12月31日, 泰州城建注册资本和实收资本均为10.00亿元, 全部由泰州市人民政府出资, 出资比例为100%。

截至2014年12月31日, 泰州城建拥有一级子公司共有10家, 二级子公司3家。2012-2014年泰州城建实现主营业务收入分别为12.30亿元、9.83亿元和10.13亿元, 呈现较大波动性, 其中2013年收入较2012年降低19.89%, 主要系当年房屋开发收入下降所致; 泰州城建主要收入来源为基础设施建设和房屋开发, 2012-2014年基础设施建设和房屋开发收入占主营业务比重为98.74%、98.47和98.22%。毛利率方面, 泰州城建基础设施建设业务毛利率较为稳定, 2014年, 由于房屋开发业务受市场房价波动及尾房销售价格偏低等影响, 房屋开发毛利率由2013年的61.74%大幅下降至24.97%。2014年受房屋开发毛利下降影响, 泰州城建主营业务毛利率有所下降。泰州城建2012-2014年主营业务收入构成和毛利率情况如下表所示。

表20 2012-2014 年泰州城建收入构成及毛利率情况 (单位: 万元)

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施建设	73,775.99	2.04%	73,187.61	2.00%	68,403.02	2.00%
房屋开发	25,760.11	24.97%	23,838.74	61.74%	53,051.20	41.46%
担保业务	1,595.26	100.00%	1,245.44	100.00%	1,373.62	100.00%
其他	206.68	96.47%	265.11	93.33%	177.09	70.35%
合计	101,338.04	9.60%	98,536.90	17.94%	123,004.93	20.21%

资料来源: 泰州城建2012-2014年审计报告

截至2014年12月31日, 泰州城建资产总额为308.49亿元, 归属于母公司的所有者权益为123.53亿元, 资产负债率为58.95%; 2014年度实现营业收入10.39亿元, 利润总额4.57亿元, 经营活动现金流净额3.80亿元。

表21 2012-2014 年泰州城建主要财务指标

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产 (万元)	3,084,889.00	2,575,299.01	2,228,097.44
归属于母公司所有者权益 (万元)	1,235,323.63	1,188,036.62	1,104,302.62
有息债务 (万元)	1,657,130.00	1,019,210.00	773,229.80
资产负债率	58.95%	52.70%	49.21%
流动比率	4.77	3.30	3.70
速动比率	2.34	1.62	1.77
营业收入 (万元)	103,927.67	98,961.08	124,652.89
营业利润 (万元)	15,982.47	16,446.74	35,468.10

利润总额（万元）	45,705.29	47,010.96	50,920.22
综合毛利率	11.68%	18.16%	21.09%
总资产回报率	1.63%	1.96%	—
EBITDA（万元）	49,600.32	48,177.50	51,893.61
EBITDA 利息保障倍数	0.34	0.52	0.78
经营活动净现金流净额（万元）	37,952.72	10,133.49	24,611.16

资料来源：泰州城建2012-2014年审计报告

泰州市区域财政实力快速增长，泰州城建基础设施建设稳定，地方政府对泰州城建支持力度较大，地方财政受土地出让收入变动影响较大，泰州城建资产流动性一般，在建项目面临一定资金缺口，有息债务规模增长较快。经鹏元综合评定，泰州城建主体长期信用等级为 **AA+**，其为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券安全性。

九、特殊分析

截至2014年12月31日，公司及其子公司对外担保金额为88.97³亿元人民币（不包含子公司海诚担保公司的担保业务），公司对外担保余额与年末所有者权益合计比为104.14%，另外子公司海诚担保主营业务即为中小企业提供贷款担保，随着担保业务规模的扩大，2014年末担保余额达到19.78亿元，担保对象主要为中小企业，存在一定的代偿风险。总体来看，公司对外担保规模较大，面临一定较大负债风险。

³ 其中海陵资产对江苏海阳化纤有限公司 965 万美元担保金额，汇率核算按照中国人民银行 2014 年 12 月 31 日公布的银行间外汇市场人民币汇率中间价 1 美元兑人民币 6.1190 元核算，核算金额为 5,904.84 万元人民币。

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	290,280.44	186,553.67	179,941.20
短期投资	25,064.00	64.00	64.00
应收票据	-	-	110.00
应收账款	233,264.22	184,985.36	170,335.69
其他应收款	190,269.77	152,834.59	130,071.33
预付账款	247,764.88	369,120.80	193,352.35
存货	1,528,146.02	1,275,448.92	1,185,955.05
其他流动资产	72,305.19	62,554.17	25,476.00
流动资产合计	2,587,094.52	2,231,561.50	1,885,305.63
长期股权投资	7,645.86	7,645.86	7,905.86
长期投资合计	7,645.86	7,645.86	7,905.86
固定资产原价	40,970.67	38,559.16	26,396.15
减：累计折旧	5,939.22	4,630.01	3,189.14
固定资产净值	35,031.45	33,929.15	23,207.01
减：固定资产减值准备	-	-	-
固定资产净额	35,031.45	33,929.15	23,207.01
在建工程	17,375.47	24,711.25	42,226.43
无形资产	4,244.42	7,072.19	7,691.42
长期待摊费用	-	1,080.63	0.69
其他长期资产	55,032.75	49,057.45	35,776.37
资产总计	2,706,424.47	2,355,058.02	2,002,113.40
短期借款	126,450.00	96,600.00	103,250.00
应付票据	62,860.00	42,010.00	34,583.32
应付账款	228,706.55	308,068.20	279,515.40
预收账款	142,078.66	94,065.51	105,160.26
应付工资	-	-	0.41
应付福利费	0.62	1.19	0.75
应交税金	1,206.49	951.10	306.04
其他应交款	2.80	20.06	0.02
其他应付款	694,547.21	491,349.41	314,632.11
预提费用	2,199.70	725.78	8,103.97
一年内到期的长期负债	94,033.33	90,331.00	46,975.00
其他流动负债	9,457.12	9,737.47	8,978.31
流动负债合计	1,361,542.48	1,133,859.70	901,505.58
长期借款	349,744.67	250,045.00	166,361.00
应付债券	93,574.02	84,305.97	78,891.67
长期应付款	21,916.65	25,169.62	10,520.45
专项应付款	9,208.19	9,208.19	9,852.91
长期负债合计	474,443.52	368,728.78	265,626.03
负债合计	1,835,986.00	1,502,588.48	1,167,131.61
少数股东权益	16,124.55	16,277.81	16,114.31

实收资本(股本)净额	107,209.58	64,209.58	64,209.58
资本公积	623,629.98	663,261.71	663,978.67
盈余公积	12,475.24	11,024.28	9,159.69
未分配利润	110,999.12	97,696.16	81,519.54
所有者权益合计（含少数股东权益）	870,438.47	852,469.54	834,981.79
负债和所有者(股东)权益总计	2,706,424.47	2,355,058.02	2,002,113.40

资料来源：公司2012-2014年审计报告

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	83,317.92	83,810.05	74,253.68
减：主营业务成本	63,313.39	58,624.13	38,648.32
主营业务税金及附加	1,101.54	563.43	2,665.52
二、主营业务利润(亏损以“—”号填列)	18,902.99	24,622.50	32,939.84
加：其他业务利润(亏损以“—”号填列)	1,239.57	758.22	656.72
减：营业费用	703.73	2,605.52	3,100.42
管理费用	6,356.78	5,991.27	4,151.19
财务费用	8,415.96	6,162.99	7,483.50
三、营业利润(亏损以“—”号填列)	4,666.10	10,620.94	18,861.45
加：投资收益(损失以“—”号填列)	3,915.41	9.79	-469.84
补贴收入	10,782.50	9,421.00	10,000.00
营业外收入	0.73	374.66	451.01
减：营业外支出	1,444.16	207.11	1,183.58
四、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	17,920.58	20,219.28	27,659.05
减：所得税	1,533.76	993.34	607.18
减：少数股东损益(合并报表填列、亏损以“—”号填列)	1,632.90	1,184.73	1,065.09
五、净利润(净亏损以“—”号填列)	14,753.92	18,041.21	25,986.78

资料来源：公司2012-2014年审计报告

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	128,895.94	82,521.74	130,825.28
收到其他与经营活动有关的现金	371,192.03	197,551.60	97,040.64
经营活动现金流入小计	500,087.98	280,073.34	227,865.92
购买商品、接受劳务支付的现金	353,719.38	200,143.24	222,531.40
支付给职工以及为职工支付的现金	821.34	471.27	741.26
支付的各项税费	23,690.78	14,571.43	9,365.92
支付其他与经营活动有关的现金	320,961.12	134,017.07	25,289.81
经营活动现金流出小计	699,192.61	349,203.02	257,928.40
经营活动产生的现金流量净额	-199,104.64	-69,129.68	-30,062.47
收回投资收到现金	37,065.69	22,609.79	1,550.00
取得投资收益所收到的现金	3,228.68	30.00	
投资活动现金流入小计	40,294.37	22,639.79	1,944.04
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	883.70	60,455.11	8,743.83
投资支付的现金	50,950.00	35,540.00	-
支付其他与投资活动有关的现金	505.95	2,313.69	20,500.00
投资活动现金流出小计	52,339.65	98,308.80	29,243.83
投资活动产生的现金流量净额	-12,045.28	-75,669.01	-27,299.78
吸收投资收到的现金	47,532.39	-	800.00
取得借款收到的现金	813,290.78	705,815.56	218,256.70
收到其他与筹资活动有关的现金	-	2,567.98	115,968.96
筹资活动现金流入小计	860,823.17	708,383.53	335,025.66
偿还债务支付的现金	570,425.74	532,749.96	163,823.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	64,379.62	64,330.82	39,735.92
支付其他与筹资活动有关的现金	-	1,271.02	21,755.03
筹资活动现金流出小计	634,805.37	598,351.80	225,313.94
筹资活动产生的现金流量净额	226,017.80	110,031.73	109,711.72
现金及现金等价物净增加额	14,867.89	-34,766.95	52,349.46

资料来源：公司2012-2014年审计报告

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	14,753.92	18,041.21	25,986.78
少数股东损益	1,632.90	1,184.73	1,065.09
加：资产减值准备	150.37	1,823.36	-198.66
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,313.28	1,752.52	626.49
无形资产摊销	119.83	124.37	137.10
长期待摊费用摊销	-	0.69	-
财务费用	9,453.64	8,399.93	8,565.65
投资损失	-3,915.41	-9.79	469.84
存货的减少	-198,151.45	-83,220.94	-85,185.72
经营性应收项目的减少	-239,557.74	6,143.13	30,661.45
经营性应付项目的增加	215,096.02	-23,368.88	-12,599.02
其他	-	-	-
经营活动产生的现金流量净额	-199,104.64	-69,129.68	-30,062.47
现金的期末余额	116,608.81	101,740.93	136,507.88
减：现金的期初余额	101,740.93	136,507.88	84,158.43
现金及现金等价物净增加额	14,867.89	-34,766.95	52,349.46

资料来源：公司2012-2014年审计报告

附录四 截至2014年末公司土地资产情况（单位：平方米、万元）

序号	土地证号	类型	用途	使用权面积	账面价值	是否抵押
存货中土地资产						
1	泰州国用(2009)第 16884 号	出让	商服、住宅用地	108,670.80	96,041.41	是
2	泰州国用(2014)第 11778 号	出让	商务、城镇住宅用地	35,171.00	27,413.61	是
3	泰州国用(2014)第 11823 号	出让	商务、城镇住宅用地	59,360.00		是
4	泰州国用(2014)第 11800 号	出让	商务、城镇住宅用地	3,515.00	2,862.44	否
5	泰州国用(2008)第 10430 号	出让	商服、住宅用地	37,928.10	6,204.59	否
6	泰州国用(2014)第 11818 号	出让	商务、城镇住宅用地	104,904.00	72,040.16	是
7	泰州国用(2014)第 11814 号	出让	商务、城镇住宅用地	104,596.00		是
8	泰州国用(2008)第 6848 号	出让	商服、住宅用地	19,921.30	19,196.86	否
9	泰州国用(2010)第 3125 号	划拨	仓储用地	6,140.60	307.42	否
10	泰州国用(2009)第 2819 号	出让	商服、住宅用地	86,934.80	104,631.00	是
11	泰州国用(2009)第 2827 号	出让	商服、住宅用地	70,898.70		是
12	泰州国用(2009)第 2824 号	出让	商服、住宅用地	16,684.40		是
13	泰州国用(2009)第 2829 号	出让	商服、住宅用地	65,685.20		是
14	泰州国用(2009)第 2830 号	出让	商服、住宅用地	25,761.30		是
15	泰州国用(2009)第 2826 号	出让	商服、住宅用地	77,069.70		是
16	泰州国用(2009)第 2080 号	出让	商服、住宅用地	14,531.80	14,151.00	是
17	泰州国用(2009)第 3198 号	出让	商服、住宅用地	26,171.70		否
18	泰州国用(2010)第 1360 号	出让	商服、住宅用地	32,403.00	12,439.00	否
19	泰州国用(2010)第 1113 号	出让	商服、住宅用地	20,890.40		否
20	泰州国用(2010)第 7947 号	出让	商服、住宅用地	23,930.70	11,925.00	否
21	泰州国用(2009)第 16887 号	出让	商服、住宅用地	63,300.80	32,305.13	否
22	泰州国用(2008)第 11310 号	出让	商服、住宅用地	77,500.00	21,382.96	否
23	泰州国用(2006)第 0466-1 号	出让	商服、住宅用地	133,333.00	24,591.69	否
24	泰州国用(2014)第 11810 号	出让	商务、城镇住宅用地	16,558.00	8,444.37	是
25	泰州国用(2011)第 15675 号	出让	商服、住宅用地	27,522.20	14,928.28	是
26	泰州国用(2009)第 1201 号	出让	商务金融用地	1,127.70	965.98	是
27	泰州国用(2011)第 365 号	出让	商务金融用地	27,355.10	7,077.84	是
28	泰州国用(2011)第 15497 号	出让	商服、住宅用地	4,993.90	2,315.63	否
29	泰州国用(2009)第 17552 号	出让	商服、住宅用地	63,219.00	15,570.31	否
30	泰州国用(2009)第 17554 号	出让	商服、住宅用地	28,921.50		是
31	泰州国用(2011)第 15505 号	出让	商服、住宅用地	11,279.80	3,109.98	否
32	泰州国用(2011)第 10504 号	出让	商务金融用地	49,453.00	12,883.13	否

33	泰州国用(2011)第 974 号	出让	商务金融用地	28,535.90	20,840.86	是
34	泰州国用(2011)第 971 号	出让	商务金融用地	12,417.10		是
35	泰州国用(2011)第 443 号	出让	商务金融用地	34,456.00		是
36	泰州国用(2011)第 978 号	出让	商务金融用地	17,421.50	5,697.64	是
37	泰州国用(2014)第 11825 号	出让	城镇住宅用地	21,115.00	13,811.81	否
38	泰州国用(2012)第 18067 号	出让	商服、住宅用地	1,954.50	2,063.46	否
39	泰州国用(2012)第 18069 号	出让	商服、住宅用地	4,312.40		否
40	泰州国用(2011)第 15507 号	出让	商服、住宅用地	1,717.80	866.13	否
41	泰州国用(2009)第 107 号	出让	商服、住宅用地	66,514.00	25,071.79	否
42	泰州国用 (2009) 第 521 号	出让	商服、住宅用地	24,624.00	9,415.30	否
43	泰州国用 (2012) 第 12271 号	出让	商服、住宅用地	11,667.00	3,125.70	否
44	泰州国用 (2012) 第 12292 号	出让	商服、住宅用地	65,444.00	17,536.90	否
小计				1,735,911.70	617,076.98	
无形资产中存货						
45	泰州国用 (2008) 第 11203 号(注 6)	出让	商务金融	16,701.90	4,068.10	是
46	泰州国用 (2006) 第 0429 号	出让	工业	6,584.10	176.32	否
小计				23,286.00	4,244.42	
合计				1,759,197.70	621,321.39	

资料来源：公司提供

附录五 截至2014年末公司对外担保明细（单位：万元）

序号	担保人	被担保人	担保金额
1	本公司	江苏北洋通讯设备有限公司	1,000.00
2	本公司	江苏菲斯特新能源有限公司	2,000.00
3	本公司	江苏海恒建材机械有限公司	1,500.00
4	本公司	江苏海阳化纤有限公司	10,000.00
5	本公司	江苏锦池装饰设计工程有限公司	4,500.00
6	本公司	江苏久泰置业有限公司	40,000.00
7	本公司	江苏明星减震器有限公司	3,000.00
8	本公司	江苏瑞和废旧沥青再生利用有限公司	3,000.00
9	本公司	江苏申视新材料科技有限公司	12,800.00
10	本公司	江苏苏中铝业有限公司	1,500.00
11	本公司	江苏望涛投资建设有限公司	50,000.00
12	本公司	江苏祥和沥青有限公司	5,500.00
13	本公司	江苏鑫东盛建设工程有限公司	2,000.00
14	本公司	江苏中江电力科技有限公司	2,000.00
15	本公司	锦宸集团有限公司	7,500.00
16	本公司	靖江市骏宇贸易有限公司	2,800.00
17	本公司	泰通（泰州）工业有限公司	11,990.00
18	本公司	泰州安吉电子有限公司	2,000.00
19	本公司	泰州德通电气有限公司	6,000.00
20	本公司	泰州海泰新农村建设发展有限公司	5,000.00
21	本公司	泰州宏瑞新材料有限责任公司	5,000.00
22	本公司	泰州金阳光房地产开发有限公司	1,500.00
23	本公司	泰州三页混凝土有限公司	2,900.00
24	本公司	泰州市安阳货运有限公司	800.00
25	本公司	泰州市博爱大药房有限责任公司	1,200.00
26	本公司	泰州市博时物流有限公司	4,500.00
27	本公司	泰州市第七建筑安装工程有限公司	4,000.00
28	本公司	泰州市第四人民医院	40,500.00
29	本公司	泰州市东兴建设工程有限公司	2,000.00
30	本公司	泰州市高港区明天国兰繁育基地	3,000.00
31	本公司	泰州市海陵区房屋拆迁安置有限公司	6,000.00
32	本公司	泰州市海陵区中正石油贸易有限公司	1,500.00
33	本公司	泰州市惠民新城建设有限公司	72,000.00
34	本公司	泰州市江城市政设施养护有限公司	2,950.00
35	本公司	泰州市江海建筑安装工程有限公司	11,500.00
36	本公司	泰州市金瑞建筑安装工程有限公司	8,800.00
37	本公司	泰州市金太阳能源有限公司	7,000.00

38	本公司	泰州市九龙污水处理厂	6,889.90
39	本公司	泰州市梅香食品有限公司	1,500.00
40	本公司	泰州市世纪阳光房地产开发有限公司	46,000.00
41	本公司	泰州市市政工程有限公司	12,380.00
42	本公司	泰州市苏能电力技术有限公司	3,000.00
43	本公司	泰州市泰山橡胶有限公司	1,500.00
44	本公司	泰州市泰园建筑安装工程有限责任公司	3,000.00
45	本公司	泰州市腾达建筑工程机械有限公司	2,900.00
46	本公司	泰州市鑫诚石油化工有限公司	2,000.00
47	本公司	泰州市鑫鸿文化建设发展有限公司	65,000.00
48	本公司	泰州市亚龙建设工程有限公司	2,000.00
49	本公司	泰州市中天建筑安装工程有限公司	2,704.00
50	本公司	泰州双羊精密无缝钢管有限公司	1,650.00
51	本公司	泰州天冶金金属制品有限公司	2,000.00
52	本公司	泰州物资集团物资商城	5,000.00
53	本公司	泰州鑫泰集团有限公司	50,000.00
54	本公司	中城建第十三工程局有限公司	3,000.00
55	海润资产公司	江苏罡阳股份有限公司	5,000.00
56	海润资产公司	江苏海恒建材机械有限公司	500.00
57	海润资产公司	江苏海宇建设工程有限公司	5,000.00
58	海润资产公司	江苏金城数控机床有限公司	1,600.00
59	海润资产公司	江苏明星减震器有限公司	6,800.00
60	海润资产公司	江苏璞瑞电池有限公司	7,800.00
61	海润资产公司	江苏申视新材料科技有限公司	8,500.00
62	海润资产公司	江苏省泰州第二职业高级中学	3,500.00
63	海润资产公司	江苏微特利电机制造有限公司	6,800.00
64	海润资产公司	江苏兴平铝业有限公司	3,700.00
65	海润资产公司	江苏益源建筑节能工程有限公司	2,000.00
66	海润资产公司	江苏智航新能源有限公司	1,000.00
67	海润资产公司	江苏中江电力科技有限公司	6,400.00
68	海润资产公司	泰州港丰物流有限公司	5,000.00
69	海润资产公司	泰州海泰新农村建设发展有限公司	5,000.00
70	海润资产公司	泰州嘉利制衣有限公司	7,000.00
71	海润资产公司	泰州嘉顺制衣有限公司	5,000.00
72	海润资产公司	泰州金阳光电子材料有限公司	5,298.00
73	海润资产公司	泰州市诚光道路照明工程有限公司	5,000.00
74	海润资产公司	泰州市第一金属压铸有限公司	700.00
75	海润资产公司	泰州市东兴建设工程有限公司	1,500.00
76	海润资产公司	泰州市海陵市政工程处	5,000.00
77	海润资产公司	泰州市江城市政设施养护有限公司	5,000.00

78	海润资产公司	泰州市九龙污水处理厂	1,000.00
79	海润资产公司	泰州市龙腾散热器有限公司	1,500.00
80	海润资产公司	泰州市梅兰春酒厂有限公司	5,300.00
81	海润资产公司	泰州市梅兰春酒业销售有限公司	950.00
82	海润资产公司	泰州市梅香视频有限公司	1,000.00
83	海润资产公司	泰州市三垒电器有限公司	1,900.00
84	海润资产公司	泰州市腾发建筑机械有限公司	2,000.00
85	海润资产公司	泰州市洧水农副产品经营管理有限公司	5,000.00
86	海润资产公司	泰州市宇盛机械有限公司	5,000.00
87	海润资产公司	泰州市政工程技术综合开发有限公司	5,000.00
88	海润资产公司	泰州双羊精密无缝钢管有限公司	9,300.00
89	海润资产公司	泰州斯利得机电有限公司	4,500.00
90	海润资产公司	泰州物资集团物资商城	4,500.00
91	海润资产公司	泰州樱飞特电容器有限公司	6,900.00
	小计		716,711.90
92	海诚担保公司	江苏道康发电机组有限公司	1,000.00
93	海诚担保公司	江苏迪盛家用纺织品有限公司	1,500.00
94	海诚担保公司	江苏鼎立动力机械有限公司	1,100.00
95	海诚担保公司	江苏飞翔精密机械制造有限公司	1,000.00
96	海诚担保公司	江苏国飞园林建设有限公司	300.00
97	海诚担保公司	江苏昊东化工有限公司	1,400.00
98	海诚担保公司	江苏华晨混凝土有限公司	1,500.00
99	海诚担保公司	江苏江北液压机械制造有限公司	980.00
100	海诚担保公司	江苏姜曲海种猪场	2,000.00
101	海诚担保公司	江苏金碧辉煌门业有限公司	1,500.00
102	海诚担保公司	江苏金城数控机床有限公司	1,500.00
103	海诚担保公司	江苏金鹰量刃具有限公司	600.00
104	海诚担保公司	江苏康隆工贸有限公司	300.00
105	海诚担保公司	江苏明星减震器有限公司	1,500.00
106	海诚担保公司	江苏农牧科技职业学院	2,000.00
107	海诚担保公司	江苏璞瑞电池有限公司	5,100.00
108	海诚担保公司	江苏全顺建设工程有限公司	2,350.00
109	海诚担保公司	江苏荣马金属制品有限公司	1,300.00
110	海诚担保公司	江苏申视新材料科技有限公司	1,750.00
111	海诚担保公司	江苏世纪阳光科技有限公司	500.00
112	海诚担保公司	江苏双征车业有限公司	3,850.00
113	海诚担保公司	江苏特龙驱动轴制造有限公司	1,950.00
114	海诚担保公司	江苏腾源建筑工程机械有限公司	3,394.00
115	海诚担保公司	江苏天罡精密铸造有限公司	500.00
116	海诚担保公司	江苏天普园林绿化有限公司	350.00

117	海诚担保公司	江苏微特利电机制造有限公司	2,000.00
118	海诚担保公司	江苏祥云建设集团有限公司	2,900.00
119	海诚担保公司	江苏兴平铝业有限公司	1,500.00
120	海诚担保公司	江苏亚华阀门有限公司	650.00
121	海诚担保公司	江苏一开电力科技有限公司	400.00
122	海诚担保公司	江苏益源建筑节能工程有限公司	1,000.00
123	海诚担保公司	江苏宇成动力集团有限公司	2,000.00
124	海诚担保公司	江苏运发建设工程有限公司	900.00
125	海诚担保公司	泰州安吉电子有限公司	2,000.00
126	海诚担保公司	泰州澄映机械制造有限公司	350.00
127	海诚担保公司	泰州大唐木艺品有限公司	1,950.00
128	海诚担保公司	泰州德锋农业机械有限公司	980.00
129	海诚担保公司	泰州飞龙商贸有限公司	500.00
130	海诚担保公司	泰州锋陵特种电站装备有限公司	800.00
131	海诚担保公司	泰州福泰汽车销售服务有限公司	600.00
132	海诚担保公司	泰州富士吉大酒店有限公司	800.00
133	海诚担保公司	泰州海田电气制造有限公司	800.00
134	海诚担保公司	泰州恒润通食品有限公司	450.00
135	海诚担保公司	泰州华泰制动器厂	1,400.00
136	海诚担保公司	泰州会宾楼宾馆有限公司	1,500.00
137	海诚担保公司	泰州会宾楼酒店管理有限公司	2,000.00
138	海诚担保公司	泰州进鑫机械有限公司	500.00
139	海诚担保公司	泰州劲松新型建材有限公司	500.00
140	海诚担保公司	泰州康乾机械制造有限公司	600.00
141	海诚担保公司	泰州丽锦花园酒店有限公司	600.00
142	海诚担保公司	泰州利元市场经营管理有限公司	800.00
143	海诚担保公司	泰州日顺电器发展有限公司	450.00
144	海诚担保公司	泰州瑞宽纺织有限公司	2,390.00
145	海诚担保公司	泰州三页混凝土有限公司	1,000.00
146	海诚担保公司	泰州市安腾轴皮厂（集团）	2,800.00
147	海诚担保公司	泰州市百旺经贸有限公司	700.00
148	海诚担保公司	泰州市宝瑞石油设备制造有限公司	500.00
149	海诚担保公司	泰州市城东中心小学附属幼儿园	1,000.00
150	海诚担保公司	泰州市川琦机电制造有限公司	2,000.00
151	海诚担保公司	泰州市大浦中心小学附属幼儿园	500.00
152	海诚担保公司	泰州市大有贸易有限公司	1,600.00
153	海诚担保公司	泰州市德锋数控机床有限公司	2,150.00
154	海诚担保公司	泰州市德众汽车销售服务有限公司	1,000.00
155	海诚担保公司	泰州市第八建筑安装有限公司	800.00
156	海诚担保公司	泰州市第二中学附属初中	1,400.00

157	海诚担保公司	泰州市第七建筑安装工程有限公司	1,500.00
158	海诚担保公司	泰州市第一交通物资有限公司	2,000.00
159	海诚担保公司	泰州市第一金属压铸有限公司	2,000.00
160	海诚担保公司	泰州市第一开关设备制造有限公司	800.00
161	海诚担保公司	泰州市丁山酒店有限公司	200.00
162	海诚担保公司	泰州市鼎兴商贸有限公司	260.00
163	海诚担保公司	泰州市东升钢结构工程有限公司	1,000.00
164	海诚担保公司	泰州市东兴建设工程有限公司	1,000.00
165	海诚担保公司	泰州市东正交通器材有限公司	150.00
166	海诚担保公司	泰州市港运大件起重安装有限公司	400.00
167	海诚担保公司	泰州市高氏照明有限公司	500.00
168	海诚担保公司	泰州市广瑞焊接材料有限公司	300.00
169	海诚担保公司	泰州市国锋机械有限公司	900.00
170	海诚担保公司	泰州市国源物资有限公司	500.00
171	海诚担保公司	泰州市海陵区房屋拆迁安置有限公司	1,000.00
172	海诚担保公司	泰州市海陵区海信农村小额贷款有限公司	8,000.00
173	海诚担保公司	泰州市海陵区华孟动力机械厂	900.00
174	海诚担保公司	泰州市海陵区梅香水泥销售有限公司	550.00
175	海诚担保公司	泰州市海陵区永封机械有限公司	300.00
176	海诚担保公司	泰州市海陵区宇峰车业有限公司	600.00
177	海诚担保公司	泰州市海泰工贸有限公司	400.00
178	海诚担保公司	泰州市海洋建筑安装工程有限公司	680.00
179	海诚担保公司	泰州市瀚宇商贸有限公司	200.00
180	海诚担保公司	泰州市红太阳科贸有限公司	2,480.00
181	海诚担保公司	泰州市宏泰市政工程有限公司	2,000.00
182	海诚担保公司	泰州市宏文商贸有限公司	300.00
183	海诚担保公司	泰州市华建管桩有限公司	500.00
184	海诚担保公司	泰州市华林建筑工程有限公司	1,800.00
185	海诚担保公司	泰州市华仁木业有限公司	1,000.00
186	海诚担保公司	泰州市华夏机械制造有限公司	900.00
187	海诚担保公司	泰州市慧程机械配件有限公司	200.00
188	海诚担保公司	泰州市江海房地产开发有限公司	1,100.00
189	海诚担保公司	泰州市江海建筑安装工程有限公司	1,200.00
190	海诚担保公司	泰州市江洲数控机床制造有限公司	600.00
191	海诚担保公司	泰州市金鼎钢结构有限公司	900.00
192	海诚担保公司	泰州市金瑞建筑安装工程有限公司	2,300.00
193	海诚担保公司	泰州市金泰船务有限公司	2,000.00
194	海诚担保公司	泰州市锦鹏建筑门窗有限公司	200.00
195	海诚担保公司	泰州市精卫医疗机械有限公司	200.00
196	海诚担保公司	泰州市九龙污水处理厂	3,000.00

197	海诚担保公司	泰州市兰翔彩钢构建有限公司	950.00
198	海诚担保公司	泰州市蓝天环境工程设备有限公司	700.00
199	海诚担保公司	泰州市绿养石油化工有限公司	200.00
200	海诚担保公司	泰州市茂源食品商贸有限公司	200.00
201	海诚担保公司	泰州市梅兰春酒业销售有限公司	1,000.00
202	海诚担保公司	泰州市梅林建设工程有限公司	900.00
203	海诚担保公司	泰州市梅香食品有限公司	2,000.00
204	海诚担保公司	泰州市明玉汽车贸易有限公司	1,000.00
205	海诚担保公司	泰州市明玉橡木有限公司	800.00
206	海诚担保公司	泰州市铭洋船舶电气有限公司	200.00
207	海诚担保公司	泰州市钱隆新型建材有限公司	800.00
208	海诚担保公司	泰州市荣兴锻造有限公司	300.00
209	海诚担保公司	泰州市润晶商贸有限公司	900.00
210	海诚担保公司	泰州市润扬电气有限公司	500.00
211	海诚担保公司	泰州市三泰汽车贸易有限公司	300.00
212	海诚担保公司	泰州市三羊面粉有限公司	550.00
213	海诚担保公司	泰州市世纪行物流有限公司	300.00
214	海诚担保公司	泰州市市政工程有限公司	500.00
215	海诚担保公司	泰州市双宝机械制造有限公司	500.00
216	海诚担保公司	泰州市双龙车业有限公司	1,000.00
217	海诚担保公司	泰州市顺达纸制品股份有限公司	300.00
218	海诚担保公司	泰州市顺天石化有限公司	2,000.00
219	海诚担保公司	泰州市舜德建筑安装工程有限责任公司	800.00
220	海诚担保公司	泰州市泰陵精锻法兰有限公司	150.00
221	海诚担保公司	泰州市泰园建筑安装工程有限责任公司	8,750.00
222	海诚担保公司	泰州市腾飞建筑安装工程有限公司	1,500.00
223	海诚担保公司	泰州市天成建筑安装工程有限公司	1,800.00
224	海诚担保公司	泰州市通江洗涤机械厂	2,000.00
225	海诚担保公司	泰州市通扬塑料制品厂	300.00
226	海诚担保公司	泰州市维华混凝土有限公司	800.00
227	海诚担保公司	泰州市锡龙商贸有限公司	1,000.00
228	海诚担保公司	泰州市祥晟石化有限公司	4,400.00
229	海诚担保公司	泰州市翔达消防器材有限公司	800.00
230	海诚担保公司	泰州市兴泰基础建设工程有限公司	500.00
231	海诚担保公司	泰州市亚美橡胶制品有限公司	950.00
232	海诚担保公司	泰州市亚申市政工程有限公司	4,100.00
233	海诚担保公司	泰州市怡华物资有限公司	2,000.00
234	海诚担保公司	泰州市益民果蔬开发有限公司	800.00
235	海诚担保公司	泰州市永泰医用敷料有限公司	500.00
236	海诚担保公司	泰州市宇能燃料有限公司	900.00

237	海诚担保公司	泰州市宇盛机械有限公司	2,200.00
238	海诚担保公司	泰州市园艺场有限公司	500.00
239	海诚担保公司	泰州市远东建设工程有限公司	2,000.00
240	海诚担保公司	泰州市政工程技术综合开发有限公司	1,500.00
241	海诚担保公司	泰州市中天木业有限公司	1,000.00
242	海诚担保公司	泰州双羊精密无缝钢管有限公司	2,900.00
243	海诚担保公司	泰州天成建筑安装工程有限公司	1,000.00
244	海诚担保公司	泰州天泽源铸造机械有限公司	500.00
245	海诚担保公司	泰州万和汽车销售有限公司	300.00
246	海诚担保公司	泰州雅美雨和新材料有限公司	200.00
247	海诚担保公司	泰州阳光农业发展有限公司	1,000.00
248	海诚担保公司	泰州永高建材发展有限公司	950.00
249	海诚担保公司	泰州宇泰电器有限公司	500.00
250	海诚担保公司	扬州市扬帆车件有限公司	500.00
251	海诚担保公司	中城建第十三工程局有限公司	4,000.00
	小计		197,814.00
252	海发建设投资	泰州市第四人民医院	3,000.00
253	海陵房产公司	泰州市市政工程有限公司	4,000.00
254	海陵房产公司	泰州市第七建筑安装工程有限公司	3,900.00
255	海陵房产公司	泰州市海陵区房屋拆迁安置有限公司	700.00
256	海陵房产公司	江苏苏陈建筑安装工程有限公司	350.00
257	鑫海投资公司	江苏大都建设工程有限公司	4,000.00
258	鑫海投资公司	江苏海恒建材机械有限公司	2,000.00
259	鑫海投资公司	江苏海阳化纤有限公司	54,000.00
260	鑫海投资公司	江苏中江电力科技有限公司	2,000.00
261	鑫海投资公司	科化新材料泰州有限公司	1,400.00
262	鑫海投资公司	泰州东星精密机器有限公司	7,500.00
263	鑫海投资公司	泰州海华机械制造有限公司	1,000.00
264	鑫海投资公司	泰州明昕微电子有限公司	4,500.00
265	鑫海投资公司	泰州市第四人民医院	32,000.00
266	鑫海投资公司	泰州市金泰船务有限公司	6,000.00
267	鑫海投资公司	泰州市腾发建筑机械有限公司	6,300.00
268	鑫海投资公司	泰州市通海建设工程有限公司	4,400.00
269	鑫海投资公司	泰州市鑫鸿文化产业发展有限公司	2,000.00
270	鑫海投资公司	泰州市鑫园置业有限公司	3,000.00
271	鑫海投资公司	泰州市永泰医用敷料有限公司	900.00
272	鑫海投资公司	泰州市远东建设工程有限公司	4,000.00
273	鑫海投资公司	泰州市志东环境工程有限公司	5,000.00
274	鑫海投资公司	泰州欣泰新农村建设发展有限	13,500.00
275	鑫海投资公司	中城建第十三工程局有限公司	1,600.00

	小计		167,050.00
276	本公司	江苏海阳化纤有限公司	965.00 万美元
	合计		1,087,481.33

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标表

项目	2014 年	2013 年	2012 年
有息债务（万元）	735,667.76	575,592.91	430,060.99
资产负债率	67.84%	63.80%	58.29%
流动比率	1.90	1.97	2.09
速动比率	0.78	0.84	0.78
主营业务毛利率	24.01%	30.05%	47.95%
总资产回报率	1.08%	1.36%	-
EBITDA（万元）	28,832.33	31,425.59	36,988.29
EBITDA 利息保障倍数	0.63	0.86	1.12
期间费用率	18.58%	17.61%	19.84%
负债与所有者权益比率	210.93%	176.26%	139.78%

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录七 主要财务指标计算公式

盈利能力	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年股东权益} + \text{上年股东权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{主营业务收入} / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2)$
	固定资产周转率(次)	$\text{主营业务收入} / ((\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2)$
	应收账款周转率	$\text{主营业务收入} / ((\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2)$
	存货周转率	$\text{主营业务成本} / ((\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2)$
	应付账款周转率	$\text{主营业务成本} / ((\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2)$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
现金流	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

附录六 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并

调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。