

信用等级公告

联合[2017]1302 号

泰州凤城河建设发展有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2017 年第一期公司债券进行了主动评级，确定：

泰州凤城河建设发展有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

泰州凤城河建设发展有限公司拟发行的 2017 年第一期公司债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年十二月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2017年第一期泰州凤城河建设发展有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级: AA_{pi}

公司主体信用等级: AA_{pi}

评级展望: 稳定

发行规模: 5.00 亿元

债券期限: 7 年

还本付息方式: 按年付息, 在债券存续期的第 3 至 7 个计息年度末每年偿付 20% 的债券本金

评级时间: 2017 年 12 月 20 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	97.65	128.06	142.83
所有者权益 (亿元)	52.67	71.60	74.92
长期债务 (亿元)	30.65	33.30	39.84
全部债务 (亿元)	35.53	51.01	62.85
营业收入 (亿元)	8.91	9.26	9.31
净利润 (亿元)	0.91	3.08	3.12
EBITDA (亿元)	1.13	3.29	3.39
经营性净现金流 (亿元)	1.39	0.04	1.12
营业利润率 (%)	10.01	10.91	11.52
净资产收益率 (%)	3.46	4.96	4.26
资产负债率 (%)	46.06	44.09	47.55
全部债务资本化比率 (%)	40.28	41.60	45.62
流动比率 (倍)	4.69	3.89	4.92
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.03	0.06	0.05
EBITDA 利息倍数 (倍)	49.36	--	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.13	0.37	0.38

注: 1、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

评级观点

泰州凤城河建设发展有限公司 (以下简称“公司”) 是泰州凤城河风景区唯一的基础设施建设和景区运营主体。联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对公司的评级反映了其在区域经济和政府支持等方面具备的优势。泰州市经济发展迅速, 财政实力较强, 为公司发展提供了良好的外部环境。同时, 联合评级也关注到公司利润总额对政府补贴依赖性强、有息债务规模快速增加、资产流动性弱等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

随着未来景区内项目的逐步建成, 公司经营性收入有望逐年增长。伴随泰州市经济实力不断增强, 公司将有望持续获得泰州市政府和泰州市凤城河风景区管理委员会 (以下简称“凤城河管委会”) 的支持, 有助于提升公司的整体偿债能力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券设置的本金分期等额偿还条款, 将在一定程度上降低本期债券本息的集中偿付压力。基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 泰州市经济发展迅速, 财政实力较强, 为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 公司作为泰州市凤城河风景区唯一的基础设施投资建设和景区运营管理主体, 经营业务获得泰州市政府和凤城河管委会持续支持。

3. 公司发展方向为文化旅游产业, 随着景区内项目逐步建成, 公司经营性收入有望得以增长。

4. 本期债券设置本金分期等额偿还条款, 将在一定程度上降低本期债券本息的集中偿

付压力。

关注

1. 泰州市本级政府债务率较高，泰州市本级债务负担重。
2. 公司流动资产中存货占比高，应收类账款增长较快，对公司形成一定的资金占用，资产流动性弱。
3. 公司利润总额对政府补贴依赖性强，整体盈利能力弱。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以“pi”后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由泰州凤城河建设发展有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因泰州凤城河建设发展有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与泰州凤城河建设发展有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对泰州凤城河建设发展有限公司主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

刘亚利

一、主体概况

泰州凤城河建设发展有限公司（以下简称“公司”或者“凤城河公司”）是由泰州市凤城河风景区投资管理中心（以下简称“管理中心”）于 2007 年 6 月 18 日成立的国有独资有限责任公司。管理中心为隶属于泰州市凤城河风景区管理委员会（以下简称“凤城河管委会”）的事业单位，凤城河管委会是泰州市政府负责凤城河风景区开发建设管理的常设办事机构。公司初始注册资本为 3,000 万元，后经九次增资，2009 年 2 月注册资本增至 9.00 亿元，管理中心持有公司 100% 股权。2014 年 5 月，管理中心以资本公积转增实收资本的方式对公司增资 18.88 亿元。2017 年 9 月 6 日，泰州市人民政府同意公司股东由管理中心变更为泰州市财政局（持股 100%），由泰州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泰州市国资委”）履行出资人职责。截至 2017 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 27.88 亿元，公司实际控制人为泰州市国资委。

公司是凤城河风景区唯一的基础设施建设和景区运营主体。公司的经营范围为：资产经营运作、建设工程管理服务、旅游项目经营管理服务、房地产开发、物业管理和房地产中介服务（不含评估）。（依法经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2016 年底，公司本部下设办公室、工程管理部、财务部、资金监管部和资产部 5 个职能部门；公司合并范围内有子公司 5 家；公司共有在职员工 72 人。

截至 2016 年底，公司资产总额 142.83 亿元，负债合计 67.91 亿元，所有者权益 74.92 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 74.89 亿元。2016 年公司实现营业收入 9.31 亿元，净利润 3.12 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.12 亿元，现金及现金等价物净增加额 -0.12 亿元。

公司注册地址：泰州市东南园 10 号，法定代表人：马文宁。

二、本期公司债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司获得发改委核准公司债券额度 19.00 亿元，计划于 2017 年发行第一期公司债券 5.00 亿元（以下简称“本期债券”），期限 7 年。本期债券采用固定利率，按年付息。在债券存续期的第 3 至 7 年末每年按照债券发行总额 20% 的比例偿还本金。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券筹集资金中 3.00 亿用于泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目（不含旅游配套酒店建设方案¹），2.00 亿元用于补充营运资金。

泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目（以下简称“募投项目”）位于泰州市凤城河沿岸，旨在美化凤城河及其沿岸景区形象，完善景区旅游配套设施，推进景区进一步的建设发展。本募投项目总投资 20.58 亿元，（由于募集资金不用于配套酒店投资，扣除配套酒店后投资总额为 16.45 亿元），于 2016 年 10 月开始建设，预计于 2018 年 10 月全部建成，建设周期 24 个月，主要建设内容为两个部分：

¹ 项目可行性研究报告包含两个方案，考虑到公司国有独资的性质，方案一中项目建设中的旅游配套可能交由其他专业公司经营管理，方案二为本期债券募投项目，不包含该部分的投资及收益。

（1）环境整治及生态修复工程

募投项目拟对凤城河部分河段进行整治，需整治的河段总长度为 4,900 米，募投项目需清淤土 1,078,000 立方米，驳岸 7,400 米；改造给水、雨水、污水、通讯和供电管网共计 204,000 米；改造募投项目区域内的绿化面积 388,400 平方米；新建沿岸慢行系统 46,900 平方米；完善凤城河沿岸的景观小品和亮化工程；同时，募投项目在建设过程中，需有偿征收 154 户沿岸居民房屋，征收房屋面积共计 11,401 平方米。房屋征收完成后，其土地主要用于慢行系统的建设工程以及景区内停车场的改扩建工程。

（2）景区功能完善及提升工程

工程将完善“水上巴士”航线，总航程由 3.5 公里增加至 11.12 公里，新增水上巴士 10 艘，新建停靠码头 5 处；新增观光画舫 10 艘，休闲游艇 20 艘；按照国家 5A 级景区标准，对景区范围内的 11 处停车场进行改扩建工程，停车场改扩建面积共计 82,300 平方米，设置机动车车位 2,010 个，设置电动车充电桩 600 个；改造景区内 18 座景观桥；实施柳敬亭公园完善工程，改造面积约 4,500 平方米；新建三处演艺展台，三处展品分别设有座位 160 个，共有座位 480 个；在西凤城河沿岸新建旅游商业街一条，商业街规划用地面积 30,000 平方米（约 45 亩），建筑面积 46,200 平方米。

募投项目批复情况

募投项目已取得批复如下：

表 1 本期募投项目批复情况

批复文件名称	文件号	批复单位	批复日期
《关于对泰州凤城河建设发展有限公司泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目环境影响报告书的批复》	（泰环审【2016】18 号）	泰州市环境保护局	2016 年 6 月 22 日
《关于泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目节能登记表备案的通知》	泰发改能备【2016】第 8 号	泰州市发展和改革委员会	2016 年 7 月 8 日
《关于古城河生态修复及旅游功能提升项目规划方案审核意见（选址意见）》	（泰规函【2016】30 号）	泰州市规划局	2016 年 7 月 26 日
《关于古城河生态修复及旅游功能提升项目用地预审意见的函》	泰国土资函【2016】86 号	泰州市国土资源局	2016 年 8 月 22 日
《关于泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目可行性研究报告的批复》	泰发改发【2016】271 号	泰州市发展和改革委员会	2016 年 9 月 6 日

资料来源：公司提供

经济效益及社会效益

募投项目建成后将以各类游船收入、门票收入、停车场收入、商业街房屋销售收入及物业管理收入等方式获得投资收益。募投项目建设期到运营期（10 年）内利润总额共计 81,183.19 万元，净利润共计 60,887.39 万元。投资回收期（税后）为 6.49 年，财务内部收益率 10.15%，募投项目具有良好的经济效益。债券还款期内，募投项目共计可得各类收入 274,912.05 万元，扣减自营募投项目的经营成本及各类税金支出，加上财务费用（已计入成本），共计可得还款资金 228,800.09 万元（不含建设期）。募投项目的建设将全面改善泰州市老城区的生态面貌，促进土地资源的开发利用，提高凤城河风景区旅游资源利用效率，拉动泰州旅游业的发展。

公司偿债资金来源于公司自身营运资金以及募投项目预期收入。

三、行业分析

公司主要负责凤城河风景区基础设施建设和景区运营，下述行业分析将围绕基础设施建设行业进行分析。

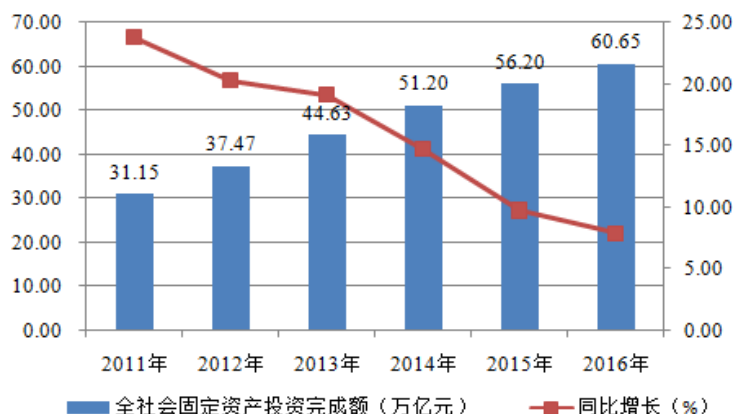
1. 行业概况

城市基础设施建设包括机场、火车、地铁、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物质基础，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，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

中国目前基础设施还比较薄弱，在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速地发展。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。随着近年来国民经济实力的增强以及中国城镇化进程的加快，全国固定资产投资总额逐年增长。但受全球经济复苏疲软、国内经济结构调整以及房地产周期性调整等因素影响，2010 年以来，全国固定资产投资增速逐年放缓。2016 年，全国固定资产投资额完成 60.65 万亿元，同比增长 7.9%，增速较上年下降 2.1 个百分点，增速继续放缓。具体到三次产业来看，2016 年第一产业固定资产投资完成额 1.88 万亿元，同比增长 21.1%，增速同比下降 10.7 个百分点；第二产业固定资产投资额 23.18 万亿元，同比增长 3.5%，增速较上年下降 4.5 个百分点；第三产业固定资产投资额 34.58 万亿元，同比增长 10.9%，增速同比提高 0.3 个百分点。

图 1 2011~2016 年全国固定资产投资完成额情况

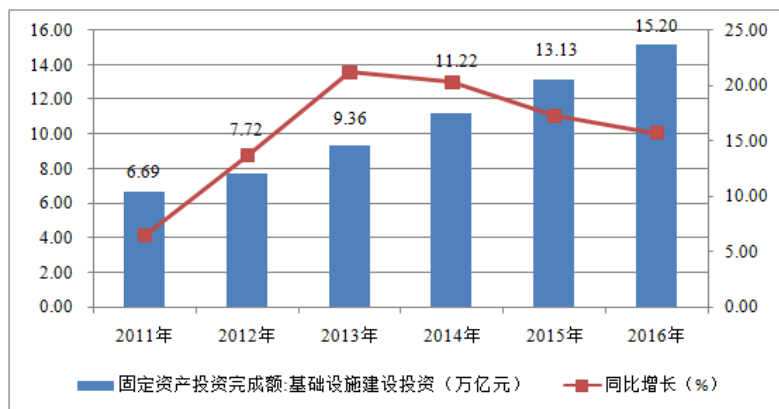


资料来源：Wind 资讯

受全国固定资产投资增速下降影响，2011 年国内基础设施建设行业投资增速大幅下降，但 2012 年以来在保障房、水利建设等基础设施建设的投资支持下，基础设施建设行业整体保持了

较高的增速。2016年,全国基础设施建设行业累计完成投资 15.20 万亿元,同比累计增长 15.71%,增速较上年下降 1.58 个百分点,但行业投资总额达到一个新的高点。

图 2 2011~2016 年全国基础设施建设投资情况



资料来源: Wind 资讯

中国目前正处于城镇化高速发展阶段,城镇化率从 1978 年的 17.9%增长到 2016 年的 57.35%,基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证,是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件。虽然中国城市基础设施建设发展迅速,但其整体水平还相对落后。另外,城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下,市政公共事业将迎来一个大规模的建设期,与之相配套的水利水电、能源交通、环保市政等基础设施建设工程也将加快建设步伐。

总体看,近几年受全球经济复苏乏力的影响,我国经济下行压力增大,经济结构调整成为新常态,制造业投资增速的放缓以及房地产产能过剩导致全国固定资产投资增速进一步放缓,进而导致基础设施建设投资增速放缓压力增大。但我国城镇化水平仍有待进一步提高,基础设施建设投资仍有进一步增长的潜力。

2. 行业政策

近年来,我国愈发重视城市基础设施建设。十八大报告指出要推动城乡发展一体化,通过加大统筹城乡发展力度,增强农村发展活力,从而逐步缩小城乡差距,促进城乡共同繁荣。同时还加快完善城乡发展一体化体制机制,着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化,促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置,形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。

2013 年 9 月,国务院印发的《关于加强城市基础设施建设的意见》(以下简称“意见”)作为改革开放以来国务院首次就城市基础设施建设发表的政策,具有标志性意义。意见强调了城市基础设施的质量,同时明确了六项重点任务:加强城市供水、污水、雨水、燃气、供热、通信等各类地下管网建设和改造;加强城市排水防涝防洪设施建设,解决城市积水内涝问题;加强城市污水和生活垃圾处理设施建设;加强城市道路交通基础设施建设;加强城市电网建设,推进城市电网智能化;加强生态园林建设。此外意见还明确地方政府要确保对城市基础设施建设的资金投入力度;要进一步推进投融资体制和运营机制改革,建立政府与市场合理分工的城市基础设施投融资体制。

2014 年 9 月,在推进新型城镇化建设试点工作座谈会中,李克强总理再次重申,推进新型

城镇化建设要加快基础设施建设，同时在“十三五”时期重点向中西部倾斜。

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

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

2015年5月，财政部、人民银行、银监会发布《对发改办财金[2015]1327号文件的补充说明》，对于主体信用等级为AA的企业，以自身合法拥有的资产进行抵质押或由担保公司提供第三方担保的债券，或项目自身收益确定且回报期较短的债券，不受发债企业数量指标限制；允许企业借新还旧，企业在主体与债项信用等级均满足要求的情况下，可使用不超过40%的募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金；支持PPP项目开展。

2015年8月，国家发改委发布《项目收益债券管理暂行办法》，对发行项目收益债券募集资金用途予以限制，其资金只能用于该项目建设、运营或设备购置，不得置换项目资本金或偿还与项目有关的其他债务，但偿还已使用的超过项目融资安排约定规模的银行贷款除外。

2016年11月，国务院办公厅发布《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）。同时经国务院批准，财政部印发《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），明确了地方政府性债务的分类处置原则。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度，着重强调了城乡一体化、高质量、合理市场分工以及中西部地区的建设发展。在地方政府性债务管理方面，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

3. 行业关注

经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业影响较大。

流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的城市基础设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，影响城市化进程。

4. 行业发展

我国城镇化水平仍有进一步提高的空间，将促进我国基础设施建设投资继续增长

截至 2016 年末，中国城镇化率为 57.35%，较上年提高 1.25 个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来中国城镇化率仍有很大上升空间。2014 年 3 月，中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014~2020 年）》指出，要有序推进农业转移人口市民化、优化城镇化布局 and 形态、提高城市可持续发展能力、推动城乡发展一体化、改革完善城镇化发展体制机制等。

引入私营资本参与基础设施建设

长期以来，我国基础设施建设资金普遍依靠政府负债以及土地出让收入。随着土地出让收入增幅下降，地方债压力不断加大，形成债务风险隐患，中央加强了对地方债务的控制。在新的形势下，基础设施建设模式须从政府主导转向市场主导。中央提出要积极发展混合所有制，鼓励社会资本通过特许经营、股权投资、公私合营等方式，积极参与基础设施投资运营。引入私营资本实现项目共建合营，既可缓解地方政府债务，解决资金问题，也可以提高运营效率。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施有望保持进一步发展；另一方面，我国基础设施建设模式将可能发生改变，由过去完全政府主导向 PPP 模式（即政府和私营共同参与）转变。

四、基础素质分析

1. 股东背景

公司为财政局全资所有，由泰州市国资委履行出资人职责。

2. 规模与竞争力

自 2007 年成立以来，公司代建凤城河景区代建项目总投资 93.96 亿元，已累计投资 49.90 亿元，其中已完工并交付项目总投资 45.75 亿元。截至 2017 年 9 月底，合并范围共 5 家子公司。

总体看，公司作为泰州市凤城河风景区唯一的基础设施建设和景区运营主体，在泰州市凤城河风景区具有一定的业务专营优势。公司股权结构发生变化以后，公司业务范围有望拓展，且将持续获得泰州市政府支持。伴随泰州市旅游文化业的发展，公司发展前景良好。

3. 人员素质

公司总经理、董事兼法定代表人马文宁，1967 年 8 月出生。曾就职于泰州市市政工程管理处、泰州市建委城建科。历任泰州市城市基础设施公司副总经理、泰洁排水公司经理，2010 年 10 月起任泰州市城市基础设施建设发展有限公司总经理，2017 年 11 月至今任公司法人代表、总经理、董事。

公司董事长张涛，1970 年 10 月出生，中共党员。历任泰县（姜堰市）地方工业公司办事员，泰州市外经委工作人员、办公室主任助理，泰州经济开发区管委会办公室副主任，泰州经济开发区滨江工业园办事处副主任，泰州经济开发区管委会规划局局长、建设局局长，泰州市周山河街区管委会主任助理、副主任、工委委员。2013 年起，任泰州市旅游局局长、党组书记，凤城河管委会主任、党组书记。2017 年 10 月，张涛被任命为公司董事长。

截至 2016 年底，公司共有在职员工 72 人，从文化程度来看，本科及以上学历人员 37 人，占 51.39%，其余为大专学历；从年龄分布来看，50 岁以上人员 1 人，占 1.39%，30~50 岁人员 49 人，占 68.06%，30 岁以下人员 22 人，占 30.55%。

总体看，公司高管人员具有丰富的管理经验；公司员工以中青年为主，文化素质较高，基本能够满足公司业务经营需求。

4. 政府支持

公司自成立以来得到泰州市政府与凤城河管委会在资金注入、政府补贴和政策优惠等方面的大力支持。

资金注入

2014 年 5 月，管理中心以资本公积转增实收资本的方式对公司增资 18.88 亿元。

2014 年，泰州市财政局通过凤城河管委会拨付公司的土地出让金 14.17 亿元计入公司“资本公积”科目，并反映在“吸收投资收到的现金”，2015 年，凤城河管委会拨入购入土地款 10.65 亿元，将凤凰花园南侧土地返还款 5.19 亿元，计入公司“资本公积”科目。2016 年，凤城河管委会拨入购入土地款 0.18 亿元，计入“资本公积”科目。

2014 年，泰州市财政局拨入 460 万专项资金，计入“专项应付款”科目。2015 年，公司获得旅游发展资金 530 万元、2015 年度省级保障性住房建设引导资金 146 万元、中央财政城镇保障性安居工程专项资金 820 万元及泰州市区省级旅游业发展专项引导资金-凤城河景区 wifi 覆盖 3 万元，上述资金均计入“专项应付款”科目。2016 年，公司获得省名牌产品（企业）奖励和孵化补贴共 8.6 万元，计入“专项应付款”科目。

补贴性收入

2014~2016 年，公司分别收到泰州市政府补贴金额分别为 0.35 亿元、2.51 亿元和 2.68 亿元，计入“营业外收入”。

政策优惠

泰州市政府 2010 年第 49 号专题会议纪要明确“景区规划红线范围内，开发建设涉及的土地出让金、地税收入和国税收入地方留成部分，全额返还给凤城河风景区管委会，免收所有投资项目涉及的行政事业性规费，对景区的扶持政策延续到还贷结束为止”。

总体看，公司获得了泰州市政府与凤城河管委会在资金注入、政府补贴和政策优惠等方面的大力支持，有利于公司盈利能力及抗风险能力的提升。

5. 区域经济

（1）泰州市发展状况

凤城河风景区隶属于泰州市，泰州市地处江苏省中部、长江沿岸，为长三角经济区 16 座中心城市之一，现辖三个县级市、三个区，全市总面积 5,787 平方公里，总人口 507 万人。

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 年泰州市实现地区生产总值 4,101.8 亿元，比上年增长 9.5%。其中，第一产业增加值 240.0 亿元，增长 1.4%；第

二产业增加值 1,933.9 亿元，增长 8.8%；第三产业增加值 1,927.9 亿元，增长 11.4%。三次产业结构调整为 5.9:47.1:47.0。按常住人口计算，全年人均地区生产总值 88,330 元，增长 9.4%，人均地区生产总值按当年汇率折算达 13,298 美元。

泰州市经济保持快速增长，泰州工业已形成“以规模经济为龙头，以支柱产业为依托，以优势产品为重点，质态明显提高，结构渐趋合理”的总体格局，形成了规模较大、门类较齐全、配套较完整、开发度较高的产业发展体系，其中机电、化工、船舶和医药四大优势产业发展势头强劲，工业支撑带动经济增长的作用显著，增长趋势缓中趋稳。另一方面，泰州市经济转型升级加快推进，服务业发展水平稳步提升。

2016 年，泰州工业增长稳中趋缓。全年规模以上工业增加值比上年增长 10.0%，比上年回落 1.0 个百分点；规模以上工业总产值 12,575.8 亿元，增长 12.9%。分轻重工业看，轻工业产值 3,444.1 亿元，增长 15.3%；重工业产值 9,131.73 亿元，增长 12.0%。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 91.13 亿元、167.7 亿元、9,007.1 亿元、2,645.2 亿元，分别增长 2.9%、10.0%、13.2%、11.0%。分企业规模看，大中型、微型企业分别完成产值 6,155.7 亿元、6,420.1 亿元，分别增长 7.7%、18.3%。

2016 年，泰州市固定资产投资快速增长。全年固定资产投资 3,164.1 亿元，比上年增长 17.4%。从行业看，一产投资 6.84 亿元，增长 10.5%；二产投资 1,962.54 亿元，增长 19.6%；三产投资 1,194.74 亿元，增长 14.0%。

总体看，泰州市经济保持良好发展势头。

（2）泰州市财力和债务状况

泰州市经济快速发展，财政收入波动下降。泰州市地方可支配收入主要包括一般预算收入、政府性基金收入、上级补助收入和预算外收入。2014~2016 年，受基金收入下降影响，泰州市地方可支配收入波动下降，三年分别为 773.79 亿元、792.70 亿元和 652.93 亿元。2016 年泰州市地方可支配收入中一般预算收入 321.18 亿元，同比增长 1.46%；基金收入 175.71 亿元，与去年相比下降 46.67%。

截至 2016 年底，泰州市本级地方综合财力 286.42 亿元。泰州市本级政府债务以直接债务为主，截至 2016 年底直接债务余额 332.98 亿元，担保债务余额 1.40 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%），债务率为 116.50%（采用 2016 年泰州市本级可支配收入数据进行计算），泰州市本级债务负担重。

表 2 2014~2016 泰州市全口径可支配收入（单位：亿元）

科目	2014 年	2015 年	2016 年
一般预算收入	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
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
地方可支配收入总计	773.79	792.70	652.93

资料来源：泰州市财政局

表 3 2016 年泰州市本级地方政府财政实力及债务情况（单位：万元）

地方财力构成	金额	地方债务构成	金额
（一）地方一般预算收入	1,744,106	（一）直接债务余额	3,329,759
1. 税收收入	1,384,273	1. 国际金融组织贷款	3,644
2. 非税收入	359,833	2. 国债转贷资金	1,373
（二）转移支付和税收返还收入	454,257	3. 国内金融机构借款	426,024
1. 一般性转移支付收入	146,889	（1）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	296,494
2. 专项转移支付收入	172,840	4. 债券融资	2,766,558
3. 税收返还收入	134,528	（1）省代发地方政府债券	2,504,558
（三）国有土地使用权出让收入	455,765	（2）由政府承担偿还责任的融资平台债券融资	212,000
1. 国有土地使用权出让金	442,117	5. 其他	132,160
2. 国有土地收益基金	11,590	（二）担保债务余额	14,045
3. 农业土地开发资金	2,058	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	210,100	3. 其他	14,045
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	2,864,228	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	3,336,781
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，近年泰州市经济迅速发展、各项基础设施日臻完善，为区域内相关产业的发展提供了有力支撑。泰州市财政收入呈波动下降趋势，泰州市本级债务负担重。

五、管理分析

1. 公司治理

根据《公司法》和相关法律、法规，公司制订了《泰州凤城河建设发展有限公司章程》。根据章程，公司不设股东会，出资人决定公司的经营方针和投资计划；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；决定公司合并、分立、变更公司形式、解散、清算、增加或者减少注册资本。

公司设董事会，董事会是公司的经营决策机构，对出资人负责。董事会由 4 名董事组成，包括 1 名职工代表。董事会成员由公司出资人委派产生，但是职工代表由职工大会（或职工代表大会）民主选举产生或更换。董事每届任期为三年，任期届满经委派或选举可连任，董事会设董事长 1 名，由出资人从董事会成员中制定或者罢免，也可由董事会选举产生或罢免。董事会由董事长召集和主持，会议应有过半数的董事出席方可举行；董事会作出决议，须经全体董事的过半数通过。董事会执行出资人的决定；根据总经理的提名决定聘任或者解聘公司副总经理及财务负责人，决定其报酬事项。

公司设立监事会，成员 5 名，由出资人委派或更换，但监事会成员中的职工代表由公司职工大会（或职工代表大会）选举产生或更换，任期三年，董事、高级管理人员不得兼任监事。每届监事会的职工代表比例由出资人决定，但不得低于监事人数的三分之一（实际任命 2 人）。监事会主席由出资人在监事中指定或罢免。监事对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者出资人决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正。

公司设总经理，由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；制定公司的具体规章；决定聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的负责管理人员。

公司上述高管人已经全部到位。

2. 管理体制

从内部管理来看，公司设办公室、财务部、资金监管部、工程管理部和资产部 5 个职能部门，并根据自身特点建立了相应的管理体系。

财务管理控制方面，公司按照国家有关会计法律法规的规定，建立了较为完善的财务管理制度，公司按照程序对管理费用以及开发建设费用等进行严格的内部审批，并规定了相应的审批权限，实施有效控制管理。

资金监管方面，公司设资金监管部，负责对公司投资项目的资金使用情况的监管。委派资金监管员跟踪实施的搬迁项目，负责对政府投资的搬迁项目资金使用情况的监管。将支出的拆迁资金与拆迁协议逐笔核对，根据审核情况及现场需求情况核拨拆迁资金，确保国有资产的安全使用。加强拆迁安置房资金的核对。对拆迁现场安置房留置资金与开发公司进宅抵扣款逐笔进行核对，保证公司准确与开发单位结算安置房建设使用的资金。负责政府投资项目资金决算送审工作。对已完工的拆迁、工程项目及时送审计机构审计，审计结果作为该项目的最终财务结算依据。收集整理政府投资项目的资料，按规范要求立档归宗。负责与劳动局签订失保资金缓交协议。负责与村签订征地资金借款协议。完成领导交办的其他工作任务。

工程管理方面，公司设工程管理部，主要负责公司工程进度款的对外拨付工作。及时与具体负责基础工程建设（划红线、招投标、合同的签订、项目完工后的送审等）具体事项的住建局项目部沟通对接，参与项目红线的划定，调阅基础建设工程项目的协议合同，了解付款方式及付款进度，掌握第一手资料。编制基础工程付款进度表，统计工程已付款金额，各协议单位需付款金额，做到准确掌握序时进度与付款进度，并准确地为领导提供基础数据。根据区审计局的建议，工程项目在未审计前应付款控制在 70% 以内，审计结束的项目以审计报告为准按合同序时付款。基础工程项目送审期间，参与实际丈量、钻探的见证等。规范工作流程，付款时由区住建局出具“基础工程用款申请单”，经工程管理部审核签字，公司分管领导和公司主要负责同志签字、报管委会分管主任审批后付款。保证资金的安全和工程的进度，确保投资资金发挥最大效能。

资产管理方面，公司设资产部，资产部根据公司的工作目标，认真负责地对公司所属资产进行调研分析，为领导提供决策依据。负责公司资产的接收、建档、正常使用、维护保养、租赁，确保公司资产不受损、不流失。掌握房地产权证办理程序，负责依据国家法律法规做好公司房地产权证的变更、申领工作。

总体看，公司法人治理结构较为健全，同时建立了一整套管理制度和较好的管理机制，可满足公司日常经营管理的需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为泰州市凤城河风景区唯一的基础设施投资建设和景区运营管理主体，承担景区内基础设施项目的投资建设等任务，并从事风景区内旅游资产经营管理业务。

2014~2016 年，公司营业收入稳步增长，分别为 8.91 亿元、9.26 亿元和 9.31 亿元。从收入构成来看，公司营业收入中 90%以上为委托代建收入，其余为房屋租赁、旅游服务收入。

2014~2016 年，公司综合毛利率有所提升，系旅游服务业务毛利率提升较快所致，近三年，公司基础设施委托代建业务毛利率保持稳定。公司房屋租赁盈利能力较弱，旅游服务业务盈利能力显著增强。

表4 2014~2016年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建收入	87,881.43	98.59	10.71	88,882.31	95.97	10.71	87,986.63	94.52	10.71
房屋租赁	1,154.11	1.29	6.69	1,224.53	1.32	-2.09	1,066.68	1.15	-33.51
旅游服务	103.92	0.12	-15.31	2,362.16	2.55	61.50	4,028.23	4.33	53.66
其他				148.10	0.16	93.56	10.88	0.01	65.42
合计	89,139.47	100.00	10.63	92,617.10	100.00	11.97	93,092.42	100.00	12.07

资料来源：公司审计报告

总体看，近三年，公司营业收入稳步增长，代建收入呈波动增长趋势且占比较大，未来随着凤城河风景区的进一步发展，公司营业收入规模有望进一步增加。

2. 经营分析

委托代建业务

2011 年，根据公司与凤城河管委会签订的《关于凤城河风景区管理委员会所属建设工程项目投资建设开发协议》，凤城河管委会按照项目进度拨付项目建设资金，公司按项目成本（工程成本及管理成本之和）加成 12%确认利润；项目资金应及时支付，延期支付建设资金的可以凤城河管委会划入的其他财政资金抵扣。2017 年 9 月，公司股东变更之后，将会和泰州市国资委签署新的代建协议，原有协议由凤城河管委会继续履行。会计处理上，2014~2015 年公司代建项目成本计入“在建工程”，2016 年，公司将代建项目全部调整计入“存货”科目。

截至 2016 年底，公司主要代建项目累计已回款 19.00 亿元（反映在“收到其他与经营活动有关现金”科目）。

表5 截至 2016 年底公司主要代建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	已投金额	已回款金额
1	南山寺修复	30,000.00	7,703.21	0.00
2	南官河驳岸整治工程	25,000.00	1,721.48	0.00
3	凤城河三期	30,000.00	30,194.81	0.00
4	三水湾二期	70,000.00	60,994.17	0.00
5	南山寺西侧综合整治工程	15,000.00	12,646.54	0.00
6	枫叶岛、长岛地块	10,000.00	6,971.54	0.00
7	凤城河整治	150,000.00	162,511.81	0.00
8	西南城河综合整治工程	170,000.00	98,028.22	0.00
9	凤城河二期	12,000.00	9,911.82	0.00
10	柳园 5 批次	20,000.00	23,192.81	15,100.00
11	18 批 4 号地块	80,000.00	61,233.34	15,000.00
12	滕坝街改造	40,000.00	56,433.03	44,820.53

13	鲍坝安置区	30,000.00	27,693.64	22,581.11
14	济川路安置区	50,000.00	47,542.92	47,542.92
15	老高桥	70,000.00	52,896.22	44,996.86
	合计	802,000.00	659,675.55	190,041.42

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司主要的代建项目涉及景区规划红线范围内的道路修建、景观打造、绿化养护等，总投资 80.20 亿元，已完成投资 65.97 亿元。

总体看，委托代建业务作为公司重要的收入来源之一，近三年业务收入呈波动增长趋势。未来随着凤城河风景区的进一步发展，公司承接代建项目将逐步增加，营业收入规模有望进一步提升。

其他业务

公司自建部分经营性资产，项目建设资金为自有资金和外部融资。2016 年以前，公司将建设过程中的自建项目成本计入“在建工程”科目，竣工后结转至“投资性房地产”科目，由公司通过房屋租赁、景区内销售商品等回收前期投入成本。

截至 2017 年 3 月底，公司在建的自建项目总投资 26.73 亿元，主要为古城河生态修复及旅游提升工程，总投资 20.58 亿元，已投资 0.56 亿元，将于未来 3 年内完成投资。其他自建项目还包括市政后勤机关和办公楼建设。

表 6 截至 2017 年 3 月底公司主要自建项目情况（单位：万元）

项目名称	开工、预计完工时间	总投资额	已投资额
古城河生态修复及旅游提升工程	2016-2018 年	205,800.00	5,606.48

资料来源：公司提供

（1）房屋租赁

公司租赁收入主要来源于老街、三水湾街区以及柳园街区商铺出租。老街、三水湾街区和柳园街区商铺可出租面积分别为 1.37 万平方米、1.53 万平方米和 3.68 万平方米。2014~2016 年，公司租赁收入分别为 1,154.11 万元、1,224.53 万元和 1,066.68 万元；毛利率分别为 6.69%、-2.09%和-33.51%，毛利率波动大系公司房屋租赁确认收入与成本不配比，即租赁业务从 2008 年开始，租金收取分 1 年期、2 年期、3 年期，但租赁业务成本根据实际支出情况逐年确认。

（2）旅游服务

公司重点打造旅游项目，2007 年打造了全国十大名街之一的老街；2009 年打造了三水湾街区，目前正在打造柳园文商街区以及西南城河风光带旅游区。目前，公司旅游服务收入较少但增长迅速，2014~2016 年分别为 103.92 万元、2,362.16 万元和 4,028.23 万元，主要是游船收入、餐饮服务收入、旅游纪念品等收入。旅游服务业务毛利率较低系凤城河旅游处于初始建设阶段，盈利能力较低，2015 年后毛利率升高主要系存在成本归集的时间差，支付给旅行社的款项，发票没有开具导致成本较低，未来公司重点发展旅游业会使该板块盈利能力有所增强。

总体看，公司房屋租赁业务收入较为稳定，旅游服务业务收入较少但增长较快，未来随着凤城河风景区的进一步发展，公司旅游服务业务收入将逐步增加。

3. 未来发展

公司目前在建的项目总投资 63.44 亿元，已完成投资 32.31 亿元，剩余 31.13 亿元将在未来 2~3 年内完成投资，投资规模较大。

根据泰州市委市政府《泰州市旅游业三年行动计划》（泰发【2015】9 号文），泰州市将制定完善龙头企业扶持政策，搭建旅游投融资平台，组建泰州文化旅游集团，加快培育一批亿元旅游企业集群。根据泰州市委文件《中共泰州市委泰州市人民政府引发《关于深化国有企业改革强化国有资产监管实施意见》的通知》（泰发【2017】8 号文），支持文化旅游集团（筹）整合凤城河风景区管委会下属景区、街区资产资源，逐步整合安定书院、泰州大剧院、梅兰芳大剧院、科学发展观展示馆、稻河置业等市级文化旅游资源和各市（区）文化旅游资源，打造文化旅游发展板块。

总体看，泰州市政府对旅游业务的大力支持，为公司未来发展提供了保障。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 年度三年连审财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。合并范围变动方面，2014 年公司合并范围新增 2 家子公司；2015 年公司合并范围新增 2 家子公司；2016 年公司合并范围减少 1 家子公司，规模较小，近三年公司财务数据可比性较强。

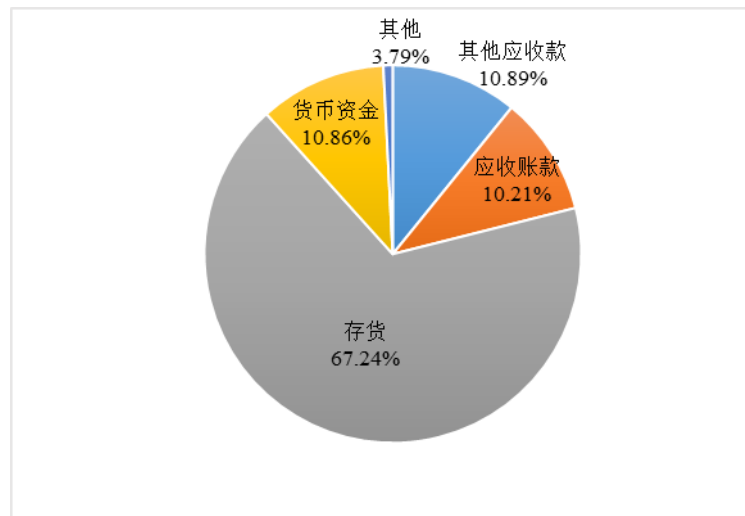
截至 2016 年底，公司资产总额 142.83 亿元，负债合计 67.91 亿元，所有者权益 74.92 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 74.89 亿元。2016 年公司实现营业收入 9.31 亿元，净利润 3.12 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.12 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.12 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额年均复合增长 20.94%，主要系应收账款和存货的增长。截至 2016 年底，公司资产总额 142.83 亿元，其中流动资产占 96.05%，非流动资产占 3.95%，公司资产结构以流动资产为主。

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 43.11%。截至 2016 年底，公司流动资产为 137.19 亿元，较年初增长 53.66%，主要系存货和应收账款的增长所致。公司流动资产以存货（占 67.24%）、应收账款（占 10.21%）、货币资金（占 10.86%）和其他应收款（占 10.89%）为主。

图3 截至2016年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司货币资金规模快速增长，年均复合增长52.19%。截至2016年底，公司货币资金为14.90亿元，较年初增长18.89%，主要由银行存款（占76.57%）构成，其余为库存现金和其他货币资金。公司受限资金3.49亿元（占23.42%），为质押存单和贷款保证金。

2014~2016年，公司应收账款快速增长，年均复合增长97.90%。截至2016年底，公司应收账款合计14.01亿元，较年初增长61.72%，主要系部分代建资金尚未到账所致。公司应收账款主要由应收凤城河管委会代建回购款（占99.86%）构成。从账龄分布来看，以0~2年以内为主，账龄较短，未计提坏账准备。公司2014年收到政府资金4.91亿元，同时其他应付款抵消应收账款债务8.75亿元，系管委会与凤城河建发公司及其子公司债务。

2014~2016年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长53.65%。截至2016年底，公司其他应收款14.95亿元，较年初增长76.87%，主要是与国有企业和政府单位的往来款，回收风险较小；从账龄看，主要以1年以内其他应收账款为主。未计提坏账准备。公司其他应收款前5名合计金额占其他应收款的74.08%，集中度较高。

表7 截至2016年底其他应收款前5名（单位：亿元、%）

往来单位	金额	占比	账龄	款项性质
江苏水城园林绿化工程有限公司	5.62	37.59	1年以内	往来款
泰州市凤城河风景区建设指挥部	2.76	18.44	1年以内	往来款
泰州市凤城河管委会	2.19	14.68	1年以内	往来款
泰州市海陵区房屋征收办公室	0.30	2.03	1-2年	往来款
泰州中逸置业有限公司	0.20	1.34	2-3年	往来款
小计	11.07	74.08	--	--

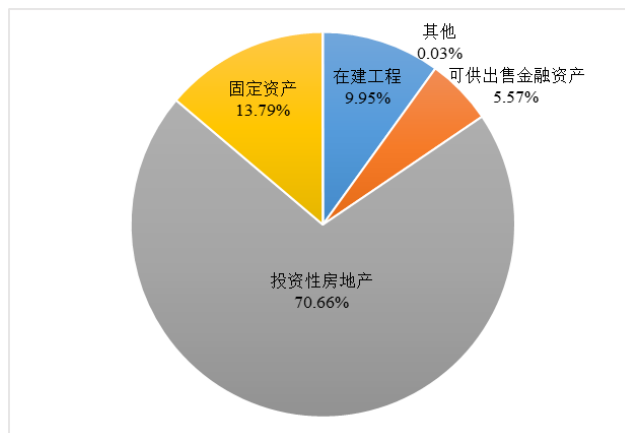
资料来源：审计报告以及公司提供

2014~2016年，公司存货规模快速扩张，年均复合增长40.88%。截至2016年底，公司存货92.25亿元，较年初增长60.76%。公司存货主要由购买的土地（62.52%）和开发成本（37.47%）构成。其中用于抵押价值24.90亿元，抵押比例为43.17%，比例较高。

2014~2016年，公司非流动资产年复合下降57.13%。截至2016年底，公司非流动资产总额5.64亿元，较年初下降85.46%，主要系在建工程的下降所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占70.66%）、固定资产（占13.79%）、在建工程（占9.95%）和可供出售金融资产

产（占 5.57%）构成。

图 4 2016 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司可供出售金融资产呈下降趋势，截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 0.31 亿元，较年初无变化。公司可供出售金融资产为以成本计量的可供出售权益工具，主要为对泰州市凤城河旅游管理服务有限公司的投资 0.21 亿元。

2014~2016 年，公司投资性房地产波动增长，截至 2016 年底为 3.98 亿元，较年初下降 1.04%，较为稳定。公司投资性房地产按其成本进行初始计量，采用成本模式进行后续计量，并按照与房屋建筑物或土地使用权一致的政策进行折旧或摊销。公司投资性房地产全部为用于出租的商铺，其中 1.74 亿元用于抵押，占比为 43.72%，受限比例较高。

2014~2016 年，公司固定资产逐年增长，截至 2016 年底为 0.78 亿元，较年初增长 79.80%，主要由房屋、建筑物（占 98.55%）构成。公司固定资产不存在减值迹象，未计提减值准备。公司无抵押的固定资产。固定资产成新率为 95.56%，成新率较高。

2014~2016 年，公司在建工程大幅下降，年均复合下降 85.07%。截至 2016 年底，公司在建工程 0.56 亿元，较年初下降 98.35%，主要系 2014~2015 年公司代建项目成本及自建项目成本均计入“在建工程”，随着公司项目建设进度的推进，遵循通常会计处理原则，公司将代建项目全部调整计入“存货”科目，自建项目成本仍计入“在建工程”科目。

总体看，公司流动资产中存货占比大，应收账款增长较快，给公司带来一定的资金周转压力；非流动资产以投资性房地产为主。公司整体资产流动性弱，资产质量一般。

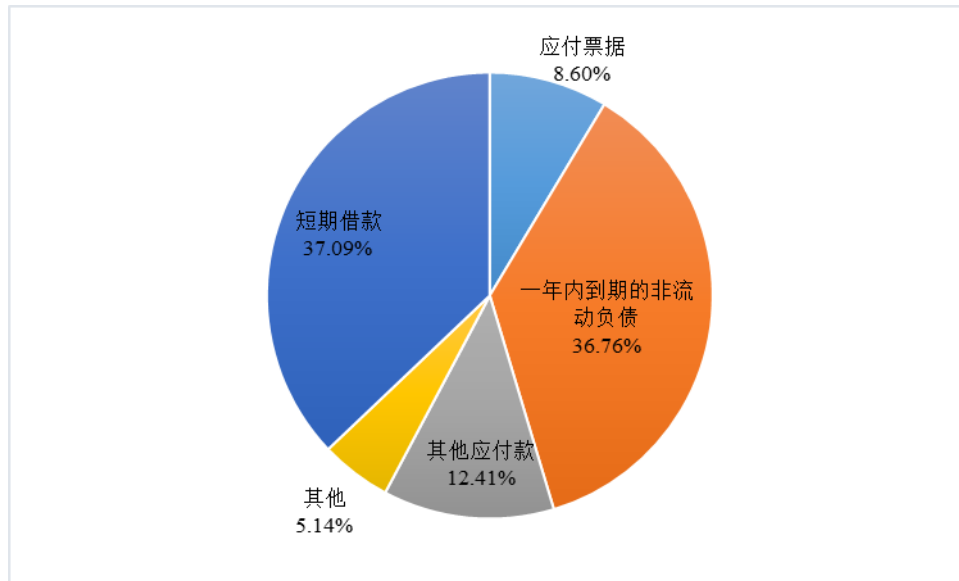
3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，公司负债总额年均复合增长 22.87%。截至 2016 年底，公司负债总额为 67.91 亿元，较年初增长 20.29%。公司负债其中流动负债和非流动负债分别占 41.10%和 58.90%，公司负债结构以非流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 27.91 亿元，较年初增长 21.50%，主要以短期借款（占 37.09%）、应付票据（占 8.60%）、其他应付款（占 12.41%）和一年内到期的非流动负债（36.76%）为主。

图 5 2016 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 130.62%，截至 2016 年底，公司短期借款 10.35 亿元，较年初增长 149.40%，主要以信用借款（占比 67.63%）和质押借款（占 30.92%）为主。

2014~2016 年，公司应付票据有所增长，2014 年底，公司不存在应收票据，2015 年底，公司新增应收票据 6.00 亿元。截至 2016 年底，公司应付票据均为商业承兑汇票，金额为 2.40 亿元，较年初下降 60.00%。

2014~2016 年，公司其他应付款逐年下降，年均复合下降 36.53%。截至 2016 年底，公司其他应付款 3.46 亿元，较年初下降 28.04%，主要为往来款，其中账龄在 1 年以内占比 88.73%，账龄 1~2 年占比 0.75%，其余为 2 年以上的，其他应付款账龄较短。公司其他应付款欠款金额前 5 名占比 26.79%，欠款单位集中度一般。

表 8 截至 2016 年底其他应付款前 5 名（单位：万元、%）

往来单位	金额	占比	款项性质
泰州海螺水泥有限责任公司	3,025.21	8.73	往来款
泰州市怡华有限责任公司	1,953.62	5.64	往来款
泰州市园林经济实业公司	1,500.00	4.33	往来款
泰州市泰山经济实业公司	1,500.00	4.33	往来款
泰州市路灯管理处	1,300.00	3.75	往来款
小计	9,278.92	26.79	--

资料来源：审计报告以及公司提供

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，截至 2016 年底为 10.26 亿元，较年初增长 35.73%，分别为一年内到期的长期借款（2.26 亿元）和 1 年内到期的应付债券（8.00 亿元）。1 年内到期的应付债券为华泰私募债三年债券和中小企业私募债券。

2014~2016 年，公司非流动负债规模快速扩张，年均复合增长 14.15%，主要系长期借款增加所致。截至 2016 年底，公司非流动负债 40.00 亿元，较年初增长 19.46%，主要由长期借款（占 99.59%）构成。

2014~2016 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 32.62%。截至 2016 年底，公司长期借款 39.84 亿元，较年初增长 57.47%，其中抵押借款 15.45 亿元、保证借款 21.39 亿元。

2014~2016 年，公司全部债务规模快速上升。截至 2016 年底，公司全部债务合计 62.85 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 36.61%和 63.39%。近三年，由于负债总额大幅增长，公司资产负债率波动上升，全部债务资本化率持续上升，但公司长期债务资本化率波动下降，截至 2016 年底三项比率分别为 47.55%、45.62%和 34.72%。公司债务负担适宜。

整体看，近三年，公司有息债务规模快速扩张，但目前债务负担适宜。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益年均复合增长 19.26%，系未分配利润和资本公积增长所致。截至 2016 年底，公司所有者权益为 74.92 亿元，其中实收资本占 37.23%、资本公积占 51.33%和未分配利润占 10.29%。

2014~2016 年，公司实收资本保持稳定，为 27.88 亿元。2014~2016 年，公司资本公积保持增长，分别为 22.42 亿元、38.27 亿元和 38.44 亿元。2015~2016 年公司资本公积增长主要系管委会拨入的土地款。

总体看，公司所有者权益持续增长，结构稳定性较好。

4. 盈利能力

随着公司代建收入逐年增加，2014~2016 年公司营业收入规模保持增长，年均复合增长 2.19%。同期，公司营业成本年均复合增长 1.37%。2014~2016 年，公司营业利润率分别为 10.01%、10.91%和 11.52%，逐年上升。

2014~2016 年，公司期间费用分别为 0.14 亿元、0.24 亿元和 0.48 亿元，随着销售费用和管理费用逐年增长，三年费用收入比分别为 1.59%、2.56%和 5.11%。

2014~2016 年，公司营业外收入分别为 0.35 亿元、2.51 亿元和 2.68 亿元，主要为泰州市政府补助。2014~2016 年，公司利润总额分别为 1.10 亿元、3.28 亿元和 3.28 亿元，政府补助对利润总额贡献较大。

从盈利指标来看，2016 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较年初均有所增长，2016 年分别为 2.68%、2.69%和 4.26%。公司整体盈利能力弱。

总体看，公司盈利能力弱，利润总额对财政补贴依赖性较强。

5. 现金流分析

经营活动现金流方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流入量波动上升，年均复合增长 80.68%，以收到其他与经营活动有关的现金为主。2014~2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 0.05 亿元、0.24 亿元和 0.56 亿元，为房屋租赁以及旅游服务收入（2014 年下半年房屋租赁收入计入“其他与经营活动有关现金”科目）；近三年收到其他与经营活动有关的现金分别为 5.34 亿元、18.21 亿元和 17.04 亿元，主要为利息收入、政府补助和往来款，2015 和 2016 年显著增长主要系经营规模扩大，项目建设增加所致；经营活动现金流出以支付其他与经营活动有关的现金为主，主要为往来款。2014~2016 年，公司经营活动现金流量净额波动下降，分别为 1.39 亿元、0.04 亿元和 1.12 亿元。从收入实现质量指标看，2014~2016 年公司现金收入比分别为 0.57%、2.59%和 6.05%。考虑到公司将确认为委托代建收入对应的代建项目资金计入“收到其他与经营活动有关现金”科目，且代建项目资金存在与凤城河管委会划入的其

他财政资金（计“其他应付款”）抵消的情况，公司收入实现质量一般。

投资活动方面，公司投资活动现金流入波动增长。2014~2016 年收回投资收到的现金 1.30 亿元、7.90 亿元和 2.37 亿元，为收回到期理财产品。公司投资活动现金流出以购建固定资产、无形资产等支付的现金为主。2014~2016 年，购建固定资产、无形资产等支付的现金分别为 26.36 亿元、19.73 亿元和 0.71 亿元，主要为代建项目资金投入和购买土地支出。2014~2016 年，投资支付的现金分别为 5.11 亿元、5.70 亿元和 0.60 亿元，为理财产品投资。2014~2016 年，公司投资活动现金流量净额分别为-30.16 亿元、-14.60 亿元和 1.04 亿元。

从筹资活动来看，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入量逐年下降，截至 2016 年底为 27.98 亿元，其中吸收投资收到的现金 0.20 亿元，取得借款 27.78 亿元。同期，公司筹资活动现金流出快速增长，主要为偿还债务本息支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金。2015~2016 年，支付其他与筹资活动有关的现金分别为 1.00 亿元和 15.81 亿元，主要为支付的保证金和外单位借款支付的现金。2014~2016 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 32.58 亿元、19.66 亿元和-2.29 亿元。

总体看，公司经营活动现金流量净额波动下降，收入实现质量一般；2014~2015 年较大的投资支出扩大了公司对外融资需求，2016 年，投资支出大幅下降，但是融资需求并未大幅减少。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年公司流动比率和速动比率波动上升，2016 年底两项指标分别为 4.92 倍和 1.61 倍。2014~2016 年，公司现金短期债务比分别为 2.16 倍、0.82 倍和 0.65 倍，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年公司 EBITDA 逐年增加，分别为 1.13 亿元、3.29 亿元和 3.39 亿元，2016 年，公司 EBITDA 构成中利润总额占比为 96.79%，计入财务费用的利息支出占比为 0.00%，折旧占比为 3.21%，摊销占比为 0.01%。2014~2016，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.03 倍、0.06 倍和 0.05 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力处于一般水平。

截至 2016 年底，公司对外担保余额为 9.31 亿元，担保比率为 12.43%。公司担保比率较低，且被担保公司运营正常，公司或有负债风险较小。

截至 2016 年底，公司没有对其生产经营或偿债能力产生重大影响的未决诉讼或未决仲裁。

公司与各大银行具有良好的合作关系，截至 2016 年底获得的各银行授信总额为 63.70 亿元，尚未使用额度为 12.05 亿元。

根据《企业信用报告（银行版）》，（机构信用代码：G1032120200141970C），截至 2017 年 5 月 18 日，公司共有 2 笔欠息记录。第一笔欠息日期为 2014 年 9 月 22 日，金额为 159.03 万元，根据中国银行股份有限公司泰州海陵支行出具的说明，该笔欠息系经办客户经理疏忽，在系统维护时未将自动扣款帐号录入完整，造成付息日未扣款，目前已完成扣款。第二笔欠息日期为 2017 年 1 月 21 日，金额为 429.78 万元，该笔欠息主要系欠息日为周六，银行网点对公业务不开，无法手工扣款，导致企业付息不成功，次日银行调休正常营业，企业成功付息，中国建设银行股份有限公司泰州海陵支行已出具书面说明。除此之外公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力有待提升，公司目前债务规模有所扩大，有一定的债务负担。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期公司债券发行额为5.00亿元，相当于公司2016年底长期债务的12.55%，全部债务的7.69%，对公司现有债务结构有一定影响。

2016年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为47.55%、45.62%和34.72%，不考虑其他因素，预计本期公司债券发行后，上述指标将分别升至49.32%、47.52%和37.44%。公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2014~2016年，公司EBITDA分别为1.13亿元、3.29亿元和3.39亿元，分别为本期债券本金的0.23倍、0.66倍和0.68倍，EBITDA对本期债券的保护能力弱。本期债券本金自存续期内第三年起至第七年分期等额偿还，每年待偿还金额为1.00亿元。2014~2016年，公司EBITDA对每年待偿还本金的保障倍数分别为1.13倍、3.29倍和3.39倍，EBITDA对每年待偿还本金保障程度尚可。

2014~2016年，公司经营活动现金流入量分别为5.39亿元、18.45亿元和17.60亿元，分别为本期债券本金的1.08倍、3.69倍和3.52倍，对每年待偿还本金的保障倍数分别为5.39倍、18.45倍和17.60倍，经营活动现金流入量对每年待偿还本金保障程度较高。2014~2016年，公司经营活动现金流量净额分别为本期债券的0.28倍、0.01倍和0.22倍，对本期债券每年待偿还本金的保障倍数分别为1.39倍、0.04倍和1.12倍。

总体看，公司EBITDA和经营活动现金流量净额对本期债券保障程度较弱；经营活动现金流入量对本期债券保障能力尚可，对分期等额待偿还金额保障程度较高。本期债券分期偿还条款的设置，可有效降低本金集中偿付压力，有助于保障本期债券的按时兑付。

3. 募投项目收益偿债能力分析

本期债券偿债资金来源于公司经营产生的现金流、募投项目产生的现金流等。

项目收入主要来源于8项，（1）水上巴士经营收入；（2）休闲游艇经营收入；（3）停车费收入；（4）停车场充电桩服务费收入；（5）旅游门票收入；（6）展台收入；（7）旅游商业街房屋销售收入；（8）物业管理费收入。

募投项目总投资20.58亿元，扣除配套酒店后投资总额为16.45亿元，本期债券募集资金拟投入3.00亿元，债券存续期7年（2017~2024年），假设2017年发行，则2017年~2018年为建设期，2020年~2024年为还款期，债券采取按年付息，还款期内按每年等额偿付本金20%的方式还本，剩余资金公司自筹。还款期内，项目共计可得各类收入274,912.05万元（包括各类游船收入、门票收入、停车场收入、展台收入、商业街房屋销售收入及物业管理收入等），扣减自营项目的经营成本及各类税金支出，加上财务费用（已计入成本），共计可得还款资金228,800.09万元。还款期内项目偿债覆盖率最低为2.63倍，覆盖程度良好。

表9 募投项目营业收入构成（单位：万元）

序号	项目	合计	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
1	水上巴士经营收入	12,299.04	1,576.80	1,892.16	2,207.52	2,207.52	2,207.52	2,207.52
2	休闲游艇经营收入	4,099.68	525.60	630.72	735.84	735.84	735.84	735.84

3	停车服务费	14,262.14	1,901.62	2,218.56	2,535.49	2,535.49	2,535.49	2,535.49
4	充电服务费	4,730.40	630.72	735.84	840.96	840.96	840.96	840.96
5	旅游门票收入	134,436.79	17,424.00	19,166.40	21,083.04	23,191.34	25,510.48	28,061.53
6	展台收入	5,616.00	720.00	864.00	1,008.00	1,008.00	1,008.00	1,008.00
7	配套商业用房销售收入	99,000.00	22,000.00	22,000.00	22,000.00	33,000.00	--	--
8	物业管理费收入	468.00	24.00	48.00	72.00	108.00	108.00	108.00
9	合计	274,912.05	44,802.74	47,555.68	50,482.85	63,627.15	32,946.29	35,497.34

资料来源：根据《泰州凤城河建设发展有限公司泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目可行性研究报告》整理

表 10 募投项目对债券的保障能力（单位：万元）

序号	项目	合计	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
1	还本	50,000.00	--	50,000.00	50,000.00	50,000.00	50,000.00	50,000.00
2	当年还款资金来源	228,800.09	3,9205.36	40,747.12	42,341.34	52,566.19	26,295.17	27,644.91
2.1	自营收入	274,912.05	44,802.74	47,555.68	50,482.85	63,627.15	32,946.29	35,497.34
2.2	减：经营成本（不含折旧及财务费用）	19,003.68	3,136.80	3,219.39	3,307.21	3,701.53	2,781.11	2,857.64
	销售税金及附加	14,980.70	2,460.58	2,602.78	2,754.75	3,496.33	1,761.70	1,904.56
	企业所得税	12,127.59	0.00	986.38	2,079.56	3,863.10	2,108.32	3,090.23
3	偿债覆盖率（2/1）	4.58	--	4.07	4.23	5.26	2.63	2.76

资料来源：根据《泰州凤城河建设发展有限公司泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目可行性研究报告》整理

九、债权保护条款分析

1. 偿债资金专户

为维护本期债券投资者的权益，公司与中国民生银行股份有限公司南京分行（以下简称“民生银行南京分行”）分别签署了《2016 年泰州凤城河建设发展有限公司公司债券募集资金三方监管协议》（以下简称“《募集资金监管协议》”）和《2016 年泰州凤城河建设发展有限公司公司债券偿债基金专户监管及合作协议》（以下简称“《偿债基金专户监管协议》”），与兴业证券股份有限公司（以下简称“兴业证券”）签署了《2016 年泰州凤城河建设发展有限公司公司债券债权代理协议》（以下简称“债权代理协议”）和《2016 年泰州凤城河建设发展有限公司公司债券持有人会议规则》（以下简称“债券持有人会议规则”）。

根据《募集资金监管协议》，为了保证本期债券本息按期兑付，保障投资者利益，公司将在中国民生银行股份有限公司南京分行开立用于本期债券募集资金存储和使用的专项银行存款账户，该专户仅用于 2016 年泰州凤城河建设发展有限公司公司债券募集资金存储和使用，不得用作其他用途。

根据《债券持有人会议规则》，出现公司主要资产被查封、扣押、冻结，单独或合并代表 10%以上有表决权的债券持有人书面提议召开债券持有人会议等情况，应召开债券持有人会议，兴业证券于十个工作日内以公告方式发出召开债券持有人会议的通知，通知需明确会议召开时间、地点和方式等。

根据《债权代理协议》，公司未按照债券登记托管机构的约定将到期的本期公司债券利息和/或本金足额划入登记托管机构指定的账户，公司应在十日内以电话、传真、特快专递等有效方式通知兴业证券，并以公告的方式通知全体债券持有人。兴业证券在本期债券付息日前五个工作日，当偿债账户内的资金不足以保证公司按期支付本期债券当期应付本息时，兴业证券应按《债券持有人会议规则》的规定召集债券持有人大会；公司不能偿还债务时，兴业证券根据

债券持有人会议之决议受托参与公司整顿、和解、重组或者破产的法律程序。

根据《偿债基金专户监管协议》，公司在民生银行南京分行开立偿债资金专户，用于偿债资金的接收、存储及划转。公司应在本期债券的付息日或兑付日前 7 个工作日（T-7 日）之前，按照《募集说明书》中确定的当期应付利息和当期应兑付本金的金额向偿债专户中划入偿债资金。若公司未能在（T-7 日）向偿债专户划入上述资金，则民生银行南京分行应于（T-5 日）前通过相关主管机构指定媒体或渠道进行公告。

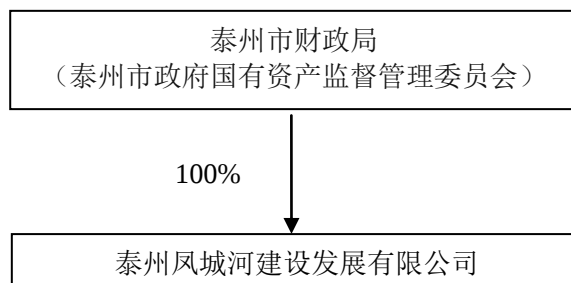
十、综合评价

公司是泰州凤城河风景区唯一的基础设施建设和景区运营主体。联合评级对公司的评级反映了其在区域经济和政府支持等方面具备的优势。泰州市经济发展迅速，财政实力较强，为公司发展提供了良好的外部环境。同时，联合评级也关注到公司利润总额对政府补贴依赖性强、有息债务规模快速增加、资产流动性弱等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

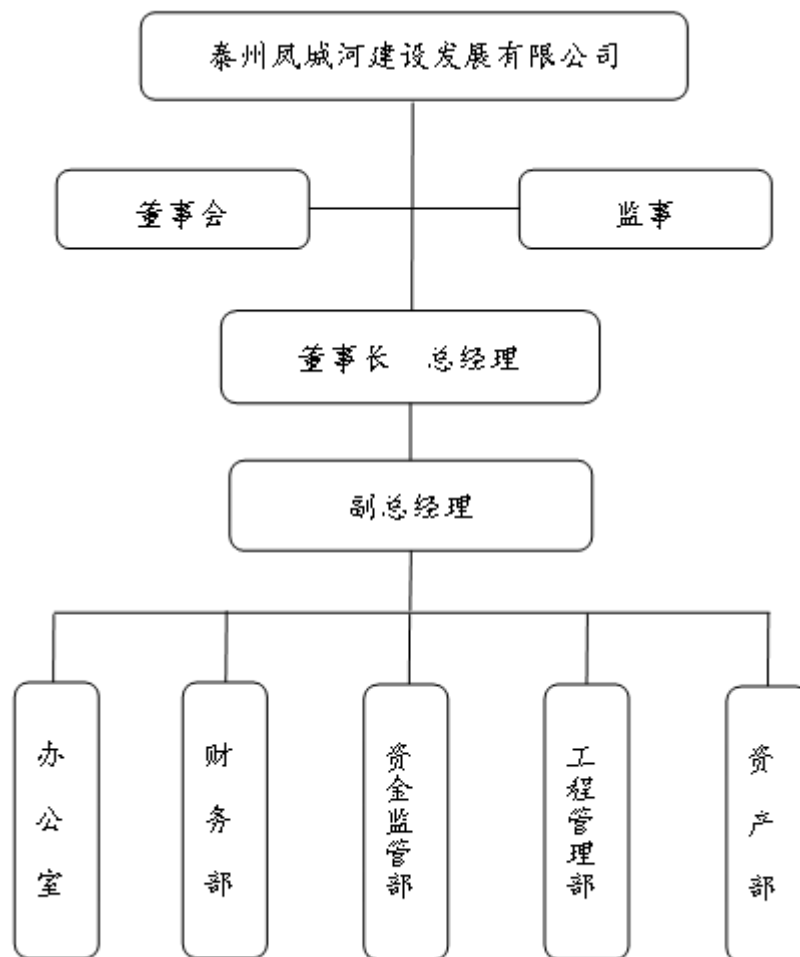
随着未来景区内项目的逐步建成，公司经营性收入有望逐年增长。伴随泰州市经济实力不断增强，公司将有望持续获得泰州市政府和凤城河管委会的支持，有助于提升公司的整体偿债能力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券设置的本金分期等额偿还条款，将在一定程度上降低本期债券本息的集中偿付压力。基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织架构图



附件 3 公司主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	97.65	128.06	142.83
所有者权益（亿元）	52.67	71.60	74.92
短期债务（亿元）	4.88	17.71	23.01
长期债务（亿元）	30.65	33.30	39.84
全部债务（亿元）	35.53	51.01	62.85
营业收入（亿元）	8.91	9.26	9.31
净利润（亿元）	0.91	3.08	3.12
EBITDA（亿元）	1.13	3.29	3.39
经营性净现金流（亿元）	1.39	0.04	1.12
应收账款周转次数（次）	2.49	1.51	0.82
存货周转次数（次）	0.34	0.16	0.11
总资产周转次数（次）	0.09	0.08	0.07
现金收入比率（%）	0.57	2.59	6.05
总资本收益率（%）	--	2.94	2.68
总资产报酬率（%）	--	2.92	2.69
净资产收益率（%）	--	4.96	4.26
营业利润率（%）	10.01	10.91	11.52
费用收入比（%）	1.59	2.56	5.11
资产负债率（%）	46.06	44.09	47.55
全部债务资本化比率（%）	40.28	41.60	45.62
长期债务资本化比率（%）	36.79	31.74	34.72
EBITDA 利息倍数（倍）	49.36	--	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.06	0.05
流动比率（倍）	4.69	3.89	4.92
速动比率（倍）	1.44	1.39	1.61
现金短期债务比（倍）	2.16	0.82	0.65
经营现金流动负债比率（%）	9.74	0.18	4.03
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.13	0.37	0.42

注：1、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、本报告中数据不加特别注明均为合并口。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
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
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券
 + 一年内到期的非流动负债
 全部债务 = 长期债务 + 短期债务
 EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。