

2013 年泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司

公司债券 2018 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。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证券信用评级的变化
情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第
【924】号 01

债券简称: PR 泰成兴/13
泰兴成兴债

债券剩余规模:
4.80 亿元

债券到期时间:
2020 年 12 月 12 日

债券偿还方式:
单利按年计息, 在
本期债券存续期的第 3 年至
第 7 年末分别偿还本金
总额的 20%

分析师

姓名:
刘师宇 张伟亚

电话:
021-51035670

邮箱:
liushy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法, 该评级方法已披露
于公司官方网站。

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

2013 年泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司公司债券 2018 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	2018 年 06 月 25 日	2017 年 06 月 26 日

评级观点:

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 2018 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公司发展的外部环境较好, 主营业务未来持续性较好, 且持续受到较大力度的外部支持; 同时我们也关注到公司主要在建项目资金需求较大, 面临一定的资金压力, 公司整体资产流动性较弱, 有息债务规模持续增长且面临较大的即期偿付压力, 以及对外担保规模较大, 存在较大的或有负债风险等风险因素。

正面:

- 公司发展的外部环境较好。2017 年, 泰兴市实现地区生产总值 964.07 亿元, 按可比价格计算, 较上年增长 8.60%; 同期, 泰兴市实现公共财政收入 63.1 亿元, 较上年增长 10.33%。外部环境为公司发展提供了较好的基础。
- 公司主营业务未来持续性较好。截至 2017 年末, 公司主要在建及拟建项目计划总投资合计 29.00 亿元, 未来将通过政府回购实现相关收益; 此外, 泰兴经济开发区 (以下简称“泰兴经开区”) 待开发区域仍有约 45 平方千米, 随着开发区建设的持续推进, 未来仍有较多的土地整理及相关配套设施建设项目, 公司主营业务未来持续性较好。
- 公司继续受到较大力度的外部支持。由于公司主营业务资金支出需求较大且具有一定的公益性, 2017 年公司合计获得政府补助 2.09 亿元, 政府补助对公司整体盈

利水平的贡献较大。

关注：

- **公司在建项目资金需求较大，面临一定的资金支出压力。**截至 2017 年末，公司主要在建及拟建基础设施和安置房项目计划总投资合计 29.00 亿元，未来尚需投资 14.79 亿元，公司面临一定的资金支出压力。
- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2017 年末，公司存货和应收类款项账面价值合计占资产总额的比重为 76.44%；公司存货以土地资产和各类开发成本为主，难以集中变现；同时，公司应收类款项规模较大，回款期限不确定，存在一定资金占用情况。此外，公司 2017 年末受限资产合计为 21.20 亿元，占公司当期资产总额的 14.07%。
- **公司有息债务规模持续增长，且面临较大的即期偿付压力。**2017 年末公司有息债务规模增至 70.82 亿元，较上年末增长 8.96%，有息债务占公司负债总额的比重亦增至 79.72%，公司偿付压力进一步加重。其中，短期有息负债为 24.13 亿元，公司面临较大的短期偿付压力。
- **公司对外担保余额较大，存在较大的或有负债风险。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司及下属子公司对外担保余额为 83.68 亿元，占公司 2017 年末所有者权益的比重为 135.34%；公司担保对象主要为泰兴市地方国有企业，另有少部分对民营企业担保，尽管对民营企业担保均设立反担保措施，但公司对外担保余额较大，存在较大的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,506,712.85	1,430,658.23	1,179,451.51
所有者权益合计（万元）	618,322.51	598,096.06	579,678.35
有息债务（万元）	708,196.25	649,965.23	305,230.15
资产负债率	58.96%	58.19%	50.85%
流动比率	3.51	3.40	2.61
其他收益（万元）	20,885.76	-	-
营业收入（万元）	122,648.81	123,504.56	118,292.75
营业外收入（万元）	3.09	22,693.49	28,781.59
利润总额（万元）	21,298.44	19,443.21	18,045.60
综合毛利率	14.63%	15.25%	18.99%

EBITDA（万元）	67,516.38	61,755.70	58,073.31
EBITDA利息保障倍数	1.65	1.81	1.61
经营活动现金流净额（万元）	-4,493.07	56,970.45	-185,804.84

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

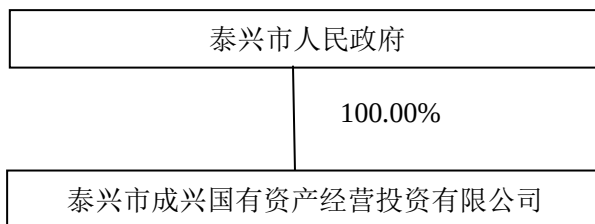
一、本期债券募集资金使用情况

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，募集资金原计划用于泰兴市外来务工人员安置房项目、泰兴市滨江污水处理二期工程项目和泰兴经济开发区滨江大道建设工程项目，截至2017年末本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

截至2017年12月31日，公司注册资本和实收资本均为6.48亿元，控股股东和实际控制人均为泰兴市人民政府，未发生变化。公司高管亦未发生变动。

图1 截至2017年末公司股权结构情况



资料来源：公司提供

2017年度，公司出资0.76亿元购买了泰州联泰化学科技有限公司和泰兴市隆盛精细化工有限公司100%的股权并将这2家子公司纳入公司合并范围，因此主营业务中新增了化工产品销售收入。截至2017年末，公司合并范围内共有子公司4家。

表1 2017年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

名称	经营范围	注册资本	持股比例	设立方式
泰州联泰化学科技有限公司	化工产品的研究、生产和销售	500.00	100%	购买
泰兴市隆盛精细化工有限公司	化工产品的生产和销售	4,030.77	100%	购买

资料来源：公司2017年审计报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为150.67亿元，所有者权益合计61.83亿元，资产负债率为58.96%；2017年度公司实现营业收入12.26亿元，利润总额2.13亿元，经营活动现金净流出0.45亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表2 2017年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266 号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

2017 年，泰兴市经济总量保持稳步增长，工业经济增长较快，重点产业发展情况良好，整体经济实力较强

2017 年，泰兴市实现地区生产总值 964.07 亿元，按可比价格计算，较上年增长 8.60%，增速较上年下滑 2.2 个百分点；其中，第一产业增加值 57.16 亿元，同比增长 2.80%，受到农业现代化、机械化转型的带动增速较上年有所提高；第二产业增加值为 450.86 亿元，同比增长 7.40%；第三产业增加值为 456.05 亿元，同比增长 10.60%。2017 年泰兴市二、三产业增速均较上年下滑，地方经济整增速仍然较快。按常住人口人口计算，2017 年泰兴市人均地区生产总值 89,431 元，与全国人均生产总值的比值为 149.90%。

从主要产业来看，2017 年泰兴市服务业较快发展，占 GDP 比重比上年提高 0.7 个百分点，占 GDP 比重超过第二产业 0.5 个百分点。工业经济方面，2017 年泰兴市全年规模以上工业增加值可比增长 10.5%。其中，轻工业同比增长 17.4%，重工业同比增长 23.5%。全年规模以上工业企业实现主营业务收入 3,370.08 亿元，同比增长 21.4%；利润总额 280.86 亿元，同比增长 12.9%。全年新增规模以上工业企业 65 家。总体而言，泰兴市工业经济保持较快增长。

2017 年泰兴市完成固定资产投资 799.74 亿元，较上年增长 16.30%，继续保持较快增速。从固定资产投资投向看，第二、第三产业投资快速增长，规模上工业投资 555.31 亿元，增长 20.8%；规模上服务业产业投资 166.71 亿元，同比增长 14.0%。泰兴市 2017 年房地产市场继续较快发展，全年商品房销售面积 193.96 万平方米，同比增长 32.4%。其中，住宅销售面积 174.23 万平方米，增长 29.8%。

2017 年泰兴市实现社会消费品零售总额 240.59 亿元，增速较上年进一步加快。对外贸易方面，泰兴市全年完成进出口总额 38.22 亿美元，增长 48.5%，其中进口总额 18.12 亿美元，增长 35.0%；出口总额 20.10 亿美元，增长 63.1%。金融机构存贷款规模也保持较快的增长速度。

整体上看，2017 年泰兴市经济总量保持稳步增长，服务业和工业经济均增长较快，整体经济实力较强。

表3 2016-2017 年泰兴市主要经济指标及同比变化情况

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	964.07	8.60%	832.91	10.80%
第一产业增加值（亿元）	57.16	2.80%	53.95	1.40%
第二产业增加值（亿元）	450.86	7.40%	388.52	10.80%
第三产业增加值（亿元）	456.05	10.60%	390.44	12.20%
全年固定资产投资（亿元）	799.74	16.30%	687.46	22.60%
社会消费品零售总额（亿元）	240.59	12.50%	215.01	12.30%
进出口总额（亿美元）	38.22	48.50%	25.75	5.80%
存款余额（亿元）	1,006.92	10.40%	912.3	20.90%
贷款余额（亿元）	697.01	19.90%	581.39	15.80%
人均 GDP（元）	89,431		77,315	
人均 GDP/全国人均 GDP	149.90%		143.23%	

资料来源：2016-2017 年泰兴市国民经济和社会发展统计公报

2017 年，泰兴市公共财政收入保持稳步增长，财政自给情况较好

得益于地方经济持续发展，2017 年泰兴市实现公共财政收入 63.1 亿元，较上年增长 10.33%；其中，税收收入 52.9 亿元，较上年增长 12.08%，税收收入占公共财政收入的比重为 83.82%，泰兴市公共财政收入质量较好。

2017 年泰兴市公共财政支出为 81.8 亿元，较上年增长 7.07%，教育支出 15.86 亿元，比上年增长 20.3%；住房保障支出 5.44 元，同比增长 24.3%；医疗卫生支出 8.43 元，同比增长 9.2%；社会保障和就业支出 8.15 元，同比增长 3.6%。从财政平衡情况看，2017 年泰兴市财政自给率为 77.11%，自给能力较好。

表4 2016-2017 年泰兴市财政收支主要指标（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	-	155.2
（一）公共财政收入	63.1	57.2
其中：税收收入	52.9	47.2
非税收收入	10.2	10
（二）上级补助收入	-	26.3
其中：返还性收入	-	3.7
一般性转移支付收入	-	11.7
专项转移支付	-	10.9
（三）政府性基金收入	67.8	71.7
财政支出=（一）+（二）	-	155.7
（一）公共财政支出	81.8	76.4
（二）政府性基金支出	-	79.3
财政自给率	77.11%	74.90%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：2017 年泰兴市国民经济和社会发展统计公报以及鹏元地区经济与财政信息数据库

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、建设的经营主体以及国有资产运营管理平台，公司主要从事泰兴市城西片区的土地整理开发、基础设施建设、安置房建设和污水处理等业务，此外 2017 年公司并入了 2 家子以化工产品生产和销售为主营业务的子公司，合并范围内新增了化工产品销售收入。2017 年公司安置房收入大幅减少，但土地整理收入大幅增加，且公司确认了基础设施建设项目收入 3.45 亿元并新增化工产品销售收入 0.05 亿元，因此公司收入规模与上年基本持平。从收入构成看，土地整理和基础设施代建成为公司收入和毛利的主要来源，合计占 2017 年公司营业收入的比重为 86.68%。

毛利率方面，公司土地整理以毛利率较稳定，但安置房收入规模大幅下降，以致公司 2017 年毛利率较上年小幅下降 0.62 个百分点，为 14.63%。

表5 2016-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	71,844.66	19.91%	46,395.84	20.77%
建设项目	34,466.02	14.74%	-	-
安置房收入	9,708.74	15.22%	71,407.58	16.67%
污水处理	4,402.69	-108.79%	4,062.33	-106.86%
化工产品销售	526.72	32.29%	-	-
其他	1,699.98	100.00%	1,638.81	100.00%
合计	122,648.81	14.63%	123,504.56	15.25%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

2017 年公司土地整理收入显著增长，泰兴经济开发区尚有大片土地未进行开发，公司未来土地开发业务规模较有保障

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。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（内容包括征地、拆迁、补偿、人员安置、场地平整以及城市配套设施建设等），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，以开发成本加成一定的收益率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 125% 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。

受当地房地产市场波动和政府土地出让计划等因素影响，公司土地整理收入波动性较大。2017 年，公司整理开发的土地项目主要为石桥村三期和红旗村三期，实现土地整理收入 7.18 亿元，较上年大幅增加 54.85%。此外，由于土地开发业务收益加成比例略有下调，公司土地整理业务的毛利率较上年小幅下降，为 19.91%。

表6 公司 2017 年土地整理业务情况（单位：万元）

地块名称	收入	成本
石桥村三期	54,757.28	43,788.29
红旗村三期	15,242.72	12,270.27
其他	1,844.66	1,480.24
合计	71,844.66	57,538.79

资料来源：公司提供

泰兴经开区整体规划面积为 68 平方公里，截至 2017 年末，已开发区域约为 22 平方公里，未来仍将实施较大规模的土地整治项目，公司土地开发业务未来持续性较好。但考虑到土地整理业务受到当地招商引资情况、国家土地政策和房地产市场波动的影响，未来仍将存在一定的波动。

受到回购方安排影响，公司基础设施建设项目和安置房建设收入规模或将持续波动；公司在建、拟建工程规模较大，面临一定的资金压力

公司承担泰兴市城西片区道路交通、教育医疗等基础设施代建业务，项目建成后由泰兴市政府回购。具体运营模式方面，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。项目完工并完成验收审计后，泰兴市政府按照一定比例（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）对代建项目实施回购。2017 年公司确认收入的项目包括区内零星工程、区内平整填土等，共确认收入 3.45 亿元，由于各项目结算收入、成本均由回购方单独出具文件确定，因而各项目毛利率存在一定差异，2017 年公司建设项目业务毛利率为 14.74%。

表7 公司 2017 年建设项目业务情况（单位：万元）

项目名称	收入	成本
区内零星工程	16,262.14	13,860.25
区内平整填土	7,281.55	6,276.41
长沟安置小区	2,961.17	2,519.03
沿江公路	2,572.82	2,149.24
天星洲滨江疏港沿江路	2,475.73	2,112.29
飞鸿路	2,233.01	1,896.22
洋思变电所	679.61	573.00
合计	34,466.02	29,386.45

资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司存货中尚未结算的项目包括福泰路大桥、疏港路和飞鸿路等，上述项目大部分已基本完工，截至 2017 年末存货中建设项目为 18.44 亿元，但尚未完成验收审计。此外，公司在建、拟建基础设施项目主要包括非化工产业园内道路工程（日化、医药、新材料）、行政商务区（道路工程、职工公寓、企业总部）、河道修复工程和化工建成区内道路工程等，上述项目计划总投资合计 6.95 亿元，截至 2017 年末，已投资约 3.36 亿元，未来尚需投资 3.59 亿元，未来公司仍面临一定的资金支出压力。

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。2017 年回购方回购的安置房项目为城南公寓，其规模较小，因而公司仅确认收入 0.97 亿元，较上年大幅减少。毛利率方面，由于项目回购加成比例较低，因而安置房项目毛利率较上年小幅下降为 15.22%。

截至 2017 年末，公司在建及拟建安置房项目主要包括尤湾公寓（含 A 组团、B 组团）、城南公寓二期、石桥花园二区二期等，上述项目计划总投资合计 22.05 亿元，未来尚需投资 11.20 亿元，公司面临一定的资金压力。

公司污水处理业务公共服务性质较强，因而毛利率持续为负；2017 年公司合并范围扩大，新增了化工产品销售收入，可望为公司收入提供一定的补充

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（以下简称“滨江公司”）实施运营，负责对泰兴经开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。目前，滨江公司污水处理能力达 11.00 万吨/日，其中生活污水 6.5 万吨/日，工业废水 4.5 万吨/日。其中，生活污水处理业务滨江公司不直接收费，由泰兴经济开发区管理委员会每年给予滨江公司一定的补贴；而对于工业废水处理业务，滨江公司的收费标准为 6.2 元/吨。2017 年公司实现污水处理业务收入 4,402.69 万元，较上年增长 8.38%。公司污水处理业务公共服务性质较强，因而该项业务 2017 年毛利率为-108.79%，持续为负。

表8 2016-2017 年公司污水处理业务情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
污水处理收入	4,402.69	4,062.33
污水处理成本	9,192.50	8,403.24

资料来源：公司提供

为了实现多元化经营并分散公司经营风险，2017 年公司通过收购方式将泰兴市隆盛精细化工有限公司（以下简称“隆盛化工”）和泰州联泰化学科技有限公司（以下简称“联泰科技”）纳入合并范围，2 家企业的化工产品收入对公司的营业收入形成了一定的补充。其中，隆盛化工的产品主要是漂粉精产品主要化学成分为次氯酸钙，稳定性强，作为高效杀菌剂、消毒剂、漂白及氧化剂，被广泛应用于国民经济的各个行业；联泰科技是利用苯酐清洗废水加工富马酸的专业企业，目前主要利用联成化学苯酐废酸水经过脱色、过滤、结晶等生产成成品富马酸。该项业务属化工综合利用，符合国家产业政策的典型的循环经济

项目。上述业务 2017 年共增加公司营业收入 526.72 万元，毛利率为 32.29%，该业务在公司收入中的占比尚小。

2017 年公司继续受到较大力度的外部支持

作为泰兴市重要的基础设施投融资和建设、国有资产运营管理主体，公司得到了当地政府在政府补助方面的持续支持。考虑到公司在土地整理开发、基础设施代建、安置房建设和污水处理项目等方面的资金支出需求较大且具有一定的公益性，2017 年公司合计获得政府补助 2.09 亿元，提升了公司的盈利水平。

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 2016-2017 年审计报告，审计报告采用新会计准则编制。2017 年度，公司合并报表范围新纳入 2 家子公司，详情见表 1。

根据财政部 2017 年 5 月 10 日发布的《企业会计准则第 16 号——政府补助（2017 年修订）》（财会〔2017〕15 号），公司 2017 年收到的政府补助中 208,857,606.84 元计入其他收益科目。另据《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号），公司调整 2016-2017 年利润表中的资产处置收益、营业外收入和营业外支出，以下分析 2016 年利润表数据基于 2017 年审计报告的上期数。

资产结构与质量

2017 年，公司资产规模继续保持增长，但存货规模较大，其中的土地和在建工程难以在短期内集中变现；应收类款项回款时间不确定，存在一定资金占用情况；且受限资产规模较大，整体资产流动性较弱

由于外部融资规模显著扩大，加之各项业务持续推进，2017 年公司资产规模继续保持较快增长。截至 2017 年末，公司资产总额为 150.67 亿元，较上年末增长 5.32%。公司资产仍以流动资产为主，2017 年末占比为 91.69%，与上年末基本持平。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货等部分构成。2017 年末公司货币资金为 12.78 亿元，较上年末大幅减少，主要是公司将资金投入在建工程，以及关联借款增加所致，其中受限资金 2 亿元，主要用于存单质押、票据保证金。2017 年末，

公司应收账款账面价值为 10.04 亿元，较上年末减少 12.30%，其中应收江苏省泰兴经济开发区管理委员会的土地整理款及公建项目款合计占应收账款余额的比重为 99.38%，账龄主要集中在 1 年以内。公司其他应收款 2017 年末规模为 35.00 亿元，较上年末大幅增加 31.43%，主要是与当地政府部门以及国有企业的大幅增长所致。前五位应收对象借款余额合计占 2017 年末公司其他应收款余额的 87.87%，其中应收江苏省泰兴经济开发区管理委员会的往来款占其他应收款余额的比重为 50.32%。公司应收类款项总计规模较大，考虑到公司的业务性质和应收类款项的对象，上述款项未来回收风险不大，但回收时间不确定性，存在一定资金占用情况。公司存货主要由拆迁项目成本、代建项目成本和开发用地等构成，2017 年末为 70.13 亿元，较上年末增长 15.12%，其中公司 2017 年对拆迁项目投入规模较大，以致其增值 31.40 亿元；此外 2017 年末公司存货中开发用地为 20.27 亿元，代建项目成本为 18.34 亿元。截至 2017 年末，公司存货中账面价值 19.00 亿元的土地使用权已用于抵押。

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程和长期待摊费用等。公司固定资产主要包括房屋及建筑物、机械设备等，2017 年末规模为 5.81 亿元，与上年末基本持平。公司在建工程主要包括厂区一期优化改造工程、再生水回用项目等，2017 年末规模为 1.69 亿元，尚未与相关单位约定未来收益安排。公司长期待摊费用主要为债券承销费和融资顾问费，2017 年末规模为 1.69 亿元，较上年末增加 6.32%，主要系融资顾问费增加所致。

截至 2017 年末公司所有权或使用权受限的资产账面价值为 21.20 亿元，其中货币资金 2 亿元，其余均为土地和房产，占公司当期资产总额的 14.07%。

整体上看，2017 年公司资产规模继续保持增长，但公司资产中存货以及应收类款项合计占比较高，其中存货中的土地和在建工程难以在短期内集中变现，应收类款项回款时间不确定，存在一定资金占用情况，且受限资产规模较大，整体资产流动性较弱。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	127,757.29	8.48%	309,518.26	21.63%
应收账款	100,438.61	6.67%	114,526.95	8.01%
其他应收款	349,999.45	23.23%	266,299.10	18.61%
存货	701,305.17	46.55%	609,205.06	42.58%
流动资产合计	1,381,568.13	91.69%	1,332,704.52	93.15%
固定资产	58,132.97	3.86%	58,276.80	4.07%
在建工程	16,914.93	1.12%	15,363.79	1.07%

长期待摊费用	16,908.45	1.12%	15,903.60	1.11%
非流动资产合计	125,144.73	8.31%	97,953.71	6.85%
资产总计	1,506,712.85	100.00%	1,430,658.23	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017 年公司整体经营情况平稳，由于投资收益大幅增长且政府补贴计入营业利润，公司经营损益转为盈利，公司整体盈利水平有所提升

2017 年，公司实现营业收入 12.26 亿元，尽管安置房收入较上年大幅减少，但土地整理收入增长并确认了部分代建项目的收入，因此公司收入规模整体与上年持平。综合毛利率方面，公司各项业务毛利率总体较为稳定，但安置房业务在公司营业收入中的比重大幅下降。2017 年公司综合毛利率为 14.63%，较上年下降 0.62 个百分点。

此外，2017 年公司追加了对泰州联泰固废处置有限公司、泰州市过船港务有限公司以及泰州静脉产业园开发有限公司等企业的投资，全年确认投资收益 0.75 亿元，较上年大幅增长，考虑到被投资企业的业务均有一定的区域垄断性，公司投资收益存在一定的持续性；同时，2017 年公司收到政府补贴 2.09 亿元计入其他收益。综上，公司主营业务规模平稳，且确认了较大规模的投资收益和其他收益，2017 年由上年的营业亏损转为实现营业利润 2.22 亿元。2017 年公司实现利润总额 2.13 亿元，同比增长 9.54%。整体上看，2017 年公司整体经营情况平稳，由于投资收益大幅增长且政府补贴计入营业利润，公司经营损益转为盈利，公司整体盈利水平有所提升。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	122,648.81	123,504.56
投资收益	7,503.77	136.75
其他收益	20,885.76	-
营业利润	22,232.42	-2,159.41
营业外收入	3.09	22,693.49
利润总额	21,298.44	19,443.21
综合毛利率	14.63%	15.25%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017 年公司主营业务获现情况较好，但由于大量往来借款到期偿还，公司经营等活动

现金流转为净流出；此外，考虑到主营业务后续仍有较大规模的资金需求，公司未来面临较大的资金压力

2017 年，公司经营活动资金回笼明显改善，收现比升至 1.16，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 14.29 亿元，较上年大幅增长 26.51%；但公司 2017 年对拆迁项目投入资金较多，购买商品、提供劳务支出的现金流较上年大幅增长 61.81%，且与其他单位和企业的往来款净流出规模较大。因此 2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为-0.44 亿元。

2017 年，公司投资活动规模扩大，投资活动现金流出 7.05 亿元，较上年大幅增长，主要是借出款项大幅增加所致，因此投资活动净流出规模扩大为 6.46 亿元。此外，截至 2017 年末公司主要在建、拟建项目未来尚需投资 14.79 亿元，仍面临较大的资金压力。

筹资活动方面，随着公司各项业务的持续推进，外部融资需求较大，2017 年公司取得借款所收到的现金为 28.20 亿元，仍维持较大的规模；2017 年公司向其他单位偿还的往来借款规模较上年大幅减少，以致公司筹资活动现金净流入 7.35 亿元，较上年增加 34.94%。

整体上看，2017 年公司主营业务获现情况较好，但往来借款大幅增加以致经营活动净现金流转为净流出。

表11 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.16	0.91
销售商品、提供劳务收到的现金	142,869.67	112,932.67
收到的其他与经营活动有关的现金	119,545.09	101,086.12
经营活动现金流入小计	262,414.76	214,018.79
购买商品、接受劳务支付的现金	228,186.98	141,020.55
支付的其他与经营活动有关的现金	32,670.91	11,316.05
经营活动现金流出小计	266,907.83	157,048.34
经营活动产生的现金流量净额	-4,493.07	56,970.45
投资活动产生的现金流量净额	-64,581.52	-9,709.41
筹资活动产生的现金流量净额	73,513.61	54,478.92
现金及现金等价物净增加额	4,439.02	101,739.96

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2017 年公司有息债务规模显著增长，整体负债水平亦明显提升；同时，公司短期有息债务占比较高，面临较大的即期偿付压力

得益于持续受到外部支持，2017 年末公司所有者权益合计为 61.83 亿元，较上年末小

幅增长 3.38%。由于外部融资规模扩大等因素，2017 年末公司负债总额增至 88.84 亿元，较上年增长 6.71%。2017 年末公司产权比率较上年末大幅提升 4.48 个百分点至 143.68%，公司所有者权益对负债的保障程度进一步下降。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债合计	888,390.34	832,562.17
所有者权益合计	618,322.51	598,096.06
产权比率	143.68%	139.20%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，为满足土地开发以及项目建设的长期资金需求，公司长期融资规模较大，负债结构转为以非流动负债为主。截至 2017 年末，非流动负债占公司负债总额的比重为 55.74%。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等部分构成。公司短期借款主要用于补充流动资金，2017 年末规模为 2.97 亿元，均为保证借款。公司应付票据主要为银行承兑汇票，系用于结算应付工程款，2017 年末余额为 3 亿元；公司应付账款主要为应付工程款，2017 年末余额为 4.08 亿元。由于工程结算较多，2017 年末公司应付票据和应付账款余额分别较上年末减少 57.14%和 44.68%。公司其他应付款主要系与其他政府部门和企业单位的资金往来，2017 年末规模为 10.07 亿元，较上年末增长 32.77%。由于到期偿还债务规模显著增长，2017 年末公司一年内到期的非流动负债余额增至 18.16 亿元，较上年末大幅增长 26.33%。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款等部分构成。随着各项业务的持续推进，为满足土地开发以及项目建设的长期资金需求，公司近年来保持着较大规模的非流动负债。2017 年末，公司长期借款余额为 17.05 亿元，较上年减少 9.61%；公司长期应付款余额为 29.19 亿元，较上年末大幅增长 43.49%，增长部分主要为向苏州金融租赁股份有限公司、江苏金融租赁股份有限公司等公司借入的融资租赁款，期限主要分布在 3-5 年内。公司应付债券为本期债券，截至 2017 年末已偿还 40%的本金，2017 年末余额为 3.2 亿元。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	29,700.00	3.34%	20,680.00	2.48%
应付票据	30,000.00	3.38%	70,000.00	8.41%

应付账款	40,815.43	4.59%	73,777.84	8.86%
其他应付款	100,672.88	11.33%	75,827.77	9.11%
一年内到期的非流动负债	181,559.96	20.44%	143,716.70	17.26%
流动负债合计	393,244.66	44.26%	391,868.56	47.07%
长期借款	170,469.35	19.19%	188,587.42	22.65%
应付债券	32,000.00	3.60%	48,000.00	5.77%
长期应付款	291,864.50	32.85%	203,409.51	24.43%
非流动负债合计	495,145.69	55.74%	440,693.61	52.93%
负债合计	888,390.34	100.00%	832,562.17	100.00%
有息债务	708,196.25	79.72%	649,965.23	78.07%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

随着外部融资规模的扩大，2017 年末公司有息债务规模增至 70.82 亿元，较上年末增长 8.96%，有息债务占公司负债总额的比重亦增至 79.72%，公司偿付压力进一步加重。其中，短期有息负债为 24.13 亿元，2019-2020 公司分别须偿还约 16.10 亿元和 20.53 亿元，公司面临较大的短期偿付压力。

从偿债指标来看，2017 年末公司资产负债率升至 58.96%，较上年末小幅提升，整体负债经营程度较高。由于公司融资主要用于在拆迁项目、土地开发等业务，公司流动比率和速动比率均较上年末有所提升，但考虑到流动资产中存货和应收类款项规模较大，公司实际短期偿债能力偏弱。受益于整体盈利水平有所提升，2017 年公司 EBITDA 为 6.75 亿元，较上年增长 9.33%；但由于有息负债规模攀升较快，EBITDA 利息保障倍数由上年的 1.81 降至 1.65，EBITDA 对利息支出的保障程度有所下降，但尚能起到一定保障作用。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	58.96%	58.19%
流动比率	3.51	3.40
速动比率	1.73	1.85
EBITDA（万元）	67,516.38	61,755.70
EBITDA 利息保障倍数	1.65	1.81
有息债务/EBITDA	10.49	10.52

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至 2017 年 12 月 31 日，公司及下属子公司对外担保余额为 83.68 亿元，占公司 2017 年末所有者权益的比重为 135.34%；公司担保对象主要为泰兴市地方国有企业，而对民营

企业的担保余额为 3 亿元，尽管对民营企业担保均设立反担保措施，但公司对外担保余额较大，存在较大的或有负债风险。

表15 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方名称	担保金额	担保余额	起始日	到期日
源丰建设有限公司	2,500.00	2,500.00	2016/10/26	2018/3/26
泰兴市永志电子器件有限公司	1,500.00	1,500.00	2017/2/9	2018/2/9
泰兴市沿江化工（集团）总公司	4,000.00	4,000.00	2017/11/6	2018/11/5
	5,500.00	5,500.00	2017/4/26	2018/4/24
泰兴市天星洲开发投资有限公司	12,000.00	160	2015/6/30	2018/2/28
	3,000.00	40	2015/7/2	2018/2/21
	11,600.00	11,600.00	2015/4/24	2020/4/23
	8,400.00	400	2014/12/30	2019/12/29
	5,000.00	5,000.00	2017/12/11	2018/12/11
泰兴市双越投资有限公司	50,000.00	48,000.00	2015/12/31	2020/12/30
泰兴市盛泰城镇化建设有限公司	17,000.00	17,000.00	2016/3/3	2021/3/30
	8,125.00	8,125.00	2016/3/3	2021/3/30
	4,875.00	4,875.00	2016/3/3	2021/3/30
泰兴市金燕仓储有限公司	20,000.00	20,000.00	2016/7/13	2023/7/13
	6,000.00	6,000.00	2016/12/1	2019/12/28
泰兴市滨江新农村建设发展有限公司	6,000.00	6,000.00	2017/1/25	2020/1/10
	3,000.00	3,000.00	2017/7/28	2018/7/27
泰兴市滨江管廊建设有限公司	40,000.00	40,000.00	2016/2/1	2023/2/1
	35,000.00	19,000.00	2015/12/8	2022/12/30
	30,000.00	28,000.00	2015/11/26	2022/12/9
	30,000.00	30,000.00	2015/11/27	2022/11/26
	30,000.00	30,000.00	2015/11/27	2022/11/23
	30,000.00	30,000.00	2017/1/3	2021/12/31
	25,000.00	25,000.00	2017/1/23	2022/1/22
	20,400.00	18,768.00	2015/10/30	2022/10/30
	4,600.00	4,232.00	2015/11/11	2022/10/30
	5,500.00	5,500.00	2017/5/3	2018/5/2
	15,000.00	15,000.00	2016/3/22	2019/3/21
	30,000.00	30,000.00	2017/1/4	2023/12/31
	6,000.00	6,000.00	2017/11/23	2018/11/22
	8,000.00	8,000.00	2017/12/28	2018/12/27
	10,000.00	10,000.00	2017/8/24	2022/9/1
	5,000.00	5,000.00	2017/12/22	2022/12/22
	10,000.00	10,000.00	2017/12/28	2020/12/25

泰兴市滨江港口开发有限公司	46,436.00	38,500.00	2017/1/3	2021/11/19
	50,000.00	48,500.00	2017/5/19	2022/5/19
	30,000.00	30,000.00	2016/11/25	2021/12/31
	3,500.00	3,500.00	2017/9/29	2018/9/28
	30,000.00	27,335.00	2017/1/10	2022/1/10
	30,000.00	27,360.00	2017/3/21	2022/3/20
	20,000.00	16,000.00	2017/1/3	2021/12/31
	20,000.00	18,223.00	2017/2/8	2022/1/8
	20,000.00	5,000.00	2017/12/7	2019/12/5
	18,783.01	15,000.00	2017/10/10	2022/10/10
	10,000.00	10,000.00	2017/9/12	2018/9/12
	17,094.75	13,500.00	2017/6/2	2022/6/2
	15,000.00	13,674.00	2017/6/22	2022/6/22
	30,000.00	27,344.00	2017/6/23	2022/6/23
泰兴市安泰水利建设有限公司	16,000.00	9,100.00	2016/3/22	2021/3/21
	2,000.00	1,400.00	2016/2/10	2021/2/10
	1,000.00	700	2016/3/21	2021/3/21
江苏泰丰化工有限公司	6,500.00	4,750.00	2017/9/15	2018/9/15
	3,000.00	3,000.00	2017/2/28	2018/2/28
	1,000.00	1,000.00	2017/2/28	2018/2/28
江苏金禾建设工程有限公司	10,000.00	10,000.00	2016/10/28	2019/10/28
	3,000.00	3,000.00	2016/8/12	2018/7/14
	2,000.00	2,000.00	2016/11/9	2018/4/12
泰兴市虹桥园工业开发有限公司	10,000.00	2,721.08	2015/8/14	2018/8/13
	16,000.00	10,270.63	2015/10/23	2020/10/23
	23,332.00	12,713.05	2015/12/4	2020/1/7
	20,000.00	4,866.67	2015/12/4	2018/12/29
江苏江天农业科技发展有限公司	10,000.00	4,166.67	2016/2/1	2019/2/1
泰兴市滨江新农村建设发展有限公司	15,000.00	15,000.00	2016/1/4	2018/1/4
合计	982,645.76	836,824.10		

资料来源：公司提供

七、评级结论

2017 年，泰兴市经济和公共财政实力持续增强；泰兴经开区待开发区域面积较大，随着开发区建设的持续推进，未来仍有较多的土地整理及相关配套设施建设项目，公司主营业务持续性较好；地方政府在财政补贴方面继续给予公司较大力度的支持。

同时，公司在建及拟建项目资金需求较大，面临一定的资金压力；公司存货和应收类

款项余额合计占资产的比重较高，公司存货以土地资产和各类开发成本为主，大部分土地使用权已用于融资抵押，公司应收类款项规模较大且存在一定资金占用情况，整体资产流动性较弱；公司有息负债规模显著增长，同时短期有息负债占比较高，面临较大的即期偿付压力；公司对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险。

基于上述情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为 AA，本期债券信用等级维持为 AA，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	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	127,757.29	309,518.26	141,078.30
应收票据	-	30,000.00	5,000.00
应收账款	100,438.61	114,526.95	101,706.47
预付款项	10,245.32	134.59	1,697.74
应收利息	997.75	1,764.82	-
其他应收款	349,999.45	266,299.10	294,869.32
应收股利	500.00		
存货	701,305.17	609,205.06	554,157.72
其他流动资产	90,324.54	1,255.73	3,417.94
流动资产合计	1,381,568.13	1,332,704.52	1,101,927.50
可供出售金融资产	-	1,043.49	1,087.49
长期股权投资	22,956.61	4,136.75	175.00
固定资产	58,132.97	58,276.80	46,391.72
在建工程	16,914.93	15,363.79	19,937.64
无形资产	5,705.10	3,201.45	4,836.84
长期待摊费用	16,908.45	15,903.60	5,076.83
递延所得税资产	26.67	27.83	18.48
其他非流动资产	4,500.00	-	-
非流动资产合计	125,144.73	97,953.71	77,524.02
资产总计	1,506,712.85	1,430,658.23	1,179,451.51
短期借款	29,700.00	20,680.00	26,000.00
应付票据	30,000.00	70,000.00	62,500.00
应付账款	40,815.43	73,777.84	58,977.67
预收款项	10.10	8.72	6.72
应付职工薪酬	17.94	-	-
应交税费	8,969.33	6,538.71	3,106.21
应付利息	1,499.01	1,318.82	1,882.57
其他应付款	100,672.88	75,827.77	209,160.52
一年内到期的非流动负债	181,559.96	143,716.70	60,141.64
流动负债合计	393,244.66	391,868.56	421,775.32
长期借款	170,469.35	188,587.42	40,593.52
应付债券	32,000.00	48,000.00	64,000.00
长期应付款	291,864.50	203,409.51	73,023.39
专项应付款	462.81	331.69	-

递延所得税负债	349.04	364.98	380.93
非流动负债合计	495,145.69	440,693.61	177,997.84
负债合计	888,390.34	832,562.17	599,773.16
实收资本(或股本)	64,800.00	64,800.00	64,800.00
资本公积	415,348.32	415,348.32	415,348.32
盈余公积	14,685.20	11,976.34	10,087.04
未分配利润	120,871.35	103,325.84	86,787.14
归属于母公司所有者权益合计	615,704.87	595,450.51	577,022.50
少数股东权益	2,617.65	2,645.56	2,655.85
所有者权益合计	618,322.51	598,096.06	579,678.35
负债和所有者权益总计	1,506,712.85	1,430,658.23	1,179,451.51

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业收入	122,648.81	123,504.56	118,292.75
减：营业成本	104,705.36	104,669.34	95,830.46
税金及附加	1,016.90	4,749.01	6,264.39
管理费用	2,494.30	2,332.61	2,703.37
财务费用	19,040.87	14,476.40	20,896.11
资产减值损失	1,523.12	97.02	56.07
投资收益（亏损以“-”号填列）	7,503.77	136.75	-
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	5,226.79	-	
资产处置收益	-25.38	523.66	
其他收益	20,885.76	-	
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	22,232.42	-2,159.41	-7,457.65
加：营业外收入	3.09	22,693.49	28,781.59
减：营业外支出	937.07	1,090.86	3,278.34
三、利润总额（亏损以“-”号填列）	21,298.44	19,443.21	18,045.60
减：所得税费用	1,071.98	1,025.50	-19.43
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	20,226.45	18,417.71	18,065.03

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	142,869.67	112,932.67	56,360.89
收到其他与经营活动有关的现金	119,545.09	101,086.12	46,757.59
经营活动现金流入小计	262,414.76	214,018.79	103,118.48
购买商品、接受劳务支付的现金	228,186.98	141,020.55	119,327.33
支付给职工以及为职工支付的现金	1,565.34	1,498.81	1,390.50
支付的各项税款	4,484.59	3,212.93	18,083.93
支付其他与经营活动有关的现金	32,670.91	11,316.05	150,121.56
经营活动现金流出小计	266,907.83	157,048.34	288,923.32
经营活动产生的现金流量净额	-4,493.07	56,970.45	-185,804.84
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	-	44.00	-
取得投资收益收到的现金	2,434.03	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	2,031.20	67.94
收到的其他与投资活动有关的现金	3,502.63	2,380.59	6,136.40
投资活动现金流入小计	5,936.66	4,455.79	6,204.34
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3,547.40	10,340.20	9,338.26
投资支付的现金	17,755.56	3,825.00	175.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	7,595.85		
支付其他与投资活动有关的现金	41,619.37	-	2,400.00
投资活动现金流出小计	70,518.18	14,165.20	11,913.26
投资活动产生的现金流量净额	-64,581.52	-9,709.41	-5,708.92
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	-	55,000.00
取得借款收到的现金	282,044.34	444,106.16	76,832.61
收到其他与筹资活动有关的现金	87,874.19	5,500.00	217,289.89
筹资活动现金流入小计	369,918.53	449,606.16	349,122.51
偿还债务支付的现金	184,550.99	107,936.51	53,508.28
分配股利、利润和偿付利息支付的现金	41,029.00	33,609.57	35,300.03
支付其他与筹资活动有关的现金	70,824.92	253,581.16	20,015.84
筹资活动现金流出小计	296,404.91	395,127.24	108,824.16
筹资活动产生的现金流量净额	73,513.61	54,478.92	240,298.35
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-

五、现金及现金等价物净增加额	4,439.02	101,739.96	48,784.59
加：期初现金及现金等价物余额	193,318.26	91,578.30	42,793.71
六、期末现金及现金等价物余额	197,757.29	193,318.26	91,578.30

资料来源：公司 2015-2017 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	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	20,226.45	18,417.71	18,065.03
加：资产减值准备	1,523.12	97.02	56.07
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,928.98	3,897.91	3,076.85
无形资产摊销	79.77	79.22	79.85
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“－”号填列)	25.38	-522.62	3,248.50
固定资产报废损失(收益以“－”号填列)	822.52	1.51	-
财务费用(收益以“－”号填列)	52,976.28	43,108.43	37,932.65
投资损失(收益以“－”号填列)	-7,503.77	-136.75	-
递延所得税资产减少(增加以“－”号填列)	1.17	-9.35	-6.66
递延所得税负债增加(减少以“－”号填列)	-15.95	-15.95	-15.95
存货的减少(增加以“－”号填列)	-92,072.91	-55,047.34	-26,034.90
经营性应收项目的减少(增加以“－”号填列)	-175,383.81	35,180.86	-208,370.41
经营性应付项目的增加(减少以“－”号填列)	189,899.72	11,917.25	-13,835.88
其他	-	2.54	-
经营活动产生的现金流量净额	-4,493.07	56,970.45	-185,804.84
现金的期末余额	107,757.29	193,318.26	91,578.30
减：现金等价物的期初余额	193,318.26	91,578.30	42,793.71
现金及现金等价物净增加额	4,439.02	101,739.96	48,784.59

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	708,196.25	649,965.23	305,230.15
产权比率	143.68%	139.20%	103.47%
资产负债率	58.96%	58.19%	50.85%
流动比率	3.51	3.40	2.61
速动比率	1.73	1.85	1.30
收现比	1.16	0.91	0.48
综合毛利率	14.63%	15.25%	18.99%
EBITDA（万元）	67,516.38	61,755.70	58,073.31
EBITDA利息保障倍数	1.65	1.81	1.61
有息债务/EBITDA	10.49	10.52	5.26

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	业务性质	持股比例		取得方式
		直接	间接	
泰兴市滨江污水处理有限公司	污水处理	100%		政府投入
泰兴市创源建设有限公司	房地产开发经营、公共基础设施建设、投资、开发等	76%		现金出资
泰州联泰化学科技有限公司	化工产品的研究、开发；富马酸、邻苯二甲酸酐、邻苯二甲酸二辛酯及其副产品混合有机酸水和硅藻土的生产；销售本企业生产的产品。	100%		购买
泰兴市隆盛精细化工有限公司	危险化学品[漂粉精、次氯酸钠溶液（含有效氯>5%）、盐酸]、化工产品（氯化石蜡）生产。		100%	购买

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的计息部分}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$

附录七 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。