

信用等级公告

联合[2018]1584 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 2018 年第一期泰州凤城河建设发展有限公司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 2018 年第一期泰州凤城河建设发展有限公司公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年八月十三日

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>

2018 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：AAA_{pi}

公司主体信用等级：AA₊_{pi}

评级展望：稳定

本期债券发行规模：10 亿元

本期债券期限：7 年

还本付息方式：按年付息，在债券存续期的第

3~7 个计息年度每年偿付 20% 的债券本金

担保方：江苏省信用再担保集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保
证担保

评级时间：2018 年 8 月 13 日

主要财务数据

发行人：

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额(亿元)	128.06	142.83	230.55
所有者权益(亿元)	71.60	74.92	110.32
长期债务(亿元)	33.30	39.84	76.51
全部债务(亿元)	51.01	62.85	87.51
营业收入(亿元)	9.26	9.31	10.63
净利润(亿元)	3.08	3.12	5.28
EBITDA(亿元)	3.29	3.39	6.15
经营性净现金流(亿元)	0.04	1.12	-15.44
营业利润率(%)	10.91	11.52	34.25
净资产收益率(%)	--	4.26	5.70
资产负债率(%)	44.09	47.55	52.15
全部债务资本化比率(%)	41.60	45.62	44.23
流动比率(倍)	3.89	4.92	4.70
EBITDA 全部债务比(倍)	0.06	0.05	0.07
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.33	0.34	0.61

担保方

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额(亿元)	86.54	108.48	122.24
所有者权益(亿元)	56.90	69.86	71.73
营业收入(亿元)	9.14	10.03	11.26
净利润(亿元)	2.61	2.84	3.19
担保余额(亿元)	772.06	921.24	1,046.23
净资产担保倍数(倍)	5.72	8.00	10.16
净资本担保倍数(倍)	13.30	18.71	26.80

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对泰州凤城河建设发展有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为泰州市旅游基础设施建设主体，近年来在资本注入、财政补贴和专项款方面获得有力的外部支持；公司营业收入和利润水平不断增长，资产规模快速提升。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等因素给公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司承建的泰州市级重点项目已开工建设，随着未来公司业务范围的拓展，公司经营收入有望增长。伴随泰州市经济实力不断增强，公司有望持续获得泰州市政府的支持，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”。

江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏省再担保”）对本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。同时，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的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 近三年泰州市经济稳定增长，2017 年增速居江苏省首位，为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 公司在资本注入、财政补贴及专项款方面得到了有力的外部支持。

3. 近年来公司营业收入和利润水平不断增长；资产规模快速提升。

4. 2017 年，公司的业务范围由凤城河景区扩大到泰州市，公司成为泰州市文化旅游基

基础设施建设的重要主体，并参与泰州市重大项目建设。

5. 江苏省再担保对本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。同时，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的集中偿付压力。

关注

1. 公司应收账款及其他应收款主要系应收泰州市旅游局款项，2017 年大幅增长，对公司资金形成占用。

2. 公司资产中评估增值部分占比高，资产质量一般。

3. 公司有息债务规模快速增长，债务负担有所加重。

4. 公司利润总额对政府补贴依赖性强，盈利能力弱。

分析师

候珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@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.unitedrating.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次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：



陈懿铭 李雷

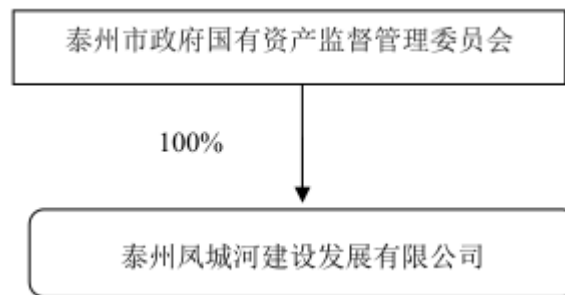
联合信用评级有限公司

一、主体概况

泰州凤城河建设发展有限公司（以下简称“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日投资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，后经历次增资，公司实收资本增至27.88亿元。2017年9月，泰州市人民政府同意公司股东变更为泰州市政府国有资产监督管理委员会（以下简称“泰州市国资委”）。2018年2月23日，泰州市国资委同意将公司注册资本金增至57.88亿元；2018年5月14日，泰州市国资委委托泰州市财政局对公司以货币形式增资10.00亿元，并决定于2018年底前以货币形式完成剩余增资。

截至2018年5月28日，公司注册资本57.88亿元，实收资本为37.88亿元。公司控股股东和实际控制人为泰州市政府国有资产监督管理委员会。

图1 截至2018年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：资产经营运作、建设工程管理服务、旅游项目经营管理服务、物业管理、房地产中介服务（不含评估）。截至2018年3月底，公司内设行政办公室、投资发展部、财务部、规划建设部和企划部等8个职能部门（见附件一）；公司合并范围内子公司6家。

截至2017年底，公司合并资产总额230.55亿元，负债合计120.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计110.32亿元，其中归属于母公司所有者权益110.29亿元。2017年，公司实现营业收入10.63亿元，净利润（含少数股东损益）5.28亿元，其中归属于母公司所有者的净利润5.28亿元；经营活动产生的现金流量净额-15.44亿元，现金及现金等价物净增加额3.07亿元。

注册地址：泰州市东南园10号；法定代表人：马文宁。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

据《国家发展改革委关于江苏省泰州凤城河建设发展有限公司发行公司债券核准的批复》（发改企业债券[2017]111号），公司已获准发行期限7年，规模不超过19亿元的公司债券。根据债券市场情况及公司资金需求，公司采用分期发行模式，已发行2017年第一期公司债券，规模5亿元；本期拟发行2018年第一期公司债券（以下简称“本期债券”），规模10亿元，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3~7个计息年度每年按照债券发行总额20%的比例偿还本金。

江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏省再担保”）为本期债券提供全额无条件

不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券筹集资金中6.00亿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，以下简称“募投项目”），4.00亿元用于补充营运资金。

3. 本期债券募投项目概况

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和发展。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；截至 2018 年 5 月底，已投资 5.39 亿元。募投项目主要建设内容为两个部分：

（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，三处展台分别设有座位 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。

三、行业分析

1. 行业分析

（1）行业概况

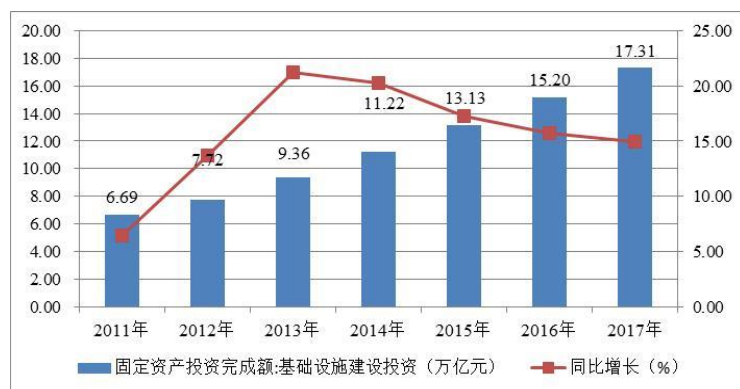
中国目前基础设施发展还比较薄弱，在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速地发展。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。2016 年，宏观经济下行压力增大，为稳定投资及经济增长，中央、省、市各级政府继续推进城市基础设施建设，提出加快地下综合管廊建设步伐，规划启动海绵城市建设，全面推进政府与社会资本合作（PPP）等，并通过政策引导、安排中央预算内投资和专项建设资金、推行地方政府债务置换等方式推动基础设施建设。2017 年，我国政府以供给侧结构性改革为主线，以“三去一降一补”五大重点任

务为抓手，出台一系列政策措施，经济稳健发展；全年实现国内生产总值 82.71 万亿元，较上年增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来经济增速首次回升。

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。2010 年以来，随着国民经济实力的增强以及中国城镇化进程的加快推进，全社会固定资产投资总额持续增长；但受全球经济复苏疲软、传统行业产能过剩、国内经济结构调整、制造业投资低迷以及房地产周期性调整等因素影响，固定资产投资增速放缓。2017 年，全社会固定资产投资总额持续增长，但投资增速放缓。2017 年，全国固定资产投资额完成 64.12 万亿元，较上年增长 7.0%，增速较上年下降 0.90 个百分点。2017 年固定资产投资额（不含农户）完成 63.17 万亿元，较上年增长 7.2%；其中，第一产业投资 2.09 万亿元，较上年增长 11.8%，增速较上年下降 9.3 个百分点；第二产业投资 23.58 万亿元，较上年增长 3.2%，增速较上年下降 0.3 个百分点；第三产业投资 37.50 万亿元，较上年增长 9.5%，增速较上年下降 1.4 个百分点。

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投资的支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速，但自 2013 年起，基础设施建设投资增速逐年有所回落。2017 年，全国基础设施建设投资额继续高位运行，较上年增长 14.93%，但增速较上年继续下降 0.78 个百分点。

图 2 2011~2017 年全国基础设施建设投资情况



资料来源：Wind

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 2017 年的 58.52%，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证。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，我国基础设施建设仍面临投资需求。

总体看，近几年受全球经济复苏乏力的影响，我国经济面临一定下行压力，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，我国政府支持基础设施建设行业发展，但近年来陆续出台一系列规范政府投融资平台融资行为的政策文件，城投公司的融资环境有所收紧。

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》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；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；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，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。

2016 年 7 月 5 日，《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》，明确了政府投资范围，“政府投资资金只投向市场不能有效配置资源的社会公益服务、公共基础设施、农业农村、生态环境保护和修复、重大科技进步、社会管理、国家安全等公共领域的项目，以非经营性项目为主，原则上不支持经营性项目”。此外，强调政策性、开发性金融机构要加大对城镇棚户区改造、生态环保、城乡基础设施建设、科技创新等重大项目和工程的资金支持力度。

为实现“不发生区域性系统性风险，防范和化解财政金融风险”的目标，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），要求财政部建立地方政府性债务风险评估和预警机制，定期评估各地区政府性债务风险情况并作出预警，地方各级政府应建立地方政府性债务风险事件报告制度；按照风险事件性质、影响范围和危害程度等，将政府性债务风险事件划分为 IV 级（一般）、III 级（较大）、II 级（重大）和 I 级（特大）四个等级，对不同等级的风险事件都制定了不同的量化指标相对应，便于风险的有效识别。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：对于地方政府债券，地方政府依法承担全部偿还责任；对非政府债券型形式的存量政府债务，债权人同意在规定期限内转换为政府债券的，政府承担全部偿还责任；对于清理甄别认定的存量或有债务，政府不承担偿还责任等。该文件明确了处置地方政府性债务的法制化、市场化原则，强调按照《预算法》等规定，依据不同债务类型的特点分类进行处置。

2017 年 2 月，深交所推进 PPP 项目资产证券化有关事项发布通知，要求各相关方切实履行尽职调查、信息披露、现金流归集、收益分配和风险防范等职责，对于符合条件的优质 PPP 项目资产证券化产品，积极其通过 ABS 方式实现市场化融资。

2017 年 5 月，财政部、发展改革委等六部委发布《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），要求尽快组织一次地方政府及其部门融资担保行为摸底排查，全面改正地方政府不规范的融资担保行为。

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），要求地方政府及其部门不得利用或虚构政府购买服务合同为建设工程变相举债，严禁将铁路、公路、机场等基础设施建设、农田水利等建设工程作为政府购买服务项目；还规定严禁将金融机构、融资租赁公司等非金融机构提供的融资行为纳入政府购买服务范围。

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”），对企业债的申报进行了规范，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；严禁将公立学校等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；严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资；稳步推动融资平台公司市场化转型等。“194号文”的规定进一步强调将城投公司信用与政府信用相隔离，并对城投企业的资产范围进行严格界定，并进一步禁止其变相违规融资，或将增加城投公司发行企业债融资的难度。

2018年3月30日，财政部刊发《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；此外应加强“穿透式”资本金审查，并审慎评估融资主体还款能力，确保自有经营性现金流覆盖应还债务本息；要求国有金融企业在与地方政府合作设立投资基金、开展资产管理和金融中介业务、参与PPP项目融资时，不得为地方政府违法违规或变相举债提供支持。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度。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。2017年以来，政府密集出台规范基础设施建设投融资的相关政策，行业监管明显趋严；政府投融资平台公司的政府融资职能将逐渐剥离、企业债务与地方政府性债务逐步分离，城投公司与地方政府信用的关联将进一步弱化。

（3）行业关注

代建项目回收结算周期长，受当地政府财政收支影响大，城投公司流动资金压力大

代理政府建设的基础设施项目受到当地政府财政状况的影响，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，进而影响工程进度。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点，因此地方政府投融资平台通常高负债运营，而政府支付资金的进度往往滞后，城投公司面临较大的流动资金压力。

经济效益不显著

城市基础设施建设项目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。

2017年以来行业监管日益趋严，城投公司的融资环境趋于紧张

2017年以来，关于基础设施建设投融资的监管政策密集发布，过去地方利用当地政府投融资平台公司违规融资的行为将得到规范和遏制；此外，在金融机构资金监管加强、银行资金加速回归表内、表外融资收紧的形势下，城投公司的面临的融资环境较以往更为紧张。

（4）未来发展

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2017年末，中国城镇化率为58.52%，较上年提高1.17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、优化城镇化布局和形态、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。

2. 泰州市区域经济

公司是泰州市从事旅游市政基础设施建设的重要主体，泰州市的经济水平对公司发展影响较大。

根据《2015~2017 年泰州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，泰州市全年实现地区生产总值分别为 3,655.53 亿元、4,101.8 亿元和 4,744.53 亿元，其中 2017 年同比增长 8.2%，增速居江苏省首位。2017 年，泰州市第一产业增加值 264.08 亿元，同比增长 2.8%；第二产业增加值 2,238.13 亿元，同比增长 7.3%；第三产业增加值 2,242.32 亿元，同比增长 10.0%。2017 年，泰州市三次产业结构调整为 5.6:47.1:47.3。按常住人口计算，2017 年，泰州市人均地区生产总值为 10,2058 元，同比增长 8.1%。2017 年，泰州市三大战略性主导产业产值同比增长 16.1%，其中生物制药及高性能医疗器械产值同比增长 18.4%，高端船舶及海工装备产值同比增长 3.9%，新能源和节能环保产值同比增长 25.5%。

2017 年，泰州市规模以上工业增加值同比增长 9.3%，规模以上工业总产值同比增长 17.9%。分轻重工业看，轻工业产值同比增长 19.1%，重工业产值同比增长 17.5%。2017 年，泰州市完成固定资产投资 3,623.33 亿元，同比增长 14.5%。其中第一产业投资 5.50 亿元，同比下降 19.6%；第二产业投资 2,310.71 亿元，同比增长 17.7%；第三产业投资 1,307.12 亿元，同比增长 9.4%。

总体来看，近年泰州市经济迅速发展、产业结构日臻合理，为区域内相关产业的发展提供了有力支撑。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为泰州市旅游文化类基础设施建设主体，在泰州市具有一定的业务专营优势。2017 年，凤城河管委会撤销以后，公司股东变更为泰州市国资委，并与泰州市旅游局重新签订代建协议、与兴化市（隶属于泰州市）财政局签署战略合作协议，公司业务范围拓展到全市范围，且将持续获得泰州市政府支持。

总体看，公司获得泰州市政府支持力度较大，外部发展环境良好。

2. 外部支持

近年来，泰州市财政实力日益增强，为公司的发展提供了良好的外部条件。

2015~2017 年，泰州市地方一般预算收入逐年增长，分别为 316.56 亿元、321.18 亿元和 343.97 亿元；2017 年，泰州市国有土地使用权出让收入 175.41 亿元，同比增长 6.98%。2017 年，泰州市一般公共预算支出 467.79 亿元，同比增长 4.2%。其中公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出、医疗卫生与计划生育支出合计 195.36 亿元，占一般公共预算支出的 41.76%，财政支出弹性较好。泰州市财政自给率为 73.53%，较上年的 71.54% 有所提高。截至 2017 年底，泰州市本级地方政

府一般债务余额89.46亿元，占当年地方政府一般债务余额限额的84.87%。

资本注入

资本金方面，2018年2月23日，泰州市国资委同意将公司注册资本金增至57.88亿元；2018年5月14日，泰州市国资委委托泰州市财政局对公司以货币形式增资10.00亿元，并决定于2018年底以前以货币形式完成剩余增资。截至2018年5月28日，公司注册资本57.88亿元，实收资本为37.88亿元。

资金注入方面，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。

专项款

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。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。2017年，公司获得泰州南山寺文化包装资金278.97万元，旅游项目专项基金314.17万元。

补贴性收入

2015~2017年，公司分别收到泰州市政府补贴金额分别为2.50亿元、2.68亿元和3.01亿元。

总体看，公司自成立以来得到泰州市政府与股东在资本注入、政府补贴和专项款等方面的大力支持。

3. 人员素质

公司现有主要高级管理人员2人，包括董事长1人和总经理1人。

公司董事长张涛先生，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。2017年10月起任公司董事长。

公司董事兼总经理马文宁先生，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月至今任公司法定代表人、总经理和董事。

截至2018年3月底，公司共有在职员工75人。从文化程度来看，本科及以上学历人员占40.00%，其余为大专学历；从年龄分布来看，50岁以上人员占20.00%、30~50岁人员占53.33%、30岁以下人员占26.67%。

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。

五、公司管理

1. 公司治理

公司依据《公司法》和《公司章程》的相关规定，设立董事会和监事会，不设股东会。

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1名,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。

总体看,目前公司治理结构基本健全,能适应公司的发展现状。

2. 管理体制

从内部管理来看,公司设人力资源部、党委办公室、行政办公室、投资发展部、规划建设部、企划部、财务部和质量与成本控制中心8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。公司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。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，公司管理制度较为齐全，目前主要职能部门运作情况正常。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要承担凤城河景区内基础设施项目的投资建设等任务，并经营管理风景区内旅游资产。

2015~2017年，公司营业收入稳步增长，2017年为10.63亿元。从收入构成来看，公司委托代建收入占比最高，但呈下降趋势。2017年，公司新增项目管理服务费收入1.43亿元，占当年营业收入的比重为13.46%。近三年，旅游服务和房屋租赁收入整体增长较快，但占营业收入的比重较小。

2015~2017年，公司综合毛利率快速增长。其中，根据签订的12%成本加成协议，公司基础设施委托代建业务毛利率保持稳定，为10.71%；公司房屋租赁业务毛利率波动较大，2017年有所提高；旅游服务业务毛利率维持在较高水平，2017年为83.34%，该板块盈利能力强。

表1 2015~2017年公司营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 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	88,882.31	95.97	10.71	87,986.63	94.52	10.71	72,154.62	67.89	10.71
房屋租赁	1,224.53	1.32	-2.09	1,066.68	1.15	-33.51	8,258.86	7.77	78.83
旅游服务	2,362.16	2.55	61.50	4,028.23	4.33	53.66	11,548.56	10.87	83.34
项目管理服务费	--	--	--	--	--	--	14,309.88	13.46	99.28
其他	148.10	0.16	93.56	10.88	0.01	65.42	6.50	0.01	100.00
合计	92,617.10	100.00	11.97	93,092.42	100.00	12.07	106,278.43	100.00	35.83

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，综合毛利率持续提高。

2. 业务经营分析

（1）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%确认收入。2017年，凤城河管委会撤销。2018年5月，公司与泰州市旅游局重新签署《市政基础设施项目集中委托建设协议》，公司负责承建文化旅游类市政基础设施项目，委托建设酬劳不低于委托建设资金的10%，具体比例双方另行约定。凤城河管委会撤销后，泰州市旅游局继承凤城河管委会在代建协议项下的全部权利义务，包括公司对凤城河管委会的应收款项。

截至2018年3月底，公司主要完工代建项目总投资额33.43亿元，累计已回款28.48亿元。

表 2 截至 2018 年 3 月底公司主要完工代建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	拟回购金额	已回款金额
1	滕坝街改造	4.48	4.48
2	济川路安置区	6.20	6.20
3	鲍坝安置区	3.53	3.53
4	老高桥	7.88	7.88
5	柳园（5 批次）	2.39	2.39
6	18 批 4 号地块项目	8.95	4.00
合计		33.43	28.48

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建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 46.39 亿元，已完成投资 41.13 亿元，尚需投资 5.26 亿元。

表 3 截至 2018 年 3 月底公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资额	已投资金额	拟回购金额
1	凤城河整治	34.43	15.64	38.56
2	凤城河二期		1.03	
3	凤城河三期		3.08	
4	西南城河综合整治		12.26	
5	三水湾二期	8.47	7.30	9.49
6	南山寺修复	3.49	1.82	3.91
合计		46.39	41.13	51.96

资料来源：公司提供

公司委托代建收入主要受凤城河管委会结算进度影响。2017 年，由于当年结算项目金额较少，公司实现代建收入 7.22 亿元，同比有所下降。

总体看，公司委托代建业务整体稳健，已完工项目回款情况尚可，在建项目后续支出规模较大，2017 年，受项目结算影响，收入同比有所下滑。

（2）旅游业务

公司旅游业务收入主要来源凤城河景区门票、游船、餐饮服务和旅游纪念品销售等。2015~2017 年，公司旅游服务收入快速增长，2017 年为 1.15 亿元，同比增长 0.75 亿元。随着凤城河旅游项目建设的逐步完善、旅游业务的逐步展开，旅游业务毛利率进一步提高至 88.34%。

公司目前正在进行古城河（即凤城河）生态修复及旅游提升工程，即本期债券募投项目。截至 2018 年 5 月底，已投资 5.39 亿元。项目计划于 2018 年内完成投资，剩余投资 15.19 亿元，投资压力较大，存在对外融资需求。

公司未来拟参与的代建项目主要为泰州市凤城河景区提升工程和海军文化园项目，上述项目被泰州市委、市政府列为十大重点工程。2018 年，公司参与的上述项目总投资 66.78 亿元，2018 年计划投资 32.02 亿元。公司拟建项目投资规模大。

（3）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。2015~2017 年，公司租赁收入分别为 1,224.53 万元、1,066.68 万元和 8,258.86 万元；毛利率分别为-2.09%、-33.51% 和 78.83%，2015~2016 年房屋租赁业务营业毛利率为负主要是由于商铺当年维护投入较大。随着公司租赁价格提升，2017 年公司房屋租赁业务毛利率大幅增长。

（4）项目管理服务

2017 年，公司新增项目管理服务。公司与项目业主签订合同，按照合同规定派出满足工程服务需要的机构和人员，开展项目建设管理工作，包括办理工程施工有关手续、实行投标成本控制、组织工程验收等。2017 年，公司为江苏金领建设发展有限公司提供项目管理服务，实现项目管理服务收入 1.43 亿元，毛利率 99.28%。

3. 经营关注

公司目前在建和拟建项目投资规模较大，且现金收入受政府回款进度影响较大，大规模投资将增加公司资金和债务压力。

4. 未来发展

为进一步促进泰州市旅游业的发展，同时拓展公司业务范围，2018 年公司与兴化市政府签署《战略协议书》，公司参与兴化市文化旅游产业项目建设开发，自 2018 年起，公司每年在兴化市投资 6.00 亿元，总投资规模不低于 50.00 亿元，投资项目包括自营、代建项目，项目代建收益不低于 12%。

总体看，公司成为泰州市文化旅游基础设施建设的重要主体，业务范围逐步扩大，同时面临一定投资支出压力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2015~2017年度三年连审财务报告，中兴华会计师事务所（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。公司财务报表按财政部最新颁布的企业会计准则编制。

合并范围变化方面，2015 年公司增加 2 家子公司；2016 和 2017 年分别减少 1 家子公司。由于上述公司规模较小，合并范围变动对公司影响较小，公司财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司合并资产总额230.55亿元，负债合计120.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计110.32亿元，其中归属于母公司所有者权益110.29亿元。2017年，公司实现营业收入10.63亿元，净利润（含少数股东损益）5.28亿元，其中归属于母公司所有者的净利润5.28亿元；经营活动产生的现金流量净额-15.44亿元，现金及现金等价物净增加额3.07亿元。

2. 资产质量

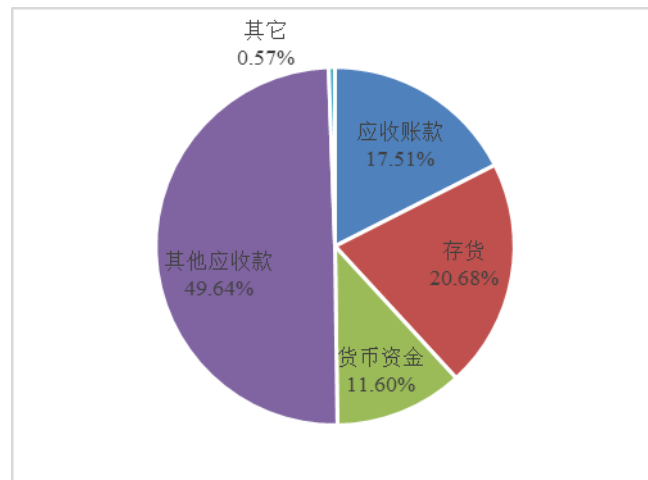
2015~2017年，随着公司业务规模扩大，资产规模快速增长，年均复合增长34.18%。截至2017年底，公司资产总额230.55亿元，较年初增长61.41%，主要系非流动资产大幅增长所致；从资产构成看，流动资产占比68.84%，非流动资产占比31.16%，资产结构主要为流动资产。

流动资产

2015~2017年，受应收账款和其他应收款增长影响，公司流动资产逐年大幅增加，年均复合增

长33.32%。截至2017年底，公司流动资产158.70亿元，较年初增长15.68%，主要系其他应收款大幅增长所致；公司流动资产构成主要以货币资金（占比11.60%）、应收账款（占比17.51%）、其他应收款（占比49.64%）和存货（占比20.68%）为主，具体如下图所示。

图3 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，受益于融资规模的扩大，公司货币资金逐年增长，年均复合增长21.23%。截至2017年底，公司货币资金为18.42亿元，较年初增长23.61%。其中银行存款占78.61%，其余为库存现金和其他货币资金。公司因其他抵押、质押或冻结等使用有限限制、或有潜在回收风险的资金规模3.94亿元，受限资金规模一般。

2015~2017年，公司应收账款快速增长，年均复合增长79.10%，主要受凤城河管委会拨付代建资金进度影响所致。截至2017年底，公司应收账款合计27.78亿元，较年初增长98.34%；其中，应收凤城河管委会代建回购款占97.04%，公司应收账款集中较高，未计提坏账准备。

2015~2017年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长205.33%。截至2017年底，公司其他应收款78.78亿元，较年初增长427.08%，主要系与凤城河管委会往来款大幅增加所致；公司其他应收款前5名合计金额占其他应收款的84.43%，集中度较高；目前公司应收凤城河管委会款项已由泰州市旅游局承接，公司其他应收款未计提坏账准备。

表4 截至2017年底其他应收款前5名（单位：亿元、%）

往来单位	金额	占比	与公司关系	款项性质
泰州市凤城河景区管理委员会	38.48	48.84	非关联方	往来款
江苏水城园林绿化工程有限公司	10.23	15.78	非关联方	往来款
兴化市财政局	7.17	11.06	非关联方	往来款
泰州市公共资源交易中心	2.88	4.45	非关联方	往来款
泰州市凤城河风景区建设指挥部	2.78	4.30	非关联方	往来款
小计	61.54	84.43	--	--

资料来源：审计报告以及公司提供

2015~2017年，公司存货规模波动减少，年均复合下降24.38%。2017年底，公司存货32.82亿元，较年初减少64.43%，主要系20.98亿元转出划入投资性房地产所致；公司存货中拟开发土地占21.97%，为拟开发的泰地储告[2017]7-2号、7-3号两块土地，其权证尚未办妥；开发成本占78.01%，

系公司代建项目成本。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 36.12%，主要系在建工程波动减少以及投资性房地产波动增长综合影响所致。截至 2017 年底，公司非流动资产 71.85 亿元，较年初增长 1,174.72%，主要系投资性房地产增长所致；公司非流动资产主要由投资性房地产（占比 95.66%）构成。

公司投资性房地产采用公允价值计量。2015~2017 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 313.23%。截至 2017 年底，公司投资性房地产为 68.73 亿元，较年初增长 64.75 亿元，一方面系公司对投资性房地产中的房屋及建筑物和土地使用权进行了重新评估导致的公允价值变动，一方面系从存货转入 20.98 亿元所致。公司投资性房地产为用于出租的商铺和土地，其中 29.74 亿元用于抵押。

总体看，近三年，公司资产规模逐年提高，资产结构以流动资产为主，其中货币资金充裕，应收账款和其他应收款规模较大，对资金形成一定占用；公司整体资产质量一般。

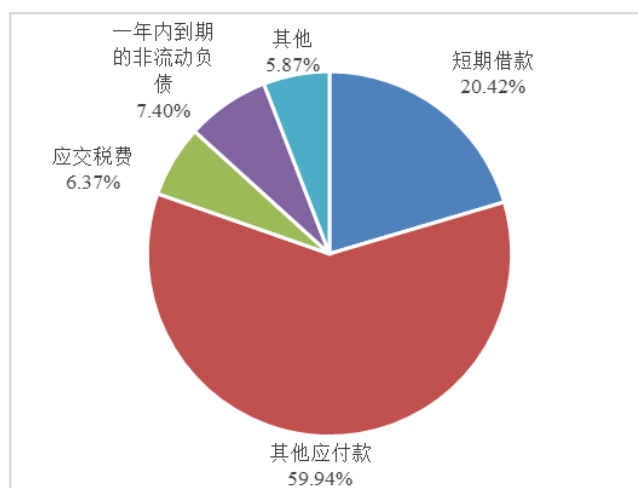
3. 负债及所有者权益

2015~2017 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 45.93%。截至 2017 年底，公司负债合计 120.23 亿元，较年初增长 77.03%，主要系非流动负债大幅增长所致。公司流动负债占比 28.10%，非流动负债占比 71.90%，公司负债构成以非流动负债为主。

流动负债

2015~2017 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 21.27%，主要系短期借款和其他应付款增长所致。截至 2017 年底，公司流动负债 33.78 亿元，较年初增长 21.05%；公司流动负债主要包括短期借款（占比 20.42%）、应交税费（占比 6.37%）、其他应付款（占比 59.94%）和一年内到期的非流动负债（占比 7.40%）。

图 4 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 28.92%。截至 2017 年底，公司短期借款 6.90 亿元，较年初减少 33.36%，以信用借款（占比 88.44%）和保证借款（占 10.87%）为主。

2015~2017 年，公司应交税费逐年增长，年均复合增长 2,405.28%。截至 2017 年底，公司应交

税费2.15亿元，较年初增长145.81%，主要系应交企业所得税增长所致。

2015~2017年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长105.11%。截至2017年底，公司其他应付款20.25亿元，较年初增长484.64%，主要系往来款增长所致。从账龄来看，1年以内的占91.36%、1~2年的占7.10%，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48.44%，集中度较高。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债波动减少，年均复合减少42.49%。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债2.50亿元，较年初减少75.63%，全部为一年内到期的长期借款。

非流动负债

2015~2017年，公司非流动负债规模逐年增长，年均复合增长60.67%，主要系长期借款逐年增加所致。截至2017年底，公司非流动负债86.45亿元，较年初增长116.09%；以长期借款（占比77.61%）、应付债券（占比10.90%）和递延所得税负债（占比11.34%）为主。

2015~2017年，公司长期借款快速增长，年均复合增长62.84%。截至2017年底，公司长期借款67.09亿元，较年初增长68.40%，以抵押借款（占30.71%）和保证借款（占34.57%）为主。

截至2017年底，公司应付债券9.42亿元，为新发行的两期PPN，分别为“2017凤城河PPN001”（5.00亿元，期限为5年）和“2017凤城河PPN002”（4.50亿元，期限为2年）。

截至2017年底，公司当年新增递延所得税负债9.80亿元，系投资性房地产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异确认的递延所得税负债。

2015~2017年，受长期借款持续增长影响，公司全部债务规模逐年增加，年均复合增长30.98%。截至2017年底，公司全部债务87.51亿元，较年初增长39.24%，其中短期债务占比12.57%，长期债务占比87.43%，以长期债务为主。从债务指标来看，2015~2017年，公司资产负债率和长期债务资本化比率均呈逐年增长态势，2017年分别为52.15%和40.95%，较年初分别提高4.60个百分点以及6.24个百分点；公司全部债务资本化比率波动提高，2017年为44.23%，较年初下滑1.39个百分点。整体看，公司债务负担适中。

总体看，公司负债结构以非流动负债为主，近三年，受长期借款持续增长影响，公司全部债务规模逐年增加，公司整体债务负担适中。

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长24.13%，主要系未分配利润积累以及投资性房地产价值重新评估导致的其他综合收益增长所致。截至2017年底，公司所有者权益110.32亿元，较年初增长47.26%；归属于母公司所有者权益合计110.29亿元，其中，实收资本占比25.28%，资本公积占比35.51%，其他综合收益占比26.66%，未分配利润占比11.33%，公司所有者权益稳定性较高。

2015~2017年，公司实收资本未发生变动，为27.88亿元。2018年5月14日，泰州市国资委委托泰州市财政局对公司以货币形式增资10.00亿元，公司实收资本增至37.88亿元。2015~2017年，公司资本公积年均复合增长1.17%；2015~2016年，公司资本公积增长主要系管委会拨入的土地款；2017年为39.17亿元，主要系投资性房地产中的土地评估增值所致。2017年，公司新增其他综合收益29.40亿元，系投资性房地产公允价值变动所致。

近三年，公司所有者权益保持增长，稳定性较高。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长7.12%；2017年，公司实现营业收入

10.62 亿元，同比增长 14.16%；随着代建业务规模下滑，高毛利率的旅游服务以及项目管理服务业务占比的提高，公司营业成本逐年下滑，年均复合减少 8.54%。2015~2017 年，公司实现营业利润分别为 0.77 亿元、0.60 亿元和 6.08 亿元。

2015~2016 年，公司营业外收入分别为 2.51 亿元和 2.68 亿元，主要为泰州市政府补助。2017 年，公司将政府补助 3.01 亿元计入其他收益科目。2015~2017 年，公司利润总额分别为 3.28 亿元、3.28 亿元和 6.08 亿元，政府补助对利润总额贡献较大。

从期间费用来看，2015~2017 年，受公司业务规模扩大影响，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 55.21%；2017 年，公司发生期间费用 0.57 亿元，同比增长 20.19%，主要系销售费用增长所致，其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 78.59%、30.38%和-8.97%。2015~2017 年，随着公司对销售团队的持续投入，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 82.20%，2017 年，公司发生销售费用 0.45 亿元，同比增长 48.22%；公司管理费用波动增长，年均复合增长 3.04%，2017 年，公司发生管理费用 0.17 亿元，同比减少 15.22%；受利息收入影响，近三年公司财务费用均为负值，2017 年发生财务费用-0.05 亿元。近三年，公司费用收入比分别为 2.56%、5.11%和 5.38%。

从各项盈利指标来看，2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.16%、3.27%和 5.70%，较上年分别提高 0.76 个百分点、0.85 个百分点和 1.43 个百分点。2017 年，公司营业利润率 34.25%，较上年提高 22.73 个百分点。

总体看，近年公司营业收入规模持续增长，公司盈利能力弱，利润水平对财政补贴依赖性较强。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2015~2017 年，公司经营活动现金流入量年均复合下降 0.84%，以收到其他与经营活动有关的现金为主。2015~2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 0.24 亿元、0.56 亿元和 5.96 亿元，为房屋租赁、旅游服务和项目管理服务费相关现金流，2017 年现金流入较高系当年业务收入增长所致；近三年收到其他与经营活动有关的现金规模较大，分别为 18.21 亿元、17.04 亿元和 12.18 亿元，主要为公司和泰州市财政局等单位之间的往来现金流入等；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。2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额由正转负，分别为 0.04 亿元、1.12 亿元和-15.44 亿元。从收入实现质量指标看，受旅游服务、房屋租赁及项目管理服务费现金流入增长较快影响，2015~2017 年公司现金收入比分别为 2.59%、6.05%和 56.06%，收入实现质量差。

公司投资活动现金流入规模较小。其中，2015 年和 2016 年收回投资收到的现金 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。2015~2017 年，购建固定资产、无形资产等支付的现金波动下降，2017 年底为 1.31 亿元，主要为代建项目资金投入和购买土地支出。2015~2017 年，投资支付的现金下降较快，2017 年底为 0.21 亿元，为理财产品投资。近三年，公司投资活动现金流量净额分别为-14.60 亿元、1.04 亿元和-1.51 亿元。

近三年由于公司发债和借款规模较大，公司筹资活动现金流入量年均复合增长 20.91%，2017 年为 48.10 亿元，其中发行债券收到的现金 9.50 亿元，取得借款收到的现金 38.60 亿元。同期，公司筹资活动现金流出年均复合增长 45.61%，以偿债资金为主。2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 19.66 亿元、-2.29 亿元和 20.02 亿元。

总体看，公司经营活动现金流由净流入转为净流出，收入实现质量差；公司投资活动现金流规模较小；筹资活动对经营活动的支撑作用明显。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015~2017 年，公司流动比率波动增长，速动比率逐年快速增长，2017 年底分别为 4.70 倍和 3.73 倍。2015~2017 年，公司现金短期债务比波动提高，分别为 0.82 倍、0.65 倍和 1.67 倍；整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，近三年，受益于利润总额和折旧波动增长，公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 36.79%；2017，公司 EBITDA 为 6.15 元，同比增长 81.54%；其中利润总额占比 98.95%。2015~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比相对稳定，分别为 0.06 倍、0.05 倍和 0.07 倍；公司 EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力弱。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额为 13.46 亿元，担保比率为 12.21%。被担保企业主要是当地国有企业，其中泰州市第一交通物资有限公司为民营企业。目前被担保公司均正常运营，公司或有负债风险相对可控。

截至 2018 年 3 月底，公司获得的各银行授信总额为 86.10 亿元，已使用授信额度 82.30 亿元，尚未使用额度为 3.80 亿元，间接融资渠道有待进一步拓宽。

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1032120200141970C），截至 2018 年 6 月 15 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，后续已完成扣款。第二笔欠息日期为 2017 年 1 月 21 日，金额为 429.78 万元，该笔欠息主要系结息日为周六，银行网点公业务不开，无法手工扣款，导致企业付息不成功，次日银行正常营业，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，公司短期偿债能力强，长期偿债能力弱，考虑到公司在资本注入、财政补贴和专项款方面获得的外部支持，公司整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年底，公司债务总额为 87.51 亿元，本次拟发行债券规模为 10.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度一般，对公司负债结构影响一般。

以 2017 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 10.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 54.14%、46.92%和 43.95%，较年初分别上升 1.99 个百分点、2.68 个百分点和 3.00 个百分点。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2017 年底的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 6.15 亿元，为本次公司债券发行额度（10.00 亿元）的 0.62 倍，EBITDA 对本次债券覆盖程度一般；经营活动产生的现金流入 18.14 亿元，为本次公司债券发行额度（10.00 亿元）的 1.81 倍，公司经营活动现金流入量规模一般，对本次债券覆盖程度尚可；现金类资产 18.42 亿元，为本次债券发行额度（10.00 亿元）的 1.84 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在资本注入、财政补贴和专项款方面获得的外部支持，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、担保方分析

江苏省再担保对本期债券的到期兑付提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保。在本期债券存续期及本期债券到期之日起两年内，如公司不能按期兑付债券本息，担保人保证将债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，划入公司债券登记机构或主承销商指定的账户。总体看，上述担保措施有效提升了本期债券的信用水平。

1. 江苏省再担保概况

江苏省再担保原名为江苏省信用再担保有限公司，2017年1月更名为现名。江苏省再担保成立于2009年12月，是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业；初始注册资本31.00亿元，随着资本金的逐步到位及增资扩股的实施，截至2017年底江苏省再担保注册资本增至57.34亿元。江苏省再担保股东主要为地方各级政府，第一大股东为江苏省人民政府，持股比例为33.73%。江苏省国有资产监督管理委员会（以下简称“江苏省国资委”）代表省政府履行出资人职责，江苏省再担保控股股东及实际控制人为江苏省人民政府，主管部门为江苏省金融工作办公室。

江苏省再担保经营范围包括：再担保业务，担保业务；投资和资产管理，财务顾问，市场管理，商务服务，社会经济咨询，资产评估，机械设备租赁。

江苏省再担保下设再担保一部、再担保二部、金融信息部、资产管理部、风险管理部等职能部门。目前江苏省再担保在江苏各地共设有13家分公司。此外，江苏省再担保下设8家全资子公司及5家控股企业，包括小额贷款公司、担保公司、融资租赁公司、典当公司、投资公司、资产管理公司等。

截至2017年末，江苏省再担保合并资产总额122.24亿元，负债总额50.51亿元，所有者权益71.73亿元。2017年，江苏省再担保实现营业收入11.26亿元，其中再担保业务收入0.44亿元，直保业务收入5.08亿元，贷款利息收入3.17亿元，融资租赁业务收入2.04亿元；实现净利润3.19亿元。

截至2017年末，江苏省再担保母公司资产总额83.12亿元，负债总额20.78亿元，所有者权益合计62.34亿元；江苏省再担保母公司再担保余额584.60亿元，再担保责任余额171.90亿元；直保责任余额461.63亿元，其中融资担保责任余额456.82亿元，非融资担保责任余额4.81亿元。2017年，江苏省再担保母公司实现净利润2.12亿元。

江苏省再担保注册地址：南京市建邺区江东中路311号中泰广场16楼；法定代表人：张乐夫

2. 业务概况

江苏省再担保开展的业务包括直保业务和再担保业务。2017年以来，江苏省再担保直保业务保持快速增长，在保余额持续增加；但受宏观经济增速放缓影响，再担保体系内部分担保机构受到冲击，再担保业务规模有所收缩。截至2017年末，江苏省再担保担保责任余额为633.53亿元，其中直保责任余额和再担保责任余额分别占江苏省再担保担保责任余额的72.87%和27.13%。

（1）再担保业务

江苏省再担保将纳入再担保体系中的担保机构划分为主办、承办、专办、特办四种，分别采取相应的合作模式开展再担保业务。

江苏省再担保在对担保机构进行综合评价的基础上，将资质条件好、历史运营情况良好、财务状况和风险控制能力强的担保机构确定为主办机构。江苏省再担保与该类担保机构签订主办机构再担保合同。按照合同规定，主办机构在合同期内的担保业务均纳入江苏省再担保业务范围；合同对主办机构承担的代偿责任比例、再担保费率水平做了明确规定。江苏省再担保对主办机构的再担保费率相对较低，约为万分之七。

专办是主办方式的一种延伸，是指针对某一银行或中介机构，江苏省再担保对其客户给予整体再担保。特办是指在某一特殊领域或与政府合作的项目。目前特办项目均为江苏省再担保为大学生村官创业项目提供的再担保。除以上方式外，江苏省再担保将其余纳入再担保体系的担保机构确认为承办机构，与其签订承办机构再担保合同。在合同期内，承办机构按项目逐笔提交江苏省再担保，经核准后，纳入江苏省再担保再担保业务。承办类再担保业务的担保费率相对较高。

江苏省再担保再担保业务模式包括风险补偿模式和风险分担模式。风险补偿模式下，江苏省再担保仅设定再担保承保项目条件，由担保江苏省再担保独立开展业务，并将设定代偿上限为担保费用的 1.2 倍，有效降低了江苏省再担保的代偿风险。2017 年以来，江苏省再担保积极推进风险分担模式，即在省财政再担保风险补偿资金的支持下，对于符合国家产业政策和行业重点支持方向的小微企业，由银行发放贷款，政策性担保机构提供担保，江苏省再担保提供再担保。对项目出现的实质性风险，由江苏省再担保（含省级财政再担保风险补偿资金）、地方政府、银行以及政策性担保机构进行四方风险分担。2017 年，江苏省再担保风险补偿模式和风险分担模式当期担保发生额分别为 701.62 亿元和 21.05 亿元。

2017 年以来，江苏省再担保采取更为严格的审查制度，合作担保机构以江苏省内市县级国有担保机构为主，同时优化信用资源投向，拓展战略新兴、绿色发展、扶贫支农、创业孵化等产业领域担保业务。但受宏观经济增速放缓以及部分地区担保机构业务去平台化影响，再担保体系内部分担保机构受到冲击，部分再担保业务目前不再承接新项目。整体看，江苏省再担保再担保业务规模有所收缩。截至 2017 年末，江苏省再担保再担保余额 584.60 亿元，再担保责任余额 171.90 亿元。

总体看，受经济形势下行及国家加大对地方政府融资行为约束影响，江苏省再担保再担保业务规模有所收缩。未来随着再担保体系构建以及与政府、银行和担保机构的风险分担合作模式的稳步推进，江苏省再担保再担保业务有望实现进一步发展。

（2）直保业务

目前江苏省再担保开展的直保业务以融资担保业务为主，包括贷款担保、债券担保和少量信托、融资租赁及资产管理计划等其他担保业务。2017 年以来，江苏省再担保直保业务快速增长，2017 年末直保责任余额为 461.63 亿元。

江苏省再担保债券担保为融资担保业务的主要品种，担保对象主要为地方政府投融资平台公开发行的城投债，债券担保费率水平约为 0.6%~0.8%。2017 年以来，随着江苏省内城投债发行规模的增长，债券增信需求持续上升，江苏省再担保债券担保规模快速增加。截至 2017 年末，江苏省再担保债券担保责任余额为 362.80 亿元，占融资担保责任余额的 79.42%。

江苏省再担保贷款担保以中长期大额项目贷款为主，单笔贷款金额一般在 1~5 亿元，贷款担保费率水平约为 1.5%~1.8%。2017 年以来，江苏省再担保稳步推进中小微企业服务体系和地方征

信体系建设，中小微贷款担保业务稳步发展。另一方面，受经济形势下行及规范地方政府融资行为政策影响，担保客户融资需求下降，银行贷款审核标准趋严，存量业务风险暴露有所上升，江苏省再担保加强业务风险排查，整体贷款担保业务规模有所收缩。截至 2017 年末，江苏省再担保贷款担保责任余额为 86.38 亿元，占融资担保责任余额的 18.91%。

总体看，江苏省再担保重点发展以城投债为代表的债券担保业务，同时推动担保业务由大额直保向分散小微转变，直保业务保持快速发展。但江苏省再担保客户以地方政府融资平台为主，随着国家对于地方债务约束加强，平台类项目风险持续加大，未来江苏省再担保直保业务发展面临一定压力。

（3）主要子公司业务

江苏省再担保目前拥有 8 家全资子公司以及 5 家控股子公司。

2010 年 7 月，江苏省信用担保有限责任公司（以下简称“江苏信用担保”）在剥离原担保业务后作价 3.00 亿元作为江苏省国信资产管理集团有限公司对江苏省再担保的第二期出资，成为江苏省再担保全资子公司，主要开展中小企业融资担保业务。江苏信用担保制定了《直接融资担保业务管理办法》，就担保企业准入条件、立项与尽职调查、项目审批、办理、保后管理、担保责任解除等内容进行了明确规定。但另一方面，江苏信用担保的直接担保业务处于初始发展阶段，相关配套制度有待进一步完善。

江苏省再保融资租赁有限公司（以下简称“融资租赁公司”）成立于 2010 年 11 月，是江苏省再担保为进一步拓宽经营服务范围、服务中小企业而设立的一家中外合资融资租赁企业，注册资本为 4.28 亿元人民币，江苏省再担保持股比例为 59.81%。目前融资租赁公司主要开展直接租赁和售后回租，并根据客户需求提供委托租赁、杠杆租赁等业务。融资租赁公司的客户以省内地方政府融资平台为主，另有少量省内学校和省外公立医院，其资金主要投向基础设施及建筑类企业。截至 2017 年末，融资租赁公司的应收融资租赁款余额 36.85 亿元，其中不良融资租赁款余额 1.92 亿元。

南京市再保科技小额贷款有限公司（以下简称“科技小贷公司”）成立于 2011 年 2 月，注册资本 3.73 亿元，是以支持科技型中小企业发展为目的，由江苏省再担保作为主发起人，联合江苏高科技投资集团等多家国企和民营股东共同组建的南京市首家科技小额贷款公司，江苏省再担保持股比例为 53.62%。科技小贷公司主要从事中小企业贷款业务、科技型企业股权投资业务、融资性担保业务、金融机构业务代理等业务。截至 2017 年末，科技小贷公司贷款总额为 8.62 亿元，不良贷款率为 2.92%。

3. 财务概况

江苏省再担保 2015~2016 年合并财务报表由江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2017 年财务报表经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计意见均为标准无保留意见；江苏省再担保财务报表按照最新企业会计准则编制。目前江苏省再担保纳入合并报表范围的子公司为 13 家。

截至 2017 年底，江苏省再担保合并资产总额 122.24 亿元，负债总额 50.51 亿元，所有者权益 71.73 亿元。2017 年，江苏省再担保实现营业收入 11.26 亿元，其中再担保业务收入 0.44 亿元，直保业务收入 5.08 亿元，贷款利息收入 3.17 亿元，融资租赁业务收入 2.04 亿元；实现净利润 3.19 亿元。

截至 2017 年底，江苏省再担保母公司资产总额 83.12 亿元，负债总额 20.78 亿元，所有者权

益合计 62.34 亿元；江苏省再担保母公司再担保余额 584.60 亿元，再担保责任余额 171.90 亿元；直保责任余额 461.63 亿元，其中融资担保责任余额 456.82 亿元，非融资担保责任余额 4.81 亿元。2017 年，江苏省再担保母公司实现净利润 2.12 亿元。

（1）资产质量

近年来，江苏省再担保资产规模保持增长，特别是 2016 年以来增速较快，2016 年末资产总额 108.48 亿元，2017 年末资产总额 122.24 亿元，主要由货币资金、贷款类资产和投资资产构成。

江苏省再担保贷款类资产包括委托贷款、子公司融资租赁公司的应收融资租赁款以及子公司江苏再保典当有限公司（以下简称“再保典当”）和科技小贷公司发放的贷款。2017 年以来，江苏省再担保贷款类资产保持较快增长，年末余额为 55.97 亿元，占资产总额的 45.79%。其中，江苏省再担保委托贷款余额为 13.84 亿元，贷款期限多为一年，主要投向省内市县级地方政府平台；子公司融资租赁公司应收融资租赁款净额 32.22 亿元，占江苏省再担保贷款类资产余额的 57.56%，主要投向基础设施及建筑类企业。截至 2017 年末，子公司再保典当发放贷款及垫款总额为 1.69 亿元，全部为抵质押贷款，其中逾期贷款占比 69.61%，逾期贷款以财产权利质押贷款和房地产抵押贷款为主，风险缓释措施对逾期贷款的清收处置起到一定的保障作用；此类贷款年末减值准备余额 0.23 亿元。截至 2017 年末，子公司科技小贷公司发放短期贷款总额 8.62 亿元，短期贷款减值准备余额 0.17 亿元，年末科技小贷公司发放短期贷款净额 8.45 亿元，占江苏省再担保贷款类资产的 15.10%；其中保证贷款占比 93.64%，不良贷款率为 2.92%。

2017 年以来，江苏省再担保加大投资力度，投资资产规模整体呈上升趋势。截至 2017 年末，江苏省再担保投资资产余额为 28.30 亿元，占资产总额的 23.15%，主要由权益性投资和信托投资构成，另有部分理财产品投资及少量大学生扶持基金投资。截至 2017 年末，江苏省再担保信托投资余额 10.37 亿元，占投资资产余额的 36.64%，主要为集合资金信托计划，项目期限集中于 1~3 年，主要投向省内市县级地方政府平台；权益性投资余额 11.98 亿元，占投资资产余额的 42.34%，其中对中国农业银行股票投资余额 4.01 亿元，其余为非上市公司股权投资。

截至 2017 年末，江苏省再担保其他类资产合计 14.20 亿元，其中应收代位追偿款余额 4.11 亿元，占资产总额的 3.36%，均有保证金及抵质押等反担保措施，但由于诉讼执行期限较长且执行难度较大，该类款项回收具有一定的不确定性。

总体看，江苏省再担保贷款类资产及投资资产规模较大，部分贷款客户及信托投资对象为平台企业，在宏观经济增速放缓及政策收紧过程中，平台企业现金流趋紧，政府背书取消带来风险水平上升，且担保代偿金额未来回收具有一定不确定性，江苏省再担保整体资产质量变化有待观察。

（2）负债及所有者权益

近年来，由于担保业务准备金、银行借款的增加，江苏省再担保负债规模保持增长。截至 2017 年末，江苏省再担保负债总额 50.51 亿元，主要由银行借款、担保业务准备金及应付债券构成；资产负债率为 41.32%，扣除担保赔偿准备金和未到期责任准备金后的资产负债率为 29.25%，实际负债率不高。

银行借款是江苏省再担保最主要的负债来源，借款对象为国有大型银行、股份制商业银行和城市商业银行等。2017 年以来，随着业务规模的增长，江苏省再担保融资需求扩大，银行借款余额持续上升。截至 2017 年末，江苏省再担保银行借款余额 21.41 亿元，占负债总额的 42.38%。从借款期限来看，江苏省再担保银行借款以长期借款为主，2017 年末长期借款（含一年内到期的长期借款）余额占全部银行借款余额的 76.98%。从担保方式来看，江苏省再担保信用借款、抵质押

借款和保证借款占比分别为 58.26%、20.05%和 21.69%。

江苏省再担保再担保业务和直保业务（不包括票据担保）按照期末未到期责任余额的 1%提取担保赔偿准备，按当年保费收入的 50%差额计提未到期责任准备金。截至 2017 年末，江苏省再担保担保赔偿准备金余额 11.88 亿元，未到期责任准备金余额 2.87 亿元，上述两项准备金余额合计负债总额的 29.21%。

2017 年 10 月，江苏省再担保在上海证券交易所发行公司债券以补充资金，进一步拓宽融资渠道。2017 年末江苏省再担保应付债券余额 5.00 亿元，为公开发行期限为 5 年期的固定利率债券，附第 3 年末江苏省再担保调整票面利率选择权及投资者回收选择权。

江苏省再担保保证金包括融资租赁业务保证金以及担保业务保证金。截至 2017 年末，江苏省再担保保证金余额 3.96 亿元，占负债总额的 7.85%，其中融资租赁保证金余额 3.61 亿元。

江苏省再担保主要通过增资扩股和利润留存补充资本；2016 年江苏省再担保以货币出资和股权划转的方式增资，共募集资金 12.11 亿元，其中股本增加 10.85 亿元。截至 2017 年末，江苏省再担保所有者权益合计 71.73 亿元，其中股本 57.34 亿元，未分配利润 4.80 亿元，少数股东权益 5.16 亿元。

总体看，随着增资扩股完成及盈利增加，江苏省再担保资本实力不断增强；负债规模持续增长，负债渠道不断拓宽；扣除两项准备金后资产负债率不高，江苏省再担保实际债务负担不重。

（3）盈利能力

近年来，江苏省再担保营业收入持续增长，但受保理业务收入减少影响，增速有所放缓，2017 年实现营业收入 11.26 亿元。江苏省再担保营业收入主要来源于直保业务收入、贷款利息收入和融资租赁业务收入，目前再担保业务对营业收入的贡献度较低；2017 年直保业务收入、贷款利息收入和融资租赁业务收入占营业收入的比重分别为 45.14%、28.19%和 18.09%。

江苏省再担保营业支出主要包括营业成本、提取担保准备金和业务及管理费，2017 年江苏省再担保营业支出为 7.72 亿元。其中，营业成本 1.64 亿元，占营业支出的 21.22%，主要为再担保业务及融资租赁业务营业成本；提取担保准备金净额 3.04 亿元，占营业支出的 39.37%，其中提取担保赔偿准备金净额 2.54 亿元，提取未到期责任准备金净额 0.50 亿元；业务及管理费支出 2.42 亿元，占营业支出的 31.32%。

江苏省再担保投资收益主要来源于权益性投资，2017 年实现投资收益 0.75 亿元，对江苏省再担保收入的贡献度仍较低。

2017 年以来，得益于主营业务的稳步发展，江苏省再担保净利润逐年增加。2017 年，江苏省再担保实现净利润 3.19 亿元；从收益指标来看，由于宏观经济下行致担保公司竞争压力加大，作为省级政策性再担保机构实行较低担保费率优惠，以及江苏省再担保增资扩股等因素影响，盈利水平不高。2017 年江苏省再担保平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 2.92%和 4.49%，盈利水平有待提升。

总体看，江苏省再担保搭建了以担保公司、融资租赁公司及小贷公司为主的金融集团框架，收入结构趋向多元化，但整体盈利水平仍有待提升。

4. 资本充足率及代偿能力

江苏省再担保面临的风险主要是再担保及担保项目的代偿。在发生代偿后，如果江苏省再担保不能足额追偿，江苏省再担保将以自有资本承担相应的损失。江苏省再担保实际代偿能力主要受江苏省再担保的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因

素的影响。联合评级在评估江苏省再担保可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了江苏省再担保的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从现金流情况来看，江苏省再担保经营活动产生的现金流量呈净流出状态，主要是由于委托贷款发放现金净额和信托投资支付现金净额大幅增长所致；由于股权投资力度有所加大，投资活动产生的现金流呈净流出状态；江苏省再担保通过增资扩股、银行借款及发行债券筹集资金，筹资活动产生的现金流规模较大，但由于 2017 年偿还债务支付现金增加，筹资活动产生的现金净流入规模有所下降。截至 2017 年末，江苏省再担保现金及现金等价物余额为 23.79 亿元，整体现金流较为充裕。

2017 年以来，江苏省再担保母公司净资产规模稳步上升；由于委托贷款和对子公司资金拆借增加，净资本规模有所下降。截至 2017 年末，江苏省再担保母公司净资本余额 23.64 亿元，净资产余额 62.34 亿元；净资本比率为 37.91%，处于较低水平。2017 年以来，随着江苏省再担保直保业务余额快速增加，江苏省再担保净资产担保倍数和净资本担保倍数均较上年上升，2017 年末江苏省再担保净资产担保倍数及净资本担保倍数分别为 10.16 倍和 26.80 倍。

截至 2017 年末，江苏省再担保净资本覆盖率为 46.35%，较之前年度明显下降，主要是直保业务余额快速增加及净资本规模下降所致。

5. 担保效果评价

从担保效果来看，以 2017 年末江苏省再担保财务数据测算，本期债券额度（10.00 亿元）占江苏省再担保资产总额的 8.18%，占所有者权益总额的 14.04%，占比一般；2017 年，江苏省再担保经营活动净现金流为-6.63 亿元，无法对本期债券形成覆盖。

总体看，江苏省再担保内控及风险管理体系逐步完善，各项主营业务发展势头良好；新一轮增资扩股完成后，资本实力有所增强，资产规模不断扩大，其担保对于本期债券的信用状况具有有效的积极作用。

十、综合评价

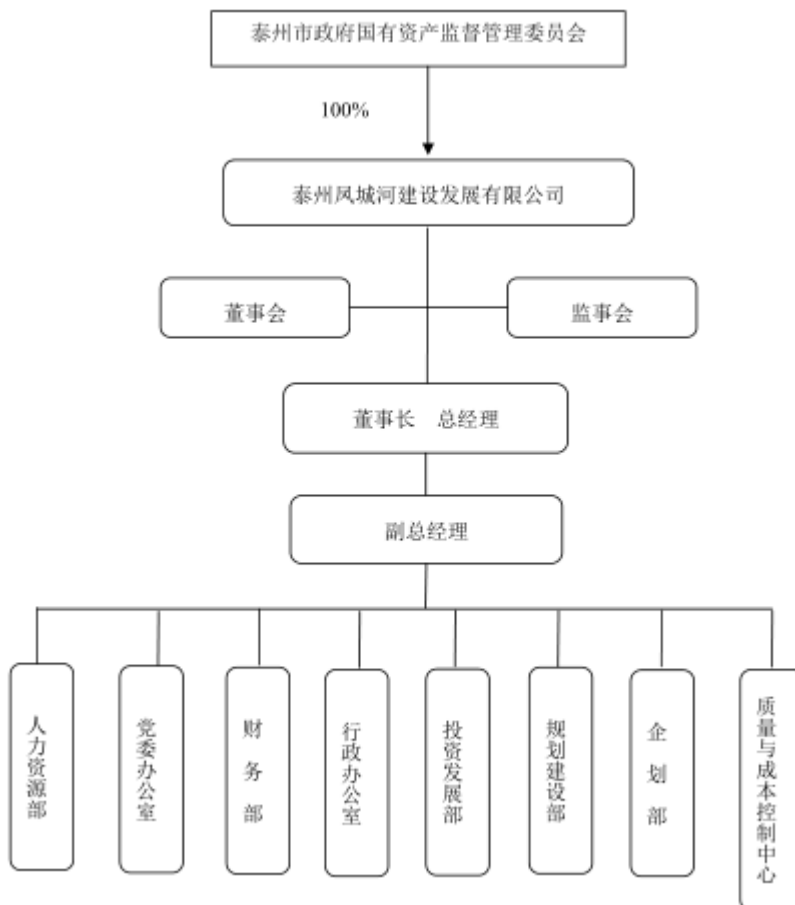
公司作为泰州市旅游基础设施建设主体，近年来在资本注入、财政补贴和专项款方面获得有力的外部支持；公司营业收入和利润水平不断增长，资产规模快速提升。同时，联合评级也关注到公司利润总额对政府补贴依赖性强、有息债务规模快速增加、资产流动性弱等因素给公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司承建的泰州市级重点项目已开工建设，随着未来公司业务范围的拓展，公司经营性收入有望增长。伴随泰州市经济实力不断增强，公司有望持续获得泰州市政府的支持，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”。

江苏省再担保对本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。同时，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的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 泰州凤城河建设发展有限公司 组织架构图



附件 2 泰州凤城河建设发展有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	128.06	142.83	230.55
所有者权益（亿元）	71.60	74.92	110.32
短期债务（亿元）	17.71	23.01	11.00
长期债务（亿元）	33.30	39.84	76.51
全部债务（亿元）	51.01	62.85	87.51
营业收入（亿元）	9.26	9.31	10.63
净利润（亿元）	3.08	3.12	5.28
EBITDA（亿元）	3.29	3.39	6.15
经营性净现金流（亿元）	0.04	1.12	-15.44
存货周转次数（次）	--	0.82	0.51
流动资产周转次数（次）	--	0.11	0.11
总资产周转次数（次）	--	0.07	0.06
现金收入比率（%）	2.59	6.05	56.06
总资本收益率（%）	--	2.40	3.16
总资产报酬率（%）	--	2.42	3.27
净资产收益率（%）	--	4.26	5.70
营业利润率（%）	10.91	11.52	34.25
费用收入比（%）	2.56	5.11	5.38
资产负债率（%）	44.09	47.55	52.15
全部债务资本化比率（%）	41.60	45.62	44.23
长期债务资本化比率（%）	31.74	34.72	40.95
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.05	0.07
流动比率（倍）	3.89	4.92	4.70
速动比率（倍）	1.39	1.61	3.73
现金短期债务比（倍）	0.82	0.65	1.67
经营现金流动负债比率（%）	0.18	4.03	-45.70
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.33	0.34	0.61

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

附件 3 江苏省信用再担保集团有限公司 主要财务指标

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
货币资金	25.11	29.02	28.46	26.23	23.77	19.45
贷款类资产	31.90	36.86	38.43	35.42	55.97	45.79
投资资产	18.79	21.72	29.65	27.33	28.30	23.15
其他类资产	10.73	12.40	11.94	11.01	14.20	11.61
其中：应收代位追偿款	4.48	5.18	4.55	4.19	4.11	3.36
资产合计	86.54	100.00	108.48	100.00	122.24	100.00
银行借款	11.49	38.77	17.87	46.29	21.41	42.38
担保赔偿准备金	8.02	27.05	10.19	26.38	11.88	23.52
未到期责任准备金	1.61	5.42	2.37	6.14	2.87	5.69
应付债券	--	--	--	--	5.00	9.90
保证金	4.25	14.33	4.05	10.48	3.96	7.85
其他类负债	4.28	14.43	4.13	10.70	5.39	10.66
负债合计	29.64	100.00	38.61	100.00	50.51	100.00

母公司资本充足性指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
担保责任余额 (亿元)	285.31	491.65	633.53
母公司净资产 (亿元)	49.87	61.44	62.34
母公司净资本 (亿元)	21.45	26.27	23.64
净资本比率 (%)	43.01	42.76	37.91
净资产担保倍数 (倍)	5.72	8.00	10.16
净资本担保倍数 (倍)	13.30	18.71	26.80
净资本覆盖率 (%)	99.49	68.77	46.35

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

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 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	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%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次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 江苏再担保有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额
不良担保率	不良担保额/担保责任余额
不良担保拨备覆盖率	(未到期责任准备金+担保赔偿准备金)/不良担保额
担保代偿率	担保代偿额/累计解保责任额
代偿回收率	代偿回收额/担保代偿额
平均资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资产担保倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保倍数	担保责任余额/净资本
净资本比率	净资本/净资产
资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值

注：担保业务组合风险价值是依据客户不同担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素评估得到。

附件 6 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。