

信用等级通知书

联合评字[2018] 1951 号

泰兴市兴黄综合投资开发有限公司：

联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司发行的 2018 年泰兴市兴黄综合投资开发有限公司公司债券（第一期）的信用状况进行了主动评级。经本公司信用评级委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”；贵公司发行的 2018 年泰兴市兴黄综合投资开发有限公司公司债券（第一期）信用等级为 AA_{pi}。

特此通知

联合信用评级有限公司

二零一八年十一月十六日

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>

信用等级公告

联合[2018]1951 号

泰兴市兴黄综合投资开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对泰兴市兴黄综合投资开发有限公司主体长期信用状况和发行的 2018 年泰兴市兴黄综合投资开发有限公司公司债券（第一期）进行了主动评级，确定：

泰兴市兴黄综合投资开发有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

泰兴市兴黄综合投资开发有限公司发行的 2018 年泰兴市兴黄综合投资开发有限公司公司债券（第一期）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：

二零一八年十一月十六日

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 年泰兴市兴黄综合投资开发有限公司 公司债券（第一期）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：4.00 亿元

债券期限：7 年

还本付息方式：按年付息；分次还本，在债券存续期的第 3~7 年每年偿还 20% 的债券本金

评级时间：2018 年 11 月 16 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	63.03	84.78	88.13
所有者权益（亿元）	21.68	32.81	34.37
长期债务（亿元）	9.11	21.63	26.60
全部债务（亿元）	18.30	31.46	38.78
营业收入（亿元）	5.52	5.65	5.35
净利润（亿元）	1.62	2.01	1.56
EBITDA（亿元）	2.16	2.17	1.84
经营性净现金流（亿元）	-3.30	-2.80	-6.98
营业利润率（%）	11.90	12.58	12.15
净资产收益率（%）	7.46	6.13	4.54
资产负债率（%）	65.60	61.30	61.00
全部债务资本化比率（%）	45.78	48.95	53.01
流动比率（倍）	183.16	263.90	302.72
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.07	0.05
EBITDA 利息倍数（倍）	6.11	874.80	212.69
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.54	0.54	0.46

注：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，系四舍五入造成的；除特别说明外，均指人民币；长期应付款已调整至长期债务指标核算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对泰兴市兴黄综合投资开发有限公司（以下简称“公司”）评级反映了公司作为泰兴市政府授权的江苏黄桥经济开发区（以下简称“黄桥经开区”）重要的基础设施建设、土地开发以及安置房建设主体，在资金注入及财政补贴等方面得到有力的外部支持。但联合评级也关注到，公司资产流动性欠佳、收现质量较差及盈利能力较弱等因素对公司经营带来的不利影响。

随着泰兴市经济的稳定发展，黄桥经开区基础设施建设持续推进，公司有望保持稳健经营。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本期债券分期偿还条款有助于减轻公司未来集中偿付压力；公司设置了募集资金使用专项账户及偿债资金账户，监管银行对账户的监管有助于保障本期债券资金收付的规范性。

基于对公司主体长期信用水平以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“很低”。

优势

1. 公司作为黄桥经开区重要的基础设施建设、土地开发及安置房开发主体，业务专营性和重要性突出，获得了在资金注入和财政补贴等方面有力的外部支持。

2. 本期债券分期偿还条款有助于减轻公司未来集中偿付压力。

关注

1. 公司主营业务收入采用固定收益率模式，且利润总额对财政补贴依赖程度较大，整体盈利能力较弱。

2. 公司资产主要为存货，其中主要是开发成本和拟开发土地成本，同时，应收及预付占款

较多，公司资产流动性较弱。

3. 公司现金回流具有滞后性，经营活动现金流量净额持续为负，项目前期垫资压力较大，公司面临一定资金支出压力。

分析师

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@unitedratings.com.cn

王文燕

电话：010-85172818

邮箱：wangwy@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兴市兴黄综合投资开发有限公司提供，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，未因泰兴市兴黄综合投资开发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、评级人员与泰兴市兴黄综合投资开发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，联合评级将对泰兴市兴黄综合投资开发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：



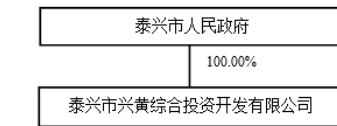
王文燕

联合信用评级有限公司

一、主体概况

泰兴市兴黄综合投资开发有限公司（以下简称“公司”）成立于 2006 年 9 月 12 日，初始注册资本 1,000 万元，其中，泰兴市黄桥镇农村集体资产管理委员会以现金出资 900 万元，泰兴市黄桥建筑安装工程公司以现金出资 100 万元。经过多次增资及股东变更，截至 2017 年底，公司注册资本及实收资本均为 2.00 亿元，泰兴市人民政府持有公司全部股权，为公司的实际控制人。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：国有资产投资经营；房地产开发经营；标准厂房建设、销售、租赁；土地整理开发、城乡基础设施、政府建设项目代理服务、房屋拆除服务；文化、旅游产业项目开发服务；园林绿化建设；水利建设工程、市政工程施工；建材批发；农副产品批发。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2017 年底，公司内设办公室、业务部和财务部 3 个职能部门；公司合并范围内一级子公司 9 家，本部拥有员工 35 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 88.13 亿元，负债合计 53.76 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）34.37 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 31.53 亿元。2017 年，公司实现营业收入 5.35 亿元，净利润（含少数股东损益）1.56 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.49 亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.98 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.79 亿元。

公司住所：泰兴市黄桥镇通站路 2 号；法定代表人：沐兴俊。

二、本期公司债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 2018 年泰兴市兴黄综合投资开发有限公司公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”），募集资金 4.00 亿元，发行期限 7 年。本期债券每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年每年分别偿还 20% 的债券本金。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券拟募集资金 4.00 亿元，其中 2.40 亿元用于江苏泰兴黄桥经济开发区中小企业集聚服务基地项目（以下简称“募投项目”），1.60 亿元用于补充流动资金。

表 1 募投项目资金用途概况（单位：万元，%）

序号	项目名称	总投资	拟使用募集资金	募集资金占投资总额比例
1	江苏泰兴黄桥经济开发区中小企业集聚服务基地项目	128,393.00	24,000.00	18.69
2	补充流动资金	--	16,000.00	--
总计		128,393.00	40,000.00	--

资料来源：公司提供

本期债券的募投项目为江苏泰兴黄桥经济开发区中小企业集聚服务基地项目。募投项目具体情况如下：

（1）项目整体概况

项目位于江苏泰兴黄桥经济开发区范围内，项目用地包括四部分，分别为：综合办公楼与人才公寓、中小企业标准厂房（一）（以下简称“标准厂房一”）、中小企业标准厂房（二）（以下简称“标准厂房二”）、中小企业标准厂房（三）（以下简称“标准厂房三”）。

项目规划用地为 257,866m²（386.8 亩），其中：综合办公楼和人才公寓用地 31,222m²、标准厂房（一）用地 42,436m²、标准厂房（二）用地 53,065m²、标准厂房（三）用地 131,143m²。

建设内容为：项目建设综合办公楼一栋、中小企业标准厂房三处、人才公寓一栋、食堂等配套设施，以及道路、供电、给排水、绿化等基础设施。

募投项目投资总额约 12.84 亿元，其中工程费用 9.01 亿元，工程其他费用 2.16 亿元，预备费用 0.56 亿元，建设期贷款利息 1.12 亿元。项目自有资金为 4.84 亿元全部作为资本金，占总投资 37.69%。

（2）项目审批情况

本项目已经通过了相关主管部门的审批，具体批复文件如下表所示：

表 2 募投项目审批表

序号	批准文件	批准文号	批文日期
1	《关于江苏泰兴黄桥经济开发区中小企业集聚服务基地项目可行性研究报告的批复》	泰发改投【2016】417 号	2016 年 9 月 2 号
2	《关于江苏泰兴黄桥经济开发区中小企业集聚服务基地项目节能评估报告书的审查意见》	泰发改能审【2016】16 号	2016 年 8 月 29 日
3	《关于同意泰兴市兴黄综合投资开发有限公司江苏泰兴黄桥经济开发区中小企业集聚服务基地项目选址的意见》	泰规划 20169002 号	2016 年 6 月 19 日
4	《关于泰兴市黄桥经济开发区中小企业集聚服务基地项目用地的预审意见》	泰国土资规【2016】105 号	2016 年 8 月 30 日
5	关于《江苏泰兴黄桥经济开发区中小企业集聚服务基地项目环境影响报告表》的批复	泰环字【2016】41 号	2016 年 9 月 2 日

资料来源：公司提供

（3）项目进度情况

项目建设期约为 24 个月，募投项目已于 2017 年 5 月开工，2018 年 6 月底项目已投入 9,026.11 万元，完成土地招拍挂等工作，中小企业标准厂房（一）处于封顶阶段，其余地块标准厂房正在准备施工工作。

（4）项目未来收益

项目运营后的收入来源主要为园区内房屋的出租和出售收入。

根据《江苏泰兴黄桥经济开发区中小企业集聚服务基地项目可行性研究报告》，在募投项目计算期内，共计可获得经营收入 17.99 亿元（计算期为 25 年）。募投项目投资回收期（税后）为 21.51 年，内部收益率（税收）为 1.24%。募投项目自身盈利能力弱，回款周期长。

三、行业分析

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展

的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、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，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

总体看，城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，城投公司作为地方政府基础设施建设运营主体仍将发挥重要作用。

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 3 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 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 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工

		程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
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	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合评级整理

总体看，政府对城投公司的发展较为关注，特别是对地方债务的管理方面，出台多项政策理清关系化解风险。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府

发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域环境分析

(1) 泰兴市

泰兴市属江苏省泰州市下辖县级市，全市总人口 120 万，总面积 1,172 平方公里，现辖 15 个乡镇、1 个街道、2 个省级经济开发区、3 个市级工业园区，是江苏省首批创新型试点城市和省直管县试点市。

2012 年 10 月，泰兴市作为江苏省三个省直管县体制改革县（市）之一，正式试点“省直管”。根据试点方案，泰兴市政府将直接向省政府负责并报告工作；省政府各部门分配行政、经济资源对泰兴实行计划单列，适当倾斜；泰兴市工商、地税、质监部门也将相应调整为由省主管部门直接管理。原则上，除国家法律、法规有明确规定的以外，原省辖市审批或管理的经济、社会管理事项，均由泰兴市自行审批、管理；须经省辖市审核、报省审批的，均由泰兴市直接报省审批。

泰兴市近年来各项经济指标保持着较快的增长。2015~2017 年，全市地区生产总值持续增长，年均复合增长 14.79%，2017 年为 964.07 亿元。其中，第一产业增加值 57.16 亿元，增长 2.8%；第二产业增加值 450.86 亿元，增长 7.4%；第三产业增加值 456.05 亿元，增长 10.6%。人均地区生产总值 89,456 元，增长 8.5%，较上年增加 10,841 元。产业结构不断优化，由 2015 年的 6.7: 48.3: 45.0 调整至 5.9: 46.8: 47.3，服务业发展较快。泰兴市连续 17 届跻身全国县域经济基本竞争力百强县（市）行列，2017 年排名第 34 位，比上年前移 11 位。

工业经济稳定增长。2017 年泰兴市规模以上工业增加值同比增长 10.5%。规模以上工业总产值增长 21.9%。固定资产投资较快增长。2017 年全市完成固定资产投资 799.74 亿元，比上年增长 16.3%。

总体看，泰兴市作为江苏省首批对外开放的沿海城市，经济发展速度较快，为公司发展创造了良好的外部环境。

(2) 江苏泰兴黄桥经济开发区

江苏泰兴黄桥经济开发区（以下简称“黄桥经开区”）位于泰兴市东部，规划面积 18.6 平方公里。2013 年 8 月，江苏省商务厅函复同意将黄桥经开区纳入省级经济开发区管理序列。2013 年 11 月 7 日，开发区与江阴国家级高新技术产业开发区正式签订南北共建协议，合作建设总规划面积 8.66 平方公里的“江阴高新区黄桥工业园”，有利于开发区加快承接苏南产业转移。2014 年 3 月，江阴高新技术产业开发区黄桥工业园被省政府认定为南北共建园，并在 2015 年度全省南北共建考核中进入了前 20 名。2016 年 6 月 6 日，经江苏省人民政府批复同意，江苏泰兴黄桥经济开发区正式晋升为省级经济开发区，实行现行的省级经济开发区政策。

近年来，黄桥经开区综合实力明显增强，突出工业的主体地位，以重大项目的加快引进和建设，加速推进新型工业化进程，增强区域经济综合实力。目前，以乐器制造、精密铸造、节能空冷、汽车零部件、机电电器、光电材料、食品加工等为主的产业格局已初步形成，黄桥经开区未来发展空间潜力大。

总体看，近年来黄桥经开区发展较好，晋升为省级经济开发区后面临更大的发展空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司系国有法人独资企业，截至 2017 年底，公司注册资本及实收资本均为 2.00 亿元，泰兴市人民政府持有公司 100% 股权。公司主营业务主要包括政府委托代建的基础设施建设、土地整理开发、安置房开发等。公司接受泰兴市政府的委托，从事黄桥经开区范围内的基础设施建设、土地整理开发及安置房开发业务，在区域业务获取方面具有优势和竞争力。

总体看，公司作为地方国有法人独资企业，股东信用背书支持较强，区域竞争力较强。

2. 人员素质

截至 2017 年底，公司共有高层管理人员 2 人，包括董事长兼总经理 1 人、财务总监 1 人。

沐兴俊先生，1962 年 4 月生，大学本科学历，经济师职称。历任泰兴市财政局预算科科长，黄桥工业园区管委会副主任、党工委书记，泰兴市黄桥财政和资产管理局局长、党组书记；现任黄桥经开区管委会副主任、公司董事长、总经理。

张长友先生，1978 年 7 月生，本科学历，会计师职称。历任泰兴市蒋华镇经管统计站副站长，七圩镇会计核算中心主任，虹桥工业园区财政分局财务科副科长，泰兴市财政国库集中收付中心受理科副科长，公司业务部经理；现任泰兴市黄桥镇财政和资产管理局局长、党组书记、公司董事、财务总监。

截至 2017 年底，公司本部拥有员工 35 人。按学历构成划分，公司员工中本科及以上学历 20 人，大专学历 15 人；按年龄构成划分，30 岁以下的 12 人，30~50 岁的 21 人，50 岁以上的 2 人；从岗位构成来看，拥有高级职称 1 人，拥有中级职称的 8 人，拥有初级职称的 10 人。

总体看，公司高管有较丰富的管理经验，公司人员构成合理，能够满足日常的工作需要。

3. 外部支持

公司接受泰兴市政府的委托，从事黄桥经开区范围内的基础设施建设、土地整理开发及安置房开发业务。泰兴市人民政府作为公司实际控制人，地方政府财政实力直接影响公司工程款回款情况。

2015~2017 年，泰兴市一般预算收入持续增长，分别为 52.79 亿元、57.20 亿元和 63.11 亿元，以税收收入为主，2017 年泰兴市税收收入 52.90 亿元，占一般预算收入 83.8%，比上年提高 1.4 个百分点，一般预算收入质量较好。2017 年，一般公共预算支出 82.27 亿元，增长 7.7%。总体看，泰兴市一般预算收入持续增长，财政自给率一般。

资金注入方面，2015~2016 年，公司分别获得泰兴市政府注入的资本金 7.78 亿元（其中 0.40 亿元为以往年度财政往来款转入资本公积）和 9.00 亿元。

财政补贴方面，考虑到公司承担黄桥经开区土地整理、基础设施建设及安置房开发的特殊职能，泰兴市政府委托黄桥镇给予公司一定财政补贴。2015~2017 年，公司分别获得财政补贴 1.73 亿元、1.69 亿元和 1.13 亿元。

总体看，公司获得泰兴市政府在资金注入、财政补贴的有力支持，在一定程度上增强了公司的偿债能力。

五、管理分析

1. 公司治理

公司是国有独资企业，不设股东会。公司设立董事会、监事会和经理层。

公司董事会由 5 人组成，其中职工代表 1 人。董事会成员非职工代表董事由出资人委派，职工代表董事由公司职工代表大会选举产生。董事任期三年，任期届满，可连任连选。董事会设董事长 1 人，由出资人从董事会成员中指定。董事会会议由董事长召集和主持，董事长不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上董事共同推举一名董事召集和主持。

公司监事会由 5 人组成，其中职工代表 2 人。监事会成员非职工代表监事由出资人委派，职工代表监事由公司职工代表大会选举产生。监事任期三年，任期届满，可连选连任。监事会设主席一人，由出资人从监事会成员中指定。

公司设总经理 1 人，由董事会决定聘任或者解聘。经出资人同意，董事会成员可以兼任总经理。

总体看，公司履行了相关监督规定，董事会、监事会独立运作，人员配备齐全，法人治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

根据有关法律、行政法规等，公司制定了相关管理制度，制度主要涵盖财务管理，内部控制管理，对外担保管理方面。

财务管理方面，公司实行“统一领导，统一标准，量入为出，厉行节约，严格监督，规范运作”的财务管理原则，公司统一领导系统内计划财务与会计工作，各子公司为独立核算的单位，根据公司财务管理的需要，每月定期向公司财务部提供各类财务会计报告。公司制定了对资金筹集、流动资产、对外投资、固定资产和其他各类资产的管理。

内部控制方面，公司设立了会计核算制度、资金、投资和担保的管理，规定公司因其经营发展和资金统筹安排的需要，需实施对外借款时，应充分考虑对贷款利息的承受能力和偿债能力，并按公司相关制度的规定履行相应的审批程序后方可实施；制定严格的购置或处置的经营性或非经营性固定资产的申报审批制度；公司技改项目和对外投资项目占其净资产 50%（含）以上的须由董事会决议后报经股东决定。

对外担保管理方面，为规范公司的对外担保行为，防范财务风险，公司设立了对外担保管理制度，规定公司对外担保由公司统一管理，公司财务部为公司担保行为的职能管理部门；公司为他人提供担保，应当采取反担保等必要措施防范风险，且反担保的提供方应当具有实际承担能力；公司对外提供担保必须经董事会或股东批准，须经公司董事会全体董事三分之二以上审议同意并做出决议后方可办理；对外提供担保之前，认真做好被担保企业的调查、信用分析及风险预测等资格初审工作，向公司总经理报告被担保企业情况及拟进行的担保行为在财务上的可行性建议，并接受董事会质询。

总体看，公司法人治理结构完善，内部组织结构合理，管理制度健全。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务主要包括政府委托代建的基础设施建设、土地整理开发、安置房开发等。2015~2017

年，公司主营业务收入规模波动下降，分别为 5.52 亿元、5.61 亿元和 5.29 亿元，主要系市政工程建设收入及安置房开发收入下降所致。其中一级土地整理开发业务收入逐年增长，安置房开发业务收入快速下降。2015 年，公司主营业务收入以安置房开发为主，占比为 43.50%，2016~2017 年，公司主营业务收入主要来源于一级土地整理开发，占比分别为 37.71%和 55.56%。公司主营业务中的其他业务收入主要为子公司泰兴市永丰旅游发展有限公司的门票收入及租赁收入。

2015~2017 年，公司主营业务毛利率基本稳定在 13%左右。2016~2017 年，公司各项业务收入毛利率有所下降，主要系“营改增”政策所致。

表 4 2015~2017 年公司主营业务收入构成（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
市政工程建设	11,380.15	20.61	13.04	16,831.06	29.98	12.71	8,285.98	15.66	12.71
一级土地整理开发	19,805.55	35.87	13.04	21,171.96	37.71	12.71	29,386.60	55.56	13.07
安置房开发	24,014.30	43.50	13.04	18,113.35	32.26	12.71	15,118.67	28.58	12.71
其他	11.10	0.02	100.00	31.48	0.06	100.00	104.20	0.20	8.21
合计	55,211.10	100.00	13.06	56,147.86	100.00	12.76	52,895.45	100.00	12.90

资料来源：公司审计报告

2. 经营分析

公司接受泰兴市政府的委托，从事黄桥经开区范围内的基础设施建设、土地整理开发及安置房开发业务。依据公司拟与泰兴市人民政府签订的《委托代建协议》，工程款或土地整理款结算按照公司发生的实际投入成本加成 15%，计算公司应得的收入。

具体会计处理模式为：公司前期垫资进行项目建设及土地整理投入，付出成本计入“存货-工程成本”科目中；根据项目工程进度，泰兴市政府每年出具建设项目中期结算确认书，公司根据结算确认书确认营业收入，并相应从存货中结转营业成本。公司确认收入较工程实际进度有滞后性；待项目全部竣工、土地整理完毕后且经验收合格后，泰兴市政府根据审计后的工程总款项上浮 15%向公司支付费用。根据委托代建协议，政府将在项目完工后一次性支付款项，但实际操作时根据具体情况可能会有部分项目分年支付的情形。

（1）市政工程建设

自成立以来，公司先后完成了北关路、北环路、城黄路、公共汽车站、污水处理项目等工程，形成了“七横七纵”的城市主干道网络，其中 6 平方公里的黄桥新城核心区初具规模。

2015~2017 年，公司市政工程建设收入分别为 1.14 亿元、1.68 亿元和 0.83 亿元。2017 年公司市政工程建设收入有所下降主要系部分工程已完工，当年确认收入的项目规模较小所致。

截至 2017 年底，公司在建市政工程项目总投资 9.21 亿元，已投资 9.00 亿元，目前在建项目接近完工状态。

表 5 截至 2017 年底公司市政工程项目明细（单位：万元）

项目	总投资额	已投资额	已确认收入金额
江苏省黄桥中学	40,000.00	30,745.92	6,148.95
新四军纪念馆	12,160.00	11,700.38	1,108.55
泰兴市第二人民医院	15,300.00	23,112.27	2,775.12
内河港泰兴区码头	7,500.00	7,001.73	--

军民路	8,690.00	10,710.89	10,710.89
银杏路	8,470.00	6,713.52	6,476.58
合计	92,120.00	89,984.71	27,220.09

资料来源：公司提供

未来公司的基础设施建设业务仍将按照开发区发展规划，黄桥经开区“工业化、城市化”的发展理念，加快黄桥经开区基础设施与配套设施建设，以重大项目开发，新城形象提升为重点，加快转型升级及特色发展步伐。

（2）土地整理开发

经过公司持续的土地整理运作，开发区面积由原先的 7.1 平方公里扩大到 18 平方公里，形成了“六大产业片区”，“九通一平”基本到位，“五横七纵”的发展框架，承载功能进一步完善。

2015~2017 年，公司土地整理开发收入分别为 1.98 亿元、2.12 亿元和 2.94 亿元，收入规模逐年增长。

目前，公司正在整理的土地包括韩庄村拆迁和西寺桥等，截至 2017 年底，公司已投入 16.40 亿元，已超过项目初期概算金额，主要系拆迁成本逐年上升、补偿金额增加所致。

表 6 截至 2017 年底公司在整理土地明细（单位：万元）

项目	总投资额	已投资额	已确认收入
胜利村	20,000.00	2,811.20	0.00
园区		8,793.42	9,841.50
华庄		16,197.63	18,627.27
西寺桥		9,387.50	10,772.34
韩庄村	30,000.00	31,451.29	0.00
乐城	45,000.00	11,144.26	2,492.88
吴韩村		16,350.00	4,737.08
新城项目部	35,000.00	22,759.49	13,046.81
黄桥镇区		45,060.15	28,587.18
合计	130,000.00	163,954.94	88,105.06

资料来源：公司提供

（3）安置房建设

安置房开发方面，公司先后开发建设了城黄路南延安置房、定慧小区、韩庄安置区等项目。

根据泰兴市“十三五”规划目标，泰兴市在“十三五”期间将加大保障性住房的投入，公司承担黄桥经开区内的拆迁安置房等保障性住房的建设任务。

2015~2017 年，公司安置房建设业务分别确认收入 2.40 亿元、1.81 亿元和 1.51 亿元。

表 7 公司安置房建设业务确认成本及收入明细（单位：亿元）

年份	项目	确认收入	合计
2015 年	定慧小区	2.15	2.40
	焦庄小区	0.25	
2016 年	王韩安置区	1.34	1.81
	吴韩小区	0.23	
	韩庄安置区二期	0.24	
2017 年	定慧小区	1.21	1.51
	河滨家园 26-27 号楼	0.31	

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司在建安置房项目总投资额 17.44 亿元，已投资 17.14 亿元，目前已接近完工状态。

表 8 截至 2017 年底公司在建安置房项目明细（单位：万元）

项目	总投资额	已投资额	已确认收入金额
焦庄小区	4,056.00	2,150.45	2,473.02
韩庄安置区	20,462.00	15,556.12	0.00
金溪家园	37,300.00	46,696.22	0.00
定慧小区	95,060.00	100,029.41	84,049.00
南殷安置区	4,500.00	1,426.66	1,640.65
吴韩小区	8,100.00	3,454.37	0.00
致富路安置房	4,900.00	2,039.91	2,345.90
合计	174,378.00	171,353.14	90,508.57

资料来源：公司提供

总体看，公司项目主要涉及民生，经营区域集中，业务来源较为单一，整体业务较为稳定。公司业务受当地政府规划影响较大，计划性较强。

3. 未来发展

根据泰兴市发展规划，泰兴市将全面开发黄桥经开区，倾力打造黄桥新城，将其定位为泰州市域东部、沿江经济产业带上重要的工贸型小城市，承接苏南产业转移的长江北岸桥头堡。公司作为泰兴市重要的国有资产经营投资主体，将着眼于泰兴市经济和社会发展的总体目标以及黄桥经济开发区的发展规划，按照“市场化运作、企业化管理”的原则，运用市场化运作新机制，实现国有资产的保值增值。

截至 2017 年底，公司在建市政工程、土地开发整理和安置房项目未来尚需投资规模较小。目前公司尚有规模较大的已完工未确认收入的项目，收入实现存在不确定性。

七、财务分析

公司提供了 2015~2017 年合并财务报告，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审计结论。截至 2017 年底，公司合并范围内一级子公司 9 家，近三年合并范围有所变化，但新并入合并范围的子公司大部分为公司自有资金成立，公司近三年报表具有可比性。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 88.13 亿元，负债合计 53.76 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）34.37 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 31.53 亿元。2017 年，公司实现营业收入 5.35 亿元，净利润（含少数股东损益）1.56 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.49 亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.98 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.79 亿元。

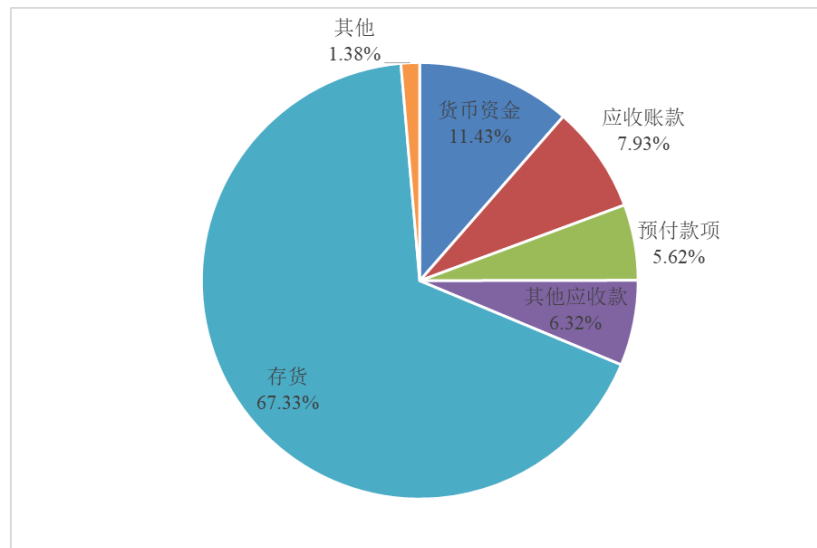
1. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 18.25%。截至 2017 年底，公司资产总额合计 88.13 亿元，较年初小幅增长 3.96%，主要系存货增加所致。其中流动资产占资产总额的 92.69%，公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 17.62%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 81.69 亿元，较年初小幅增长 2.62%。公司流动资产主要由存货（占 67.33%）、货币资金（占 11.43%）、应收账款（占 7.93%）、其他应收款（占 6.32%）及预付账款（占 5.62%）构成。

图 2 截至 2017 年底公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 16.45%。截至 2017 年底，公司货币资金为 9.33 亿元，较年初下降 40.07%，其中受限资金 1.03 亿元，主要为保证金。

2015~2017 年，公司应收账款在波动中有所增长，年均复合增长 8.90%。截至 2017 年底，公司应收账款为 6.48 亿元，较年初下降 4.10%，全部为应收泰兴市黄桥工业园区管委会的工程建设款，账龄期限偏短，均在 2 年以内，公司应收账款回收风险较小，公司未计提坏账准备。

2015~2017 年，公司预付账款波动增长，年均复合增长 35.58%。截至 2017 年底，公司预付账款为 4.59 亿元，较年初下降 10.49%，主要为预付的园区拟征批次征地预存款。

2015~2017 年，公司其他应收款波动中有所下降，年均复合下降 7.27%，下降主要为相关单位往来款逐渐收回所致。截至 2017 年底，公司其他应收款净额为 5.16 亿元，较年初增长 30.34%，主要为应收泰兴市黄桥工业园区管委会（1.00 亿元，账龄 1 年以内）、泰兴市祥元贸易有限公司（0.77 亿元，账龄 1 年以内）、江苏省国裕建设有限公司（0.40 亿元，账龄 4 年以内）和泰兴市润黄建设有限公司（0.40 亿元，账龄 3 年以内）等的相关款项，本期计提坏账 0.12 亿元。

2015~2017 年，公司存货快速增长，年均复合增长 20.86%。截至 2017 年底，公司存货为 55.00 亿元，较年初增长 17.25%，其中主要为工程成本（公司基建、土地整理和安置房开发投入的成本）和拟开发土地成本（公司购买的土地使用权），分别占存货的 96.69%和 3.31%，公司账内土地中 1.01 亿元的土地使用权已抵押。截至 2017 年底，公司存货未计提存货跌价准备。

（2）非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 27.25%。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 6.45 亿元，较年初增长 24.60%，主要为长期股权投资（占 55.78%）和固定资产（占 37.49%）。

2015~2017 年，公司长期股权投资有所增长，年均复合增长 6.65%。截至 2017 年底，公司长期股权投资为 3.59 亿元，较年初小幅增长 1.31%，主要为对惠尔新机械泰兴有限公司、泰兴市中泰国

投资资产经营有限公司等联营企业的投资。

2015~2017 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 83.75%。截至 2017 年底，公司固定资产净值为 2.42 亿元，规模较小。固定资产主要为房屋及构筑物，占比为 96.27%，截至 2017 年底，公司固定资产累计计提折旧 0.18 亿元，固定资产成新率 92.95%，固定资产未计提减值准备。

总体看，随着项目的不断投入，公司资产规模快速增长，资产以流动资产为主，其中存货占比较大，主要由开发成本和拟开发土地成本构成，此外，应收及预付占款较多，公司资产流动性较弱。整体看，公司资产质量一般。

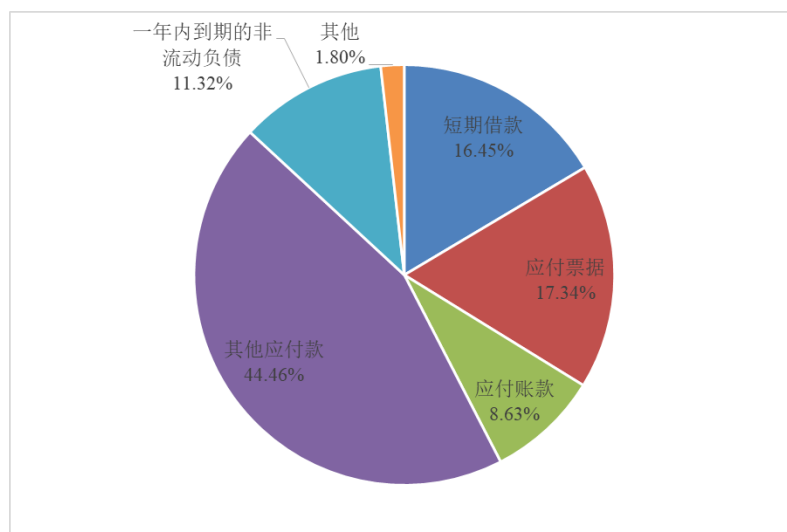
2. 负债及所有者权益

(1) 负债

2015~2017 年，公司负债总额不断增长，年均复合增长 14.02%。其中流动负债占比持续下降。截至 2017 年底，公司负债总额为 53.76 亿元，较年初小幅增长 3.45%，其中流动负债和非流动负债分别占 50.19%和 49.81%，占比基本持平。

2015~2017 年，公司流动负债有所下降。截至 2017 年底，公司流动负债为 26.98 亿元，较年初下降 10.54%，主要系其他应付款的减少所致。公司流动负债主要由其他应付款（占 44.46%）、应付票据（占 17.34%）、短期借款（占 16.45%）以及应付账款（占 8.63%）构成。

图 3 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 23.73%。截至 2017 年底，公司短期借款为 4.44 亿元，较年初下降 25.36%，主要为保证借款和质押借款的减少。

截至 2016 年底，公司新增应付票据 1.55 亿元，截至 2017 年底，增加至 4.68 亿元，全部为银行承兑汇票。

2015~2017 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 29.40%。截至 2017 年底，公司应付账款 2.33 亿元，主要为应付江苏广恒建设工程有限公司等的工程款。

2015~2017 年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降 24.82%。截至 2017 年底，公司其他应付款为 12.00 亿元，较年初下降 34.49%，全部为往来款。从账龄来看，1 年以内的占 30.94%，1~2 年的占 26.08%，2~3 年的占 21.55%，3 年以上的占 21.43%。公司其他应付款单位较为分散。

2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 71.44%。截至 2017 年底，公司非流动负债为 26.78 亿元，较年初大幅增长 22.82%，主要为长期借款的增长。非流动负债主要由长期借款（占 80.8%）和长期应付款（占 13.72%）构成

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 54.12%。截至 2017 年底，公司长期借款为 21.64 亿元，主要为保证借款和抵押借款。

2017 年公司新增应付债券 1.29 亿元，为契约型私募投资基金。

2016 年底公司新增长期应付款 5.86 亿元，截至 2017 年底，下降至 3.67 亿元，全部为融资租赁款，为有息债务。

有息债务方面，2015~2017 年，将长期应付款计入调整后全部债务核算，公司调整后全部债务快速增长，年均复合增长 45.56%。截至 2017 年底，公司调整后全部债务为 38.78 亿元，较年初增长 23.27%，其中，短期债务和调整后长期债务分别占调整后全部债务的 31.39%和 68.61%，债务结构合理。近三年，公司资产负债率呈逐年下降态势，截至 2017 年底，公司资产负债率降至 61.00%，较年初下降 0.30 个百分点；但有息债务规模和占比逐年上升，截至 2017 年底，调整后全部债务资本化比率为 53.01%，较年初上升 4.06 个百分点，公司债务负担尚可。

总体看，公司负债规模增长较快，有息债务快速增长，整体债务负担偏重，债务结构尚可。

（2）所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 25.91%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 34.37 亿元，较年初增长 4.76%，主要为未分配利润的增加。近三年公司实收资本保持稳定，截至 2017 年底仍为 2.00 亿元。

随着泰兴市政府的注资，2015~2017 年，公司资本公积增长较快，其中，2016 年公司资本公积大幅增长 71.41%至 20.76 亿元。截至 2017 年底，公司资本公积为 20.76 亿元，较年初保持不变。

2015~2017 年，公司未分配利润快速增长，年均复合增长 28.44%。截至 2017 年底，公司未分配利润为 8.16 亿元，较年初增长 21.19%；公司近三年少数股东权益不断增长，截至 2017 年底，少数股东权益 2.84 亿元，较年初增长 0.07 亿元。

截至 2017 年底，公司所有者权益中实收资本占 5.82%，资本公积占 60.39%，盈余公积占 1.77%，未分配利润占 23.74%，少数股东权益占 8.28%。

总体看，近年来公司所有者权益规模快速增长，其中未分配利润占比较大，整体稳定性一般。

3. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入保持相对稳定。2017 年，公司实现营业收入 5.35 亿元，较上年减少 0.30 亿元。2017 年，公司营业成本为 4.65 亿元，同比下降 5.19%，营业收入与营业成本的变化率基本持平。

从期间费用来看，2015~2017 年期间费用波动增长，分别为 0.52 亿元、0.16 亿元和 0.15 亿元。2016~2017 年财务费用为负主要是由于利息收入较大。2017 年公司期间费用占营业收入的比重为 2.80%，与 2016 年基本持平，公司期间费用控制能力较好。

2015~2017 年，公司营业利润率变化不大，分别为 11.90%、12.58%和 12.15%。2017 年，公司实现营业利润 1.73 亿元，较上年增加 1.24 亿元。

2015~2017 年，公司分别获得政府补助 1.73 亿元、1.69 亿元和 1.13 亿元，实现利润总额分别为 1.78 亿元、2.11 亿元和 1.73 亿元，政府补助对公司利润总额贡献大。

总体看，2015~2017 年公司营业收入规模保持相对稳定，公司期间费用控制能力较好。考虑到公

司主营业务收入采用固定收益率模式，且利润总额对政府补贴依赖程度较大，公司整体盈利能力偏弱。

4. 现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入量波动增长，分别为 23.36 亿元、22.47 亿元和 34.46 亿元，年均复合增长 21.47%。2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 5.94 亿元，同比增长 51.76%；收到其他与经营活动有关的现金为 28.52 亿元，较 2016 年大幅增长 53.69%，主要系往来款大幅增加所致。2015~2017 年，公司经营活动现金流出波动增长，分别为 26.66 亿元、25.27 亿元和 41.44 亿元；经营活动现金流量净额分别为-3.30 亿元、-2.80 亿元和-6.98 亿元，受往来款影响较大。2015~2017 年，公司现金收入比分别为 81.21%、69.25%和 110.88%，公司收现质量有所改善。

从投资活动来看，2015~2017 年，公司无投资活动现金流入。而在投资活动现金流出方面，2017 年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 1.31 亿元；2015 年投资支付的现金 4.30 亿元，主要为对联营企业增加的股权投资，2016~2017 年投资支付的现金很小。2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-5.62 亿元、-5.29 亿元和-1.31 亿元；公司筹资活动前现金流量净额分别为-8.92 亿元、-8.09 亿元和-8.30 亿元，公司近年来面临一定的对外融资需求。

筹资活动方面，近三年公司筹资活动现金流入和流出量均波动增长。2017 年公司筹资活动现金流入量为 19.11 亿元（主要为取得借款收到的现金和银行承兑汇票融资），较上年下降 40.15%，主要是由于 2016 年公司收到政府注入资金较多（体现在吸收投资收到的现金）。2017 年筹资活动现金流出量为 16.61 亿元，与 2016 年基本持平，主要由偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金构成。2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 9.29 亿元、15.30 亿元和 2.51 亿元。

总体看，2017 年公司收现质量呈好转趋势，但受往来款及项目投入不断扩大影响，经营活动现金流量净额持续为负，项目前期垫资压力较大，公司面临一定资金支出压力及对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力来看，2015~2017 年，公司流动比率逐年上升，速动比率波动上升，2017 年底分别为 302.72%和 98.90%。公司速动比率较小，主要是由于存货规模较大所致。近三年，公司经营现金流流动负债比率均为负，经营活动现金流量净额对流动负债无保障能力。总体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看，近三年公司 EBITDA 波动中有所下降，年均复合下降 7.49%。2017 年公司 EBITDA 为 1.84 亿元，调整后全部债务/EBITDA 为 21.02 倍，EBITDA 对调整后全部债务保障能力较弱。

截至 2017 年底，公司共获得银行授信总额 27.07 亿元，已使用 22.07 亿元，尚未使用额度为 5.00 亿元，公司融资渠道有待拓宽。

截至 2017 年底，公司对外担保金额 16.85 亿元，担保比率为 49.03%，担保比率较高。被担保单位全部为国有企业，目前经营情况正常。公司对外担保规模较大，但或有负债风险可控。

表 9 截至 2017 年底公司对外担保情况（单位：万元）

单位	金额
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	121,000.00
泰兴市第二人民医院	33,500.00
泰兴市黄桥市政工程公司	4,000.00
江苏省黄桥中学	3,500.00
泰兴市通达铁路设备制造有限公司	6,000.00
江苏三杰新能源有限公司	500.00
合计	168,500.00

资料来源：公司提供

总体看，公司偿债能力指标表现一般，对外担保比率较高，考虑到被担保单位全部为国有企业，对外担保风险有所降低。

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

本期债券拟发行金额为 4.00 亿元，相当于 2017 年底公司全部债务的 10.31%，本期债券对公司现有债务有一定影响。

2017 年底，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率分别为 61.00%和 53.01%，以公司 2017 年报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率将分别上升至 62.69%和 55.45%，公司债务负担有所上升。

2. 本期债券偿还能力分析

2015~2017 年公司 EBITDA 值分别为 2.16 亿元、2.17 亿元和 1.84 亿元，分别为本期债券的 0.54 倍、0.54 倍和 0.46 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖能力较弱；本期债券采用提前还本偿付方式，从债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿付本金的 20%，每年待偿还金额为 0.80 亿元，2015~2017 年，公司 EBITDA 对每年待偿还本金 0.80 亿元的保障倍数分别为 2.70 倍、2.71 倍和 2.30 倍，EBITDA 对每年待偿还本金保障程度尚可。分期偿付条款的设置降低了集中偿付压力，加之未来随着公司经营规模扩大以及政府持续支持，公司 EBITDA 有望继续提高。

2015~2017 年公司经营活动的现金流入量分别为 23.36 亿元、22.47 亿元和 34.46 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 5.84 倍、5.62 倍和 8.62 倍，对本期债券的覆盖能力较好；公司经营活动现金流入量对每年待偿还本金 0.80 亿元的保障倍数分别为 29.20 倍、28.09 倍和 43.08 倍，经营活动现金流入量对每年待偿还本金保障程度很强。2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额持续为负，对本期债券没有保障能力。

总体看，分期偿付的条款设置有效降低了公司的集中偿付压力，公司经营活动现金流入量对本期债券本金保障能力较好。考虑到政府在资金注入及财政补贴等方面对公司支持力度大，相关支持具有较好的延续性，且业务稳定性较稳定。公司整体偿债能力很强。

3. 募投项目收益偿债能力分析

本期债券共募集资金 4.00 亿元，其中 2.40 亿元用于江苏泰兴黄桥经济开发区中小企业集聚服务基地项目，剩余 1.60 亿元用于补充流动资金。项目建成后，新建房屋将通过出售或出租的方式交付

企业和创业者使用，则项目经营收入主要为项目新建房屋的销售收入和租赁收入。

参照当前泰兴市黄桥及周边地区房屋租赁和销售情况，综合办公楼租赁单价按 30 元/平方米·月估算，人才公寓租赁单价按 25 元/平方米·月估算；标准厂房销售单价按 2,600 元/平方米估算、标准厂房租赁单价按 15 元/平方米·月估算。

销售收入方面，出售主要以生产性用房为主，综合办公楼和人才公寓基本上不考虑出售；同时，考虑部分入园企业经营初期可能存在的资金压力问题，部分标准厂房拟采取租赁的方式。募投项目建有中小企业基地 3 处，建有标准厂房等生产用房 25 幢，建筑面积共计 382,803 平方米，该部分房屋将全部对外出租、出售，厂房销售、出租各按 50% 计算，面积为 191,401.50 平方米。可研报告中将房屋空置率暂按 0% 计算。该部分房屋拟在 3 年内全部对外销售，预计可得房屋销售收入 49,764.39 万元。

租赁收入方面，可出租房屋面积共计 259,504.5 平方米，其中：综合办公楼 47,198 平方米，公寓 20,905 平方米，标准厂房 191,401.5 平方米，预计正常年可得房屋租赁收入 5,771.15 万元。

本期债券存续期间，募投项目累计可实现经营收入 8.18 亿元，从本期债券用于募投项目建设资金保障情况来看，存续期内项目净收益对该部分资金覆盖倍数为 2.88 倍，保障程度尚可，但本期债券存续期后三年覆盖倍数不足 1.00 倍。

表 10 本期募投项目存续期内收益预测和本期债券还本情况（单位：万元、倍）

项目名称	债券存续期								合计
	建设期	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	
项目经营收入		--	23,945.81	19,835.10	20,700.82	5,771.51	5,771.51	5,771.51	81,796.26
减：运营成本 (不含折旧)		--	1,116.23	951.80	986.43	389.26	389.26	389.26	4,222.24
税金及附加		--	1,824.95	1,693.84	1,843.90	1,000.39	1,000.39	1,000.39	8,363.86
净收益		--	21,004.63	17,189.46	17,870.49	4,381.86	4,381.86	4,381.86	69,210.16
用于募投项目额度的还本金额		--	--	4,800.00	4,800.00	4,800.00	4,800.00	4,800.00	24,000.00
净收益对用于募投项目偿还额度的覆盖倍数		--	--	3.58	3.72	0.91	0.91	0.91	2.88

资料来源：公司提供

考虑到募投项目可行性研究报告中对新建的生产性用房、公寓和创业大厦按全部销售或出租（即房屋空置率为 0%）估算收入，且参照当地实际厂房及公寓租金，销售单价预估偏高，未来收入预测较为乐观，募投项目收入的实现具有一定的不确定性，且目前工程进展较慢，未来项目收入的实现可能滞后，对本期债券的偿付可能产生一定影响。

考虑到政府对公司支持力度较大，政策具有较好的延续性，且随着公司营业规模的稳定增长，公司未来盈利情况及资产规模有望进一步得到提升。同时本期债券采用分期偿还的方式，降低了集中偿付压力。

总体看，公司本期债券的偿债能力较好。

九、债权保护条款分析

公司聘请中国建设银行股份有限公司泰兴支行（以下简称“监管银行”或“建设银行泰兴支行”）作为本期债券的资金监管人及债权代理人，并与该行签订了本期债券《账户及资金监管协议》以及《债权代理协议》，开立了募集资金使用专项账户（以下简称“专户”）及偿债账户，专户设立后，公司须将本期债券发行后的募集资金直接划至专户，并且应该按照债券还本付息的有关要求将还本付息的资金及时划付至偿债账户，以保证按期支付本期债券本息。

公司在本期债券存续期的第3年至第7年，每年还本付息日前10个工作日，将本期债券发行总额的20%作为偿债资金存入偿债账户，确保债券到期本金的及时兑付。当偿债账户内的资金不足以偿还当前应偿付资金时，监管银行有义务监管偿债账户，不得允许公司自行支配偿债账户的资金。

同时，建设银行泰兴支行作为本期债券的债权代理人，当公司发生预计无法按时、足额偿付本期债券利息或本金的、提供信贷支持的银行发生影响其履行发放信贷支持的重大变化、发生重大亏损或遭受重大损失等情况时，公司应当立即或不得迟于知悉相关事件之日起2日内将该重大事件书面报告建设银行泰兴支行。

总体看，公司为本期债券设置了专户及偿债账户，监管银行对账户的监管有助于保障本期债券的本息偿付，提高了本期债券的安全性。

十、综合评价

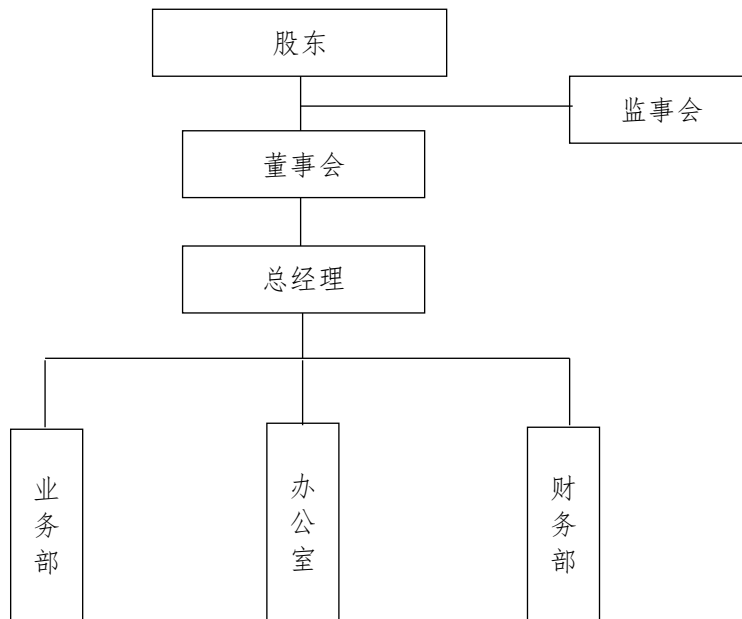
公司作为泰兴市政府授权的黄桥经开区重要的基础设施建设、土地开发以及安置房建设主体，在资金注入及财政补贴等方面得到有力的外部支持。但联合评级也关注到，公司收现质量较差及盈利能力较弱等因素对公司经营带来的不利影响。

随着泰兴市经济的稳定发展，黄桥经开区基础设施建设持续推进，公司有望保持稳健经营。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本期债券分期偿还条款有助于减轻公司未来集中偿付压力；公司设置了募集资金使用专项账户及偿债资金账户，监管银行对账户的监管有助于保障本期债券资金收付的规范性。

基于对公司主体长期信用水平以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“很低”。

附件1 公司组织结构图



附件 2 公司主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	63.03	84.78	88.13
所有者权益（亿元）	21.68	32.81	34.37
短期债务（亿元）	9.19	9.83	12.17
长期债务（亿元）	9.11	21.63	26.60
全部债务（亿元）	18.30	31.46	38.78
营业收入（亿元）	5.52	5.65	5.35
净利润（亿元）	1.62	2.01	1.56
EBITDA（亿元）	2.16	2.17	1.84
经营性净现金流（亿元）	-3.30	-2.80	-6.98
应收账款周转次数（次）	2.02	0.92	0.81
存货周转次数（次）	0.25	0.12	0.09
总资产周转次数（次）	0.17	0.08	0.06
现金收入比率（%）	81.21	69.25	110.88
总资本收益率（%）	9.86	4.09	2.45
总资产报酬率（%）	6.46	2.86	2.01
净资产收益率（%）	14.93	7.38	4.65
营业利润率（%）	11.90	12.58	12.15
费用收入比（%）	9.35	2.81	2.84
资产负债率（%）	65.60	61.30	61.00
全部债务资本化比率（%）	45.78	48.95	53.01
长期债务资本化比率（%）	29.59	39.73	43.63
EBITDA 利息倍数（倍）	6.11	874.80	212.69
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.07	0.05
流动比率（倍）	1.83	2.64	3.03
速动比率（倍）	0.66	1.08	0.99
现金短期债务比（倍）	0.75	1.60	0.77
经营现金流动负债比率（%）	-10.24	-9.29	-25.87
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.54	0.54	0.46

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币；长期应付款已调整至长期债务指标核算。

附件 3 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

附件 4 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。