



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO., LTD

泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司

2019 年第三期公司债券信用评级报告

CREDIT RATING REPORT



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本期债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。



评级报告导读

信用评级作为阻止信用无度扩张的逆周期力量是信用经济发展规律的内在要求和评级的价值所在。为了实现这一评级目标，大公对受评主体开展了尽职调查、行业比较、专家论证等工作，并依据《大公信用评级原理》，综合运用数字评级方法和数据测算模型，通过对受评主体偿债环境、财富创造能力、偿债来源与偿债能力四个方面发展走势和信用风险的分析预测，形成大公信用评级报告。

报告中，偿债环境是影响受评主体财富创造能力和偿债来源的外部环境；财富创造能力是受评主体偿债来源的根本和基石；偿债来源是债务人在偿还债务时点上保障再生产正常进行所需流动性后剩余可支配现金，可分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源；偿债能力是基于对偿债来源偏离度的风险调整来判断一定时间内偿债来源对债务负担的安全保障程度，通过评估发债主体流动性还本付息能力、清偿性还本付息能力和盈利对利息覆盖能力，得到对存量债务偿付能力、新增债务空间以及总债务偿还能力的综合评价。



◆ 评定等级

发债主体：泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司			
公司债券信用等级	AA+		
主体信用等级	AA	评级展望	稳定
债项概况：			
发债规模：4 亿元			
债券期限：7 年（附本金提前偿付条款）		偿还方式：每年付息一次，分次还本	
发行目的：公共管廊工程项目建设			
担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保			
担保单位：泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司		担保单位信用等级：AA+	

◆ 主要观点

大公确定泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司（以下简称“成兴国资”或“公司”）信用等级为 AA，评级展望为稳定，2019 年第三期公司债券信用等级为 AA+。本次评级结果反映成兴国资面临较好的偿债环境，财富创造能力很强，融资渠道畅通，偿债来源保持充足，偿债能力很强。泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司（以下简称“中兴国资”）为本期债券提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，具有很强的增信作用。主要理由阐述如下：

1、公司外部偿债环境持续优化。中国经济稳健发展，近年来，泰兴市和经开区经济实力不断增强，为公司的发展提供了良好的外部条件。

2、公司财富创造能力很强。公司是泰兴市经开区重要的基础设施建设及投资主体和国有资产运营主体，区域地位突出；公司业务收入结构多元化，财富创造能力很强。

3、公司外部偿债来源整体充裕。公司流动性偿债来源以债务收入为主，经营性净现金流对债务保障能力的稳定性较弱；清偿性偿债来源变现能力较好，对公司存量债务的保障能力很强。

4、公司偿债能力很强。流动性来源对流动性损耗具有一定的保障能力；盈利能够有效覆盖公司债务利息，但公司有息债务期限结构较为集中，短期偿付压力较大，担保比率很高，存在一定或有风险。



◆ 优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 1、近年来，泰兴市和经开区的地区经济和一般预算收入持续增强，为公司未来的发展提供了良好的外部环境；
- 2、公司是泰兴市经开区重要的基础设施建设及投资主体和国有资产运营主体，在经开区基础设施建设中具有重要地位；
- 3、公司获得地方政府在基础设施建设及财政补贴等方面的有力支持；
- 4、中兴国资为本期债券提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，具有很强的增信作用。

主要风险/挑战:

- 1、近年来，公司有息债务规模较大，增长较快，且期限结构较为集中，融资租赁款占比较高，公司面临一定的短期偿付压力；
- 2、公司盈利能力较弱，经营性净现金流对债务保障能力的稳定性有待提高，公司利润对政府补助的依赖性较高；
- 3、公司担保比率很高，被担保企业主要为当地国企，区域集中度较高，但大部分无反担保措施，存在一定或有风险。

◆ 展望

预计未来 1~2 年，中国经济继续稳健发展，公司在泰兴市经开区的地位不会改变，地方政府对公司的支持力度不会减弱。综合来看，大公对成兴国资的评级展望为稳定。



◆ 主要财务数据与核心指标

(单位：人民币亿元、%)

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	150.67	143.07	117.95
所有者权益	61.83	59.81	57.97
总有息债务	70.82	65.00	30.52
营业收入	12.26	12.35	11.83
净利润	2.02	1.84	1.81
经营性净现金流	-0.45	5.70	-18.58
毛利率	14.63	15.25	18.99
总资产报酬率	4.15	3.74	4.60
债务资本比率	53.39	52.08	34.49
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	1.64	1.69	1.59
经营性净现金流/总负债	-0.52	7.95	-39.70

注：公司提供了 2015~2017 年财务报表，江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）分别对公司 2015~2017 年财务报表进行了单独审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

◆ 联系方式

评级小组负责人：王 燕

联系电话：+86-10-51087768

传真：+86-10-84583355

地址：中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

评级小组成员：邹 婵 李婷婷

客服电话：+ 86-4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司

二〇一九年三月八日



发债情况

本期债券情况

本次债券是成兴国资面向合格机构投资者公开发行的公司债券，发行总额为不超过人民币 12 亿元（含 12 亿元），分期发行，其中第一期 4 亿元人民币已于 2019 年 3 月 5 日发行完毕，发行期限为 7 年；第二期拟发行 4 亿元人民币，发行期限为 7 年；本期为第三期，发行金额为 4 亿元人民币，发行期限为 7 年。本期债券采用簿记建档、集中配售的发行方式平价发行，为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次；同时本期债券设置本金提前偿还条款，在本期债券存续期的第 3 至第 7 年，每年按本期债券发行总额的 20% 偿还本金，当期利息随本金一起支付。

本次债券由中兴国资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

募集资金用途

本期债券拟募集资金 4 亿元，均用于经开区公共管廊工程项目建设。

表 1 本期债券募集资金项目情况（单位：万元）

项目	项目核准批复	用地批复	环评批复	项目总投资	拟使用募集资金
泰兴经济开发区公共管廊工程项目	苏发改财金发【2017】1391	泰国土资规【2017】101 号	国环评证甲字第 1901 号	173,506	40,000

数据来源：根据公司提供资料整理

经开区公共管廊工程项目新建管廊 59,600 米，按 6 米宽、9 米跨距、3 层设计，平均每层 22 个管位，共 66 个管位；建设监控及自控仪表系统、化工专用消防设备、可燃气体报警仪、输送泵机等设备 260 台（套），配套建设码头与管廊连接工程。项目不涉及新增建设用地。

该项目总投资为 173,506 万元，除本次国家发改委审批用于该项目建设的 12 亿元公司债券外，其余资金来源于公司自筹。项目建成后租赁给园区内企业有偿使用，每年按 400 元/平方米的标准收取



租赁费；项目建设周期为 24 个月，自 2018 年 3 月至 2020 年 2 月。据项目可研报告测算，在债券存续期内，该项目可实现经营收入 20.17 亿元；在项目运营期内，可实现经营收入 54.50 亿元。

基本经营

（一）主体概况与公司治理

根据《关于同意设立泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司的批复》（泰政字【2003】7 号），泰兴市人民政府于 2003 年 4 月投资成立成兴国资，初始注册资本为 1.48 亿元。2013 年 12 月，泰兴市人民政府经《关于同意泰兴成兴国有资产经营投资有限公司增资的批复》（泰政复【2013】118 号）授权泰兴市国有资产管理委员会（以下简称“泰兴市国资委”）代表泰兴市人民政府以货币形式向公司增资 5.00 亿元，增资后公司注册资本至 6.48 亿元。截至 2017 年末，公司注册资本及实收资本均为 6.48 亿元，泰兴市人民政府为公司实际控制人。

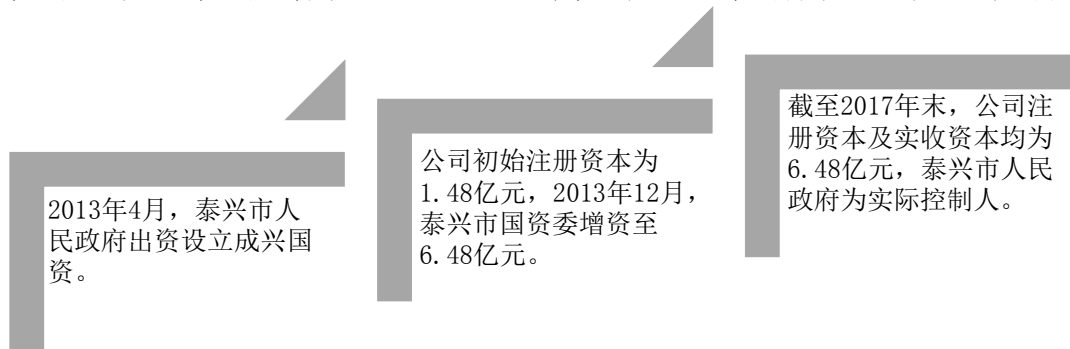


图1 公司历史沿革

数据来源：根据公司提供资料整理

按照《公司法》要求，公司设立了董事会、监事会和经理层的法人治理结构。董事会由 5 名董事组成，董事长由泰兴市人民政府委派。监事会由 5 名监事组成，其中 3 名监事会成员由泰兴市国资委委派。公司内设立财务部、技术工程部、征地拆迁部和办公室（详见附件 2）。公司内部各岗位权责分明，制定了财务会计制度等一系列内部管理制度，部门设置符合公司业务发展的需要。

（二）盈利模式

公司的主要业务板块为土地整理、基础设施建设和安置房开发建设，2015~2017 年，公司分别实现营业收入为 11.83 亿元、12.35 亿



元和 12.26 亿元，上述业务板块收入合计在营业收入中的占比分别为 94.61%、95.38%和 94.50%。

泰兴市政府授权公司在经开区范围内进行统一的征地、拆迁、安置、补偿，并进行适当的市政配套设施建设，待土地整理完毕后泰兴经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）有偿回收。此外，公司承担大量的基础设施项目建设和运营任务，泰兴市政府委托公司代建的项目包括经开区内的市政、道路、绿化等基础设施建设及公共配套设施建设，建设资金依靠公司自筹及对外融资等渠道解决。安置房建设由经开区管委会办理立项、征用地手续以及摘牌拿地，取得合法手续后，委托公司开发建设。基础设施建设及安置房建设均采用政府回购方式。公司的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”）负责，该业务板块盈利能力尚较弱，但得到了泰兴市政府在资产注入及补助等方面的支持。化工产品销售为公司于 2017 年新纳入的营业板块，目前在公司营业收入中占比较小，随着公司在板块的资源整合推进，未来该营业板块有较大提升空间。

（三）股权链

截至 2017 年末，公司注册资本为 6.48 亿元人民币，泰兴市人民政府持公司 100%的股权，为公司实际控制人。

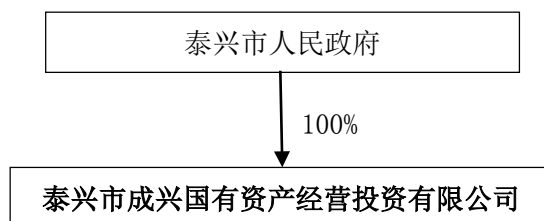


图 2 截至 2017 年末成兴国资股权结构图

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年，公司出资 0.76 亿元购买泰州联泰化学科技有限公司（以下简称“联泰科技”）和泰兴市隆盛精细化工有限公司（以下简称“隆盛化工”）并将其纳入合并报表范围。截至 2017 年末，公司纳入合并报表范围内的子公司共有 4 家。

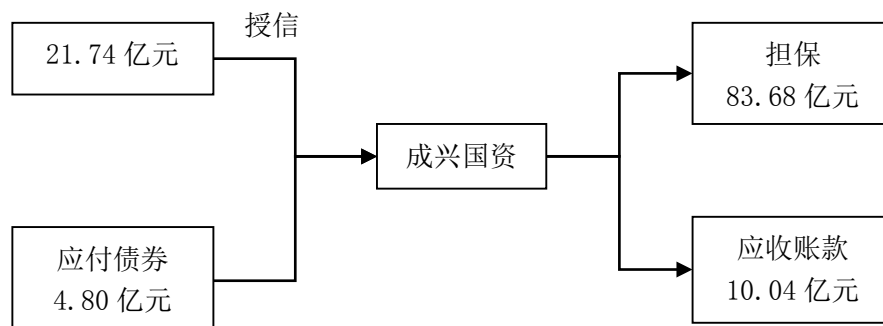
**表 2 截至 2017 年末公司子公司情况表（单位：万元、%）**

序号	公司名称	权益占比	注册资本	业务性质
1	泰兴市滨江污水处理有限公司	100.00	15,000.00	污水处理
2	泰兴市创源建设有限公司	76.00	10,000.00	房地产开发
3	泰州联泰化学科技有限公司	100.00	500.00	化工产品研究 开发与销售
4	泰兴市隆盛精细化工有限公司	100.00	7,242.99	危险化学品、 化工产品生产

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）信用链

截至 2017 年末，公司债务包括银行借款、发行债券等，公司总有息债务为 70.82 亿元，总有息债务在总负债中的占比为 79.32%，其中短期有息债务 24.13 亿元，在总有息债务中占比为 34.22%，存在一定短期偿付压力。同期，公司获得各类银行授信额度合计 21.74 亿元，尚未使用的各类授信额度总额为 4.35 亿元。

**图 3 截至 2017 年末成兴国资主要债权债务关系**

数据来源：根据公司提供资料整理

根据公司提供中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2019 年 2 月 1 日，公司有 15 笔已结清关注类贷款，均为 2007~2009 年期间产生的固定资产贷款，根据中国农业银行、中国工商银行、中国建设银行出具证明显示，上述关注类贷款产生的原因均为银行将县政府平台类贷款统一列入关注管理所致，公司已于 2007~2010 年期间结清。截至本报告出具日，公司在公开市场上发行的 8 亿元期限为 7 年的“PR 泰成兴/13 泰兴成兴债”已偿付本金 4.80 亿元，利息均已按时兑付。

偿债环境

中国政策环境良好稳健，新型城镇化为经济发展的新增长点，国家在地方政府债务和投融资体制管理等方面的加强对投融资平台转型提出更高要求。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）宏观经济及政策环境

我国国民经济运行增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂严峻，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

2018 年我国经济增长放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好。2018 年，我国实现国内生产总值 90.03 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，较 2017 年下降 0.3 个百分点。2018 年，我国工业增加值首次突破 30 万亿元，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速同比下降 0.4 个百分点；固定资产投资同比增长 63.56 万亿元，比上年增长 5.9%，增速同比下降 1.3 个百分点，其中房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.5%，增速同比下降 2.5 个百分点。2018 年，全社会消费品零售总额同比增长 9.0%，增速同比降低 1.2 个百分点，国内消费需求放缓；以人民币计价外贸进出口总值同比增长 9.7%，其中，对美国进出口增长 5.7%，与“一带一路”沿线国家进出口增长 13.3%，高出全国整体增速 3.6 个百分点，已成为我国外贸发展的新动力。2018 年，全国一般公共预算收入同比增长 6.2%，增速同比下降 1.2 个百分点；政府性基金收入同比增长 22.6%，增速同比下降 12.2 个百分点，其中，土地使用权出让收入同比增长 25%，增速同比减少 20.17 个百分点，增速大幅放缓。2018 年全社会融资规模增量达 19.26 万亿元，其中，实体经济融资规模增加 15.67 万亿元，同比增加 1.83 万亿元。截至 2018 年末，广义货币（M2）余额为 182.67 万亿元，同比增长 8.1%，增速比 2017 年下降 0.1 个百分点。整体来看，我国宏观经济调控目标完成较好，供给侧结构性改革深入



推进，改革开放力度增强，稳妥应对中美经贸摩擦，充分释放与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力，保持了经济持续健康发展。但外需增长动力不足，美国贸易保护主义、单边主义引致全球贸易摩擦加剧，美欧等发达经济体持续收紧货币政策，我国对外贸易发展面临更加严峻的挑战。

面对经济下行压力，中央和地方政府综合运用货币政策、产业政策、结构性政策、区域政策等配套措施，以确保经济运行在合理区间。发挥逆周期调节作用，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求，并实施更大规模的减税降费措施以改善企业经营效力。积极的财政政策加力提效，2018 年以来，财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》提出加快地方政府专项债的发行和使用进度，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用，2019 年中央经济工作会议进一步强调要较大幅度增加地方政府专项债券规模，提高专项债券资金使用效率，有效防范地方政府债务风险；货币政策松紧适度，保持合理的市场流动性，提升服务实体经济的能力，2019 年中央经济工作会议明确强调要更好解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题，2 月国务院发布的《关于加强金融服务民营企业的若干意见》鼓励金融机构增加民营企业、小微企业信贷投放，完善股票发行和再融资制度，推进民营企业首发上市和再融资制度实施，同时，中国银保监会发布的《关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》强调着力提升民营企业信贷服务效力，以进一步切实解决民营企业融资难融资贵问题。产业政策方面，提升制造业发展水平，推动其与现代服务业的融合发展，增强制造业技术创新能力，构建开放、协同、高效的共性技术研发平台，健全产学研一体化创新机制，紧密布局国家实验室，重组国家重点实验室体系，加强对中小企业创新支持；推动传统产业优化升级，推进产能过剩行业加快出清，降低全社会各类营商成本，加大基础设施投资力度，完善公共服务体系建设。结构性政策方面，坚持以供给侧结构性改革为主线，强化体制机制建设，深化各领域改革：一是切实转变政府职能，改变政府资源配置方式，直接配置方式大幅减少；二是加快国资国企改革，着力破除体制机制弊端，推进优化重组和公司制改革，做强做优做大国有资本，推进国有资本投资公司改组，积极推进混合所有制改革；三是放宽非公有制经济市场准入，完善产权保护制度，支持民



营企业发展，构建公平透明的市场规则，保护民营企业家人身安全和财产安全；四是推进财税体制改革，健全地方税体系，规范政府举债融资机制，严控地方政府债务风险；五是深化金融体制改革，以金融体系结构调整优化为重点，发展民营银行和社区银行，完善金融基础设施，增强监管和服务能力，打造规范透明开放活力的资本市场，进一步完善上市交易制度，引导更多中长期资金进入，推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地。区域发展政策方面，稳步推进区域协调发展战略，统筹西部大开发、中部地区崛起、东北全面振兴、东部率先发展，促进京津冀、粤港澳大湾区、长三角等地区新的主导产业发展，推动这些地区成为引领高质量发展的重要动力源；推动城镇化发展，提高城市精细化管理水平；推进“一带一路”建设，带动贸易发展；推进乡村振兴战略，改善小农户经营困境，培育新型经营主体，逐步实现农业现代化发展的大格局。

从外部环境来看，世界经济增长放缓，不确定性因素增多。美欧等发达经济体开始收紧货币政策，全球维持经济增长的宏观政策强度正在削弱，新兴经济体自身经济结构亟待改革、债务高企，受美国加息、减税、缩表影响，货币贬值和资本外流严重，新兴市场面临的金融风险显著加大，美国单边挑起贸易争端加剧世界经济发展的不确定性风险增加。预计 2019 年，我国经济仍将面临下行压力，外部环境复杂多变，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

（二）产业环境

随着新型城镇化战略进一步实施，地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间；国家在地方政府债务和投融资体制管理等方面的加强对投融资平台转型提出更高要求。

城镇化建设为我国经济发展的重点领域，在我国城镇化快速推进过程中，地方政府投融资平台的发展，有力支持了地方城镇基础设施建设，促进了地方经济社会发展。在满足社会公共需要和地方经济发展的同时，地方政府投融资平台也积累了较大规模的政府性债务。2018 年末，地方政府一般债务余额 10.99 万亿元，同比增长 6.39%，专项债务余额 7.39 万亿元，同比增长 20.36%。近年来，国务院、财政部、国家发改委等陆续出台一系列针对地方政府融资平台的管理文



件，对地方政府债务和投融资企业的管理日趋规范。《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号）的出台拉开了全国范围整治地方政府性债务的序幕。2015年新《预算法》开始实施，财政部对地方政府存量债务进行甄别，存量债务将被分类纳入预算管理。2016年，《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》（以下简称“18号文”）公布实施，是历史上首次以党中央国务院名义出台专门针对投融资体制改革的文件。中央不断完善地方政府举债融资机制，硬化地方政府预算约束，规范地方投融资平台的举债融资行为；同时为了严控隐性债务扩张风险，财政部已着手摸底全国地方隐性债务情况。2017年，六部委联合下发了《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），加强了对融资平台公司融资管理，强调地方政府不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源，不得违法违规出具担保函承诺函等。财政部下发《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号文），进一步规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资行为，防范化解财政金融风险。《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》和《地方政府隐性债务问责办法》的下发，积极推动防范及化解政府性债务风险，大力推进政府性债务管理改革，切实处理好稳增长、促改革与防风险的关系，摸清债务底数、分类施策。2018年2月，国家发改委、财政部联合下发《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号文），对申报企业债券的城投公司治理结构、财务信息和资产质量等方面均提出了更加规范的要求。随后，财政部印发了《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），以防范和化解地方政府债务风险为出发点，规范金融企业与地方政府和地方国企的投融资行为，剥离传统地方政府信用类项目中的地方政府隐性担保。2018年10月，国务院发布的《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发【2018】101号）（以下简称“101号文”）明确允许城投公司的存量隐性债务进行展期，支持转型中及转型后的城投公司依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、



自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任，城投公司融资环境得到改善。

预计未来，随着各地经济社会发展以及新型城镇化战略的实施，我国地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间，随着市场环境的改变和政府性债务管理模式的不断完善，对融资平台的运作模式的转变也提出了更高要求。

（三）区域环境

近年来，泰兴市经济财政实力保持较快增速，区域内工业基础良好并具有一定经济聚集效应，产业结构不断调整，第三产业的快速增长对经济发展贡献持续增大。

泰兴市地处江苏中部，长江北岸，是江苏省泰州市下辖县级市，也是江苏省直管县三个试点之一，享有部分地级市职权。地理位置上东接如皋市，南接靖江市，西濒长江，与扬中市、常州市新北区隔江相望，北邻泰州市姜堰区，东北与南通市海安县接壤，西北与泰州市高港区毗连，具有优越的区位优势。截至 2017 年末，泰兴市全市总面积 1,172 平方公里，常住人口 107.80 万人，其中其中城镇人口 65.69 万人。泰兴市下辖三个经济开发区和三个园区。

表 3 2017 年泰州市及下辖区县主要经济指标（单位：亿元）

区县	地区生产总值	地区生产总值排名	一般预算收入
泰州市	4,744.53	-	343.97
泰兴市	964.07	1	63.11
靖江市	923.35	2	60.09
兴化市	862.30	3	36.06
姜堰区	668.81	4	33.96
海陵区	596.67	5	38.16
高港区	495.27	6	40.45

数据来源：根据泰州市各市 2017 年国民经济和社会发展统计公报整理

2015~2017 年，泰兴市经济增速分别为 11.1%、10.8%和 8.6%，虽然增速下降但仍增长较快。社会消费品零售总额平稳增长；固定资产投资增速仍然较高；进出口逐渐发力，近年来获得较快增长。

2017 年，泰兴市实现地区生产总值 964.07 亿元，经济总量在泰州市下辖市（区）中排行第一，同时位列全国县域经济基本竞争力百强县（市）第 34 名。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%。近年来泰兴市不断优化产业结构，加速发展服务业，三次产业增加值比例由 2015 年的 6.7:48.3:45.0 调整为 5.9:46.8:47.3。

表 4 2015~2017 年泰兴市主要经济指标（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	964.07	8.6	832.91	10.8	731.66	11.1
公共财政预算收入	63.11	10.3	57.20	8.4	52.79	17.1
全社会固定资产投资	799.74	16.3	687.46	22.6	560.62	23.3
社会消费品零售总额	240.59	12.5	215.01	12.3	191.52	12.2
进出口总额(亿美元)	38.22	48.5	25.75	5.8	24.34	-9.0
三次产业结构	5.9:46.8:47.3		6.3:47.1:46.6		6.7:48.3:45.0	

数据来源：2015~2017 年泰兴市国民经济和社会发展统计公报

泰兴市规模以上工业总产值与固定资产投资等主要经济指标规模近年来持续快速增长，2017 年，泰兴市机电、化工、医药三大支柱产业实现产值同比增长 22.2%，占全市规模以上工业总产值的 78.6%。同时泰兴市进一步发挥工业经济聚集效应，经济开发区创成国家循环化改造重点支持园区，黄桥工业园、城东高新区获批筹建省级开发区、高新区。“三区三园”实现规模以上工业总产值占全市规模以上工业比重达 82.3%，同比提高 0.6 个百分点。2017 年泰兴市完成规模上固定资产投资 728.73 亿元，同比增长 17.9%，其中完成房地产开发投资 71.01 亿元，增长 4.9%；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%。

2018 年泰兴市预计实现地区生产总值 1,040 亿元，增长 7.0%，在全国县域经济基本竞争力百强县（市）排名上升为第 29 位。

泰兴经济开发区地区生产总值有所波动，但以化工产品为主的开发区经济发展总体较好，为公司提供了良好的外部发展环境。

泰兴经济开发区（以下简称“经开区”）始建于 1991 年，1993 年 11 月被省政府批准为省级经济开发区，化工产业是经开区的主导特色产业。2017 年，经开区跻身全国专业化工园区 20 强第 7 名、列全省省级开发区科学发展综合考评第 7 位。

2015~2017 年，经开区地区生产总值分别为 195.8 亿元、189.1 亿元及 217.3 亿元，受化工行业景气度影响有所波动。

**表 5 2015~2017 年泰兴市经开区主要经济指标及增速（单位：亿元、%）**

主要指标	2017年		2016年		2015年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	217.3	14.8	189.1	-3.2	195.8	14.8
规模以上工业生产值	1,257	18.6	1060	-0.4	1,064	12.4
全社会固定资产投资	261.9	-	-	-	-	-
社会消费品零售总额	14.1	35.7	10.4	10.77	9.38	9.7
进出口总额（亿美元）	23.7	120.0	18.0	6.1	16.9	-12.7

数据来源：根据泰兴市经开区财政局提供资料整理

综合来看，近年来泰兴市经济财政实力保持较快增速，工业基础良好并具有一定经济聚集效应，产业结构不断调整，第三产业的快速增长对经济发展贡献持续增大；经开区地区发展总值有所波动，但以化工产品为主的开发区经济发展总体较好，为公司提供了良好的外部发展环境。

泰兴市财政实力较强，一般预算收入逐年增长，税收收入在一般预算收入中占比较高，稳定性较强；受房地产市场宏观政策调整影响，泰兴市基金预算收入逐年降低。

2015~2017 年，泰兴市分别实现财政本年收入 153.57 亿元、156.66 亿元和 160.68 亿元，地方财政收入在财政本年收入的占比分别为 83.18%、82.25%和 81.47%。2015~2017 年，泰兴市实现地方财政收入 127.74 亿元、128.85 亿元和 130.91 亿元，财政实力有所增强。

2015~2017 年，泰兴市一般预算收入逐年增长，分别为 52.79 亿元、57.20 亿元和 63.11 亿元，其中税收收入占比分别为 82.99%、82.45%和 83.82%，税收稳定性较强。

**表 6 2015~2017 年泰兴市地方财政本年收支表（单位：亿元）¹**

项 目		2017 年	2016 年	2015 年
财政本年收入	财政本年收入	160.68	156.66	153.57
	地方财政收入	130.91	128.85	127.74
	一般预算	63.11	57.20	52.79
	其中：税收收入	52.90	47.16	43.81
	基金预算	67.80	71.65	74.95
	转移性收入	29.77	27.81	25.83
	一般预算	29.17	26.31	24.21
	基金预算	0.60	1.51	1.62
财政本年支出	财政本年支出	182.65	165.03	166.13
	地方财政支出	170.47	155.66	157.14
	一般预算	83.00	76.38	69.10
	基金预算	87.47	79.28	88.04
	转移性支出	12.18	9.38	8.99
本年收支净额		-21.97	-8.37	-12.56

数据来源：根据泰兴市财政局提供资料及公开资料整理

从税种结构来看，泰兴市税收收入以增值税和企业所得税为主，2017 年泰兴市实现增值税 27.38 亿元。从税源来看，主要来自于泰兴市内、三区三园内大中型企业。非税收入主要包括专项收入、行政事业性收费收入以及罚没收入等。2015~2017 年，受土地市场环境和调控政策影响，泰兴市以土地出让收入为主的政府性基金收入逐年降低，分别为 74.95 亿元、71.65 亿元和 67.80 亿元。

表7 2017年泰兴市税收构成表（单位：亿元、%）

项 目	金额	占比
增值税	27.38	51.76
企业所得税	8.08	15.27
个人所得税	2.13	4.03
城市维护建设税	3.48	6.58
土地增值税	2.90	5.48
契税	3.80	7.18
其他	5.13	9.69
合计	52.90	100.00

数据来源：根据泰兴市财政局提供资料整理

2018 年，泰兴市完成一般公共预算收入 74.51 亿元，同比增长 18.05%，收入总量、增幅在泰州下辖区县中居首位。

¹ 公司未提供泰兴市 2017 年财政转移性收支数据。



近年来，泰兴市经开区地方财政收入保持增长，一般预算收入全部来源于税收收入，并保持稳定增长。

2015~2017 年，经开区地方财政收入逐年增长，分别为 12.34 亿元、14.81 亿元及 15.53 亿元；其中一般预算收入逐年上升，是地方财政收入的重要组成部分，地方财政收入对支出有较强的覆盖能力。

表 8 2015~2017 年泰兴市经开区地方财政本年收支表（单位：亿元）

项目		2017 年	2016 年	2015 年
财政 本年 收入	财政本年收入	16.20	-	-
	地方财政收入	15.53	17.78	12.34
	一般预算	15.53	14.81	12.34
	其中：税收收入	15.53	14.81	12.34
	基金预算	-	2.97	2.46
	转移性收入	0.67	-	-
财政 本年 支出	财政本年支出	6.64	7.63	6.93
	地方财政支出	5.85	7.00	6.34
	一般预算	5.27	6.44	5.82
	基金预算	0.58	0.56	0.52
	预算外支出	0.21	0.08	0.07

数据来源：根据泰兴市经开区财政局提供资料整理

2015~2017 年，经开区一般预算收入逐年增长，均为税收收入。从税种来看，增值税和企业所得税两大主要税种在 2017 年税收收入中合计占比 76.97%。

近年来，泰兴市地方财政支出规模有所波动；一般预算支出逐年增长，狭义刚性支出占比保持稳定；泰兴市地方政府债务余额较高，政府债务负担较重。

2015~2017 年，泰兴市一般预算支出规模增加较快，分别为 69.10 亿、76.38 亿元和 83.00 亿元，一般预算支出规模保持增长。同期，狭义刚性支出分别为 33.73 亿元、36.30 亿元和 39.90 亿元，占一般预算支出的比例分别为 48.81%、47.53%和 48.50%，广义刚性支出占比分别为 60.87%、62.05%和 74.01%，占比逐年增长。

根据泰兴市财政局《2017 年泰兴市地方政府一般债务限额和余额情况表》，2017 年泰兴市地方政府一般债务余额限额执行数为 80.00 亿元，同期地方政府一般债务余额执行数为 76.12 亿元，政府债务余额规模较大。

**表9 2015~2017年泰兴市一般预算支出中刚性支出占比情况（单位：亿元、%）**

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一般预算支出	83.00	100.00	76.38	100.00	69.10	100.00
狭义刚性支出 ²	39.90	48.50	36.30	47.53	33.73	48.81
一般公共服务	8.00	9.72	7.53	9.86	6.53	9.45
教育	15.80	19.21	13.18	17.26	12.79	18.51
社会保障和就业	8.00	9.72	7.87	10.30	7.58	10.97
医疗卫生	8.10	9.85	7.72	10.11	6.82	9.87
广义刚性支出 ³	61.43	74.01	47.39	62.05	42.06	60.87

数据来源：2015~2017 年泰兴市财政预算执行情况报告

近年来，经开区一般预算支出有所波动，基金预算支出小幅增加，狭义刚性支出占比逐年提高。

2015~2017 年，经开区地方财政支出水平有所波动，其中一般预算支出占比分别为 90.98%、92.72%和 92.42%。

表10 2015~2017年泰兴市经开区一般预算支出中刚性支出情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一般预算支出	5.85	100.00	7.00	100.00	6.34	100.00
狭义刚性支出	0.86	14.70	0.83	11.86	0.72	11.36
社会保障和就业	0.23	3.93	0.24	3.43	0.22	3.47
医疗卫生	0.03	0.51	0.04	0.57	0.02	0.32
教育	0.02	0.34	0.02	0.29	0.03	0.47
一般公共服务	0.58	9.91	0.53	7.57	0.45	7.10
广义刚性支出	1.44	24.62	2.32	33.14	2.65	41.80

数据来源：根据泰兴市经开区财政局提供资料整理

整体来看，近年来，泰兴市财政支出规模持续增长；随着泰兴市加大投入力度改善民生，狭义刚性支出规模持续上升；截至 2017 年末，泰兴市地方政府债务余额较高，政府债务负担较重；经开区财政支出规模有所波动，狭义刚性支出占比逐年提高。

² 狭义刚性支出包括社会保障与就业、医疗卫生、教育和一般公共服务四个支出科目。

³ 广义刚性支出除包括狭义刚性支出外，还包括一般预算支出中外交、国防、公共安全、科学技术、文化教育与传媒、环境保护等科目，但不包括城乡社区事务、农林水事务、交通运输、资源勘探电力信息事务等科目。

财富创造能力

近年来，泰兴市经济发展水平较高，新型城镇化建设不断加快，公司面临较强的市场需求；从公司经营业务自身来看，公司作为泰兴市重要的国有资产运营和基础设施投资建设主体，在经开区建设发展中具有垄断地位，财富创造能力很强。

财富创造能力指数：财富创造能力在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）市场需求

泰兴市经济发展水平较高，新型城镇化建设不断加快，公司面临较强的市场需求；泰兴市污水处理需求较大，市场广阔，公司未来增长潜力较大。

泰兴市位于江苏省中部，中国东部沿海。近年来，泰兴市积极探索新型城镇化和城乡一体化发展新路径，城建交通重点工程有序实施。近年来，泰兴市实施了多个城市建设重点项目，逐步完善“九纵九横”道路体系，加快推进城区污水截流收集工程，国庆中路创成省级城市管理示范路，虹桥镇获批国家级卫生镇。

根据泰兴市“十三五”规划纲要，“十三五”期间，泰兴市将推进新一轮“渡江战役”，策应一带一路、长江经济带建设、沿江沿海开发等国家战略，推进新阶段“城建会战”，加快提升中心城市首位度，加快黄桥、虹桥小城市建设，培育特色小城镇，努力建成城市经济更加发达、配套功能更加完善、生态环境更加宜居的现代化工贸城市。此外，随着泰兴市经济和社会的持续发展，河道水质恶化，水体富营养化严重，但泰兴市内有污水处理设施的企业较少，泰兴市水资源环境面临着很大威胁。“十三五”规划明确要求加快污水处理厂及其配套污水管网建设，确保接管废水满足接管标准要求，鼓励经开区和企业建设中水回用系统。未来预计建设改造污水管网 60 公里，总投资 3 亿元。市政府对水环境保护的政策支持使得泰兴市的城市污水处理将面临一个快速发展时期，而公司作为泰兴市经开区污水处理主体，



未来增长潜力较大。

（二）产品和服务竞争力

公司作为泰兴市经开区重要的基础设施建设及投资主体和国有资产运营主体，业务涉及土地整理、基础设施建设、污水处理等多个领域，在经开区范围内具有一定垄断性。

1、土地整理

公司获得泰兴市政府授予的土地一级开发职能，土地开发项目易受房地产市场环境和土地出让计划等影响，收益具有一定的不确定性。

公司是经开区土地开发整理主体，根据泰兴市政府对经开区的统筹规划安排，公司负责对经开区范围内的土地进行前期的开发整理，包括征地、拆迁、安置和补偿，并进行必要的市政配套设施建设等工作。根据公司与经开区管委会签订的委托建设协议，待土地整理完毕后由经开区管委会按照公司发生的实际投资成本加成 30% 回收，项目完工后一次性确认收入。

近年来，公司土地整理业务主要包括经开区入驻企业涉及用地进行土地平整及在规划范围内对农村散落土地进行集中整治。截至 2017 年末，公司已完成石桥村三期、红旗村三期等项目的土地综合整治。2015~2017 年，成兴国资分别实现土地出让收入为 6.38 亿元、4.64 亿元、7.18 亿元，受当地房地产市场环境和土地出让计划等因素影响，公司土地出让收入波动性较大，未来收益的实现具有一定的不确定性。

表11 2015~2017年成兴国资土地出让情况

项 目	2017 年	2016 年	2015 年
土地开发整理（亩）	2,300.52	1,425.52	2,015.25
对外出让土地面积（亩）	2,052.75	1,325.25	1,823.54
平均出让价格（万元/亩）	35.00	35.00	35.00
土地出让收入（亿元）	7.18	4.64	6.38

数据来源：根据公司提供资料整理

2、基础设施建设

公司主要负责经开区范围内的基础设施项目建设，在泰兴市经济社会发展中具有重要地位；随着经开区建设的不断推进，公司承担的工程项目将进一步增加，将继续保持一定规模的资金需求。



公司是泰兴市经开区重要的城市基础设施投融资建设主体，公司主要负责经开区范围内的基础设施项目建设。

表12 截至2017年末公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	概算投资	已投资额	计划工期
疏港路、新港路、飞鸿路、文化路等道路	12,812	11,545	2016.12~2018.12
过船消防站及其他消防设备	8,530	1,550	2017.05~2018.12
泰兴经开区封闭管理工程 ⁴	3,000	300	2017.09~2018.06
突发事件应急平台（一期）	2,088	1,316	2016.11~2018.12
合计	26,430	14,711	-

数据来源：根据公司提供资料整理

根据公司与经开区管委会签订的委托建设协议，公司负责项目前期筹措资金和组织项目建设，待项目完工并完成验收审计后，经开区管委会将根据项目建设周期、工程质量、施工安全、成本控制等项目完成实际情况，按照公司发生的实际建设成本加成 20%返还给公司。

近年来，公司陆续投资建设了经开区行政办公大楼、滨江大桥、朝阳路、文化路、福泰路等一系列基础设施建设和城市改造工程。截至 2017 年末，公司主要在建项目有疏港路、新港路飞鸿路、文化路等道路、过船消防站及其他消防设备等，计划总投资 2.64 亿元，已完成投资 1.47 亿元，仍需投资 1.17 亿元。

表13 截至2017年末公司拟建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	概算投资	计划工期	计划融资方式
环境整治（河道整治、生态修复）	30,000	2018~2020	金融机构借款
公共服务中心	25,000	2018~2020	金融机构借款
开发区工业污水管网及区域事故应急工程	18,500	2018~2020	金融机构借款
生态保护隔离带二期	5,000	2018~2020	金融机构借款
合计	78,500	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

此外，公司拟建基础设施建设项目包括环境整治、公共服务中心、开发区工业污水管网及区域事故应急工程等项目，预计投资总额为 7.85 亿元。公司在建和拟建项目较多，投入资金规模较大，公司未来面临较大的资本支出压力。

总体来看，公司的委托建设业务收入主要与经开区管委会结算，该部分业务收入来源较为可靠；同时，随着经开区建设的不断推进，

⁴ 截至本报告出具日，该项目已经完工，但尚未结算。



公司承担的工程项目将进一步增加，将继续保持一定规模的资金需求。

3、安置房开发建设

公司安置房开发建设业务主要是配套土地整理开发，近年来安置房开发建设收入波动较大；公司承担的在建拟建项目规模较大，未来存在一定的资本支出压力。

公司安置房开发建设业务主要是配套土地整理开发，对经开区城市发展过程中产生的新城市居民以及经开区内企业的外来务工人员进行安置。

表14 截至2017年末公司主要在建安置房项目情况（单位：万元、平方米）

项目名称	概算投资	已完成投资	建筑面积	计划工期
尤湾公寓 ⁵	83,200	53,875	332,746	2013.12~2020.12
向阳公寓 ⁶	19,595	19,252	72,341	2013.01~2016.10
石桥花园二区二期	40,000	16,000	150,131	2015.12~2018.06
城南公寓二期（B组团）	40,000	2,568	176,180	2013.02~2018.12
合计	182,975	91,695	731,398	-

数据来源：根据公司提供资料整理

安置房建设由经开区管委会办理立项、征用地手续以及摘牌拿地，取得合法手续后，委托公司从事开发建设。公司根据委托，办理招投标手续，选择施工单位，并负责监督安置房建设的进度、安全措施、施工质量，按施工进度和合同约定支付工程进度款，项目建设完工后组织综合验收，办理完工验收手续。之后整个项目交付给经开区管委会统一安置，公司根据建设成本加成 20%与经开区管委会一次性结算项目收入。

截至 2017 年末，公司主要在建安置房项目有尤湾公寓、向阳公寓、石桥花园二区二期及城南公寓二期（B 组团），计划总投资 18.30 亿元，已完成投资 9.17 亿元，仍需投资 9.10 亿元。公司拟建安置房项目为飞鸿路安置房，概算总投资为 10.00 亿元。整体来看，随着泰兴市安置房投入力度的不断加大，公司安置房营业收入将有所保障，但公司承担的在建拟建项目规模较大，未来存在一定的资本支出压力。

⁵ 尤湾公寓 A 组团已于 2016 年 10 月竣工，尤湾公寓 B 组团尚处于建设阶段。

⁶ 该项目已完工，经开区管委会尚未结算。



4、污水处理业务

公司污水处理业务服务范围较小且具有一定公益性，近年来，污水处理业务收入不稳定，整体业务的盈利能力有待加强。

公司的污水处理业务主要由滨江公司实施运营，滨江公司负责经开区内企业的工业废水和经开区的居民生活污水处理，服务范围相对较小。2017 年，滨江公司的设计和实际污水处理能力合计均为 11.00 万吨/日，全年污水处理量合计 3,102.35 万吨。

表15 2015~2017年公司污水处理情况（单位：万吨/日、元/吨）

类型	项目	2017 年	2016 年	2015 年
工业	设计污水处理能力	4.50	4.50	4.50
	当期污水处理能力	4.50	4.50	4.50
	废水处理价格	5.96	6.62	6.55
	全年处理工业废水	738.70	613.87	699.97
生活	设计污水处理能力	6.50	6.50	6.50
	当期污水处理能力	6.50	6.50	6.50
	废水处理价格	每年固定 1,000 万元补贴		
	全年处理生活废水	2,363.65	2,095.19	1,916.39

数据来源：根据公司提供资料整理

2015~2017 年，滨江公司污水处理业务收入分别为 0.46 亿元、0.41 亿元和 0.44 亿元，有所波动，主要是行业景气度对经开区内化工企业开工率有所影响，使得工业废水处理量不稳定。滨江公司生活污水处理业务不直接收费，经开区管委会每年固定拨付 1,000 万元补贴，该部分业务不确认营业收入，但确认营业成本，具有一定公益性。

表16 截至2017年末公司主要在建及拟建污水处理项目情况（单位：万元）

在建项目 ⁷	概算投资	已投资额	建设期间
厂区一期优化改造工程	8,000	7,395	2014~2017
南大环保工程	2,330	2,074	2016~2017
再生水回用项目	4,865	3,843	2015~2016
污泥干化工程	1,600	1,510	2014~2017
其他工程	2,500	2,094	2015~2017
小计	19,295	16,913	-
拟建项目	概算投资	计划工期	计划融资方式
污水处理厂事故应急池工程	1,500	2018~2019	自筹
污水处理厂中水回用工程	3,000	2018~2019	自筹
小计	4,500	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

⁷ 截至本报告出具日，在建污水处理项目均已完工但尚未验收决算，因此未转入固定资产。



截至 2017 年末，公司在建污水处理项目为厂区一期优化改造工程、南大环保工程、再生水回用工程等；公司拟建污水处理项目为污水处理厂事故应急池工程及污水处理厂中水回用工程，计划总投资为 4,500 万元。2018 年 6 月，生态环境部对滨江公司进行通报批评，称滨江公司在长江岸边违法倾倒污泥，污泥堆放量从 2016 年的 2.3 万吨增加到约 4 万吨，环境风险更为突出，滨江公司正逐步将污泥固化，大公将对该事项持续关注。

总体来看，公司污水处理业务服务范围较小且具有一定公益性，近年来，污水处理业务收入不稳定，整体业务的盈利能力有待加强。

5、化工产品销售

2017 年，公司新增化工产品销售业务，目前该业务在公司营业收入中的占比较小，未来将有较大提升空间。

为了实现多元化经营和业务的快速拓展，2017 年，公司通过购买方式将隆盛化工和联泰科技纳入合并范围，因此公司主营业务中增加了化工产品销售，对公司的营业收入形成了有益补充。

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，被广泛应用于各个行业；联泰科技是利用苯酐清洗废水提取富马酸的专业企业，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。

表17 2017年隆盛化工、联泰科技的财务情况（单位：万元、%）

项目	隆盛化工	联泰科技
期末总资产	5,325.91	2,401.22
期末所有者权益	5,214.32	1,883.71
营业收入	-	526.72
净利润	-	-93.72
资产负债率	2.10	21.55

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年，隆盛化工由于公司正处于整合阶段，未开展经营业务，因此在 2017 年末产生收入。联泰科技采用来料加工的经营方式，上下游公司均为泰州联成化学工业有限公司，产能为 3,200 万吨/年，



2017 年实现产量 2,800 万吨，实现销量 2,800 万吨，产能利用率达 87.50%；2017 年，联泰科技实现营业收入 526.72 万元。

总体来看，化工产品销售业务在公司营业收入中的占比尚小，随着公司对该板块的资源整合推进，未来该业务板块将有较大提升空间。

（三）盈利能力

近年来，公司营业收入有所波动，作为泰兴市经开区重要的基础设施投资及建设主体和国有资产运营主体，土地整理、基础设施和安置房建设业务是公司收入的主要来源，该部分业务易受政策规划和市场供求影响，未来具有一定不确定性。

公司收入结构较为多元化，主要来自土地开发整理、基础设施建设、安置房开发建设、污水处理等业务。公司是泰兴市经开区重要的基础设施投资及建设主体和国有资产运营主体，承担经开区重要的基础设施项目。公司负责的污水处理业务公益性较强，盈利能力有待提升。此外，公司开始自主进行多元化经营，化工产品销售成为公司利润的有益补充。

近年来，公司营业收入有所波动。土地整理是公司营业收入的主要来源，2015~2017 年，受房地产市场和土地出让计划的影响，公司土地整理收入波动较大，在营业收入中占比分别为 53.93%、37.57%和 58.56%；该部分业务分别实现毛利润为 1.47 亿元、0.96 亿元和 1.43 亿元。土地开发收入受政策规划、市场供求等因素影响较大，未来具有一定不确定性。

基础设施建设收入是公司营业收入的另一主要来源。近年来，公司投资建设了开发区行政办公大楼、滨江大桥、朝阳路、文化路、福泰路等一系列重大市政建设和城市改造工程。由于经开区管委会未实施回购，公司 2015~2016 年未实现基础设施建设收入。2017 年，公司主要基础设施建设项目为疏港路等经开区内道路、过船消防站及其他消防设备等，公司实现基础设施建设收入 3.45 亿元，毛利润为 0.51 亿元。

近年来，公司处理生活污水量逐年增长，但受行业景气度影响，行业景气度对经开区内化工企业开工率有所影响，工业废水处理量不稳定，工业污水处理收入随之波动；产能利用率不足、电费支出增加



和固定资产折旧增长致使污水处理单位成本上升，近年来利润呈现持续亏损状态。

表 18 2015~2017 年公司营业收入和毛利润情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	12.26	100.00	12.35	100.00	11.83	100.00
土地整理	7.18	58.56	4.64	37.57	6.38	53.93
建设项目	3.45	28.14	-	-	-	-
安置房收入	0.97	7.91	7.14	57.81	4.80	40.57
污水处理	0.44	3.59	0.41	3.32	0.46	3.89
化工产品销售	0.05	0.41	-	-	-	-
其他	0.17	1.39	0.16	1.30	0.19	1.61
毛利润	1.79	100.00	1.88	100.00	2.25	100.00
土地整理	1.43	79.89	0.96	51.06	1.47	65.33
建设项目	0.51	28.49	-	-	-	-
安置房收入	0.15	8.38	1.19	63.30	0.80	35.56
污水处理	-0.48	-26.82	-0.43	-22.87	-0.18	-8.00
化工产品销售	0.01	0.56	-	-	-	-
其他	0.17	9.50	0.16	8.51	0.16	7.11
毛利率	14.63		15.25		18.99	
土地整理	19.92		20.69		23.04	
建设项目	14.78		-		-	
安置房收入	15.46		16.67		16.67	
污水处理	-109.09		-104.88		-39.13	
化工产品销售	20.00		-		-	
其他	100.00		100.00		84.21	

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年，公司新增化工产品销售业务，实现收入 0.05 亿元，在营业收入中占比为 0.41%，随着公司市场化经营及资源整合的持续推进，该业务板块在公司未来营业收入中的占比有较大提升空间。公司其他业务主要为公司自建大楼出租给经开区管委会的租金收入，因而无营业成本，且收入来源较为稳定；该业务的规模较小，对公司营业收入及毛利润贡献有限。

从毛利率来看，2015~2017 年，公司整体毛利率水平逐年下降。2016 年，厂区二期二阶段工程投入使用，同时 2015 年划入公司的污水处理资产全年计提折旧，污水处理业务折旧等成本明显上升，污水处理业务的毛利率大幅下降，导致公司整体毛利率同比下降 3.80 个



百分点；2017 年，毛利率较高的安置房营业收入规模大幅下降，导致公司毛利率继续下降。

预计未来 1~2 年，公司业务收入将主要来自土地整理、基础设施项目和安置房建设，但土地整理业务较易受宏观环境和房地产市场影响，存在一定的不确定性；基础设施项目和安置房建设的营业收入受政府回购安排影响较大。随着公司市场化业务的发展，公司营业收入将继续增加，毛利率受项目进度和土地市场供需影响较大。

偿债来源

公司可用偿债来源结构中，经营性净现金流对债务保障能力的稳定性有待提高，偿债来源对财富创造能力的偏离度较大，偿债来源结构有待改善；公司融资渠道畅通，债务收入是债务偿付的主要来源；可变现资产有效地提升了公司清偿性偿债来源；外部支持对公司偿债能力的保障作用较大。

偿债来源指数：偿债来源在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）盈利

近年来，公司营业收入有所波动，毛利率水平持续下降；公司期间费用规模有所波动，较大规模的财务费用限制了企业的利润空间；公司利润对政府补助的依赖性很高。

公司营业收入主要来源为土地整理开发、基础设施项目代建和安置房建设，受政府土地整理和出让计划影响，2015~2017 年，公司营业收入规模有所波动。同期，由于污水处理折旧成本明显上升及毛利率较高的安置房收入规模大幅下降，公司整体毛利率水平持续下降。

近年来，公司期间费用有所波动，以管理费用和财务费用为主；2017 年，公司追加了对泰州联泰固废有限公司、泰州市过船港务有限公司及泰州静脉产业园开发有限公司等企业的投资，公司实现投资收益 0.75 亿元，同比大幅增长；此外，公司收到 2.09 亿元的政府补助计入其他收益，公司营业利润由负转正。



表 19 2015~2017 年公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	12.26	12.35	11.83
毛利率	14.63	15.25	18.99
期间费用	2.15	1.68	2.36
其中：管理费用	0.25	0.23	0.27
财务费用	1.90	1.45	2.09
期间费用/营业收入	17.54	13.60	19.95
投资收益	0.75	0.01	-
其他收益	2.09	-	-
营业利润	2.22	-0.27	-0.75
补贴收入	-	2.26	2.88
利润总额	2.13	1.94	1.80
净利润	2.02	1.84	1.81
总资产报酬率	4.15	3.74	4.60
净资产收益率	3.27	3.08	3.12

公司得到政府在基础设施建设及污水处理等方面的补助，2015~2017 年，政府补助占同期利润总额的比重分别为 98.12%、116.49%和 160.00%，政府补助是公司利润总额的主要来源。同期，总资产报酬率和净资产收益率均有所波动，公司盈利能力有待提升。

总体来看，公司营业收入有所波动，政府补助为公司利润的主要来源；受益于投资收益规模的增长，公司营业利润由负转正，但盈利能力有待继续提升。

（二）自由现金流

近年来，公司经营性净现金流对债务的保障能力波动较大；公司在建项目规模较大，面临较大的资本支出压力。

2015~2017 年，公司净利润主要来自于政府补助。同期，公司经营性净现金流中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 5.64 亿元、11.29 亿元和 14.29 亿元，因土地整理、基础设施和安置房建设的项目持续推进而保持快速增长。2015~2017 年，经营性净现金流/流动负债及经营性净现金流利息保障倍数有所波动，对债务的保障能力缺乏稳定性。

近年来，公司投资性现金流持续净流出且净流出规模逐年增长。2016 年，公司增加了对联营企业泰兴市恒瑞供热管理有限公司的投资，2017 年，公司为自身业务发展需要，收购隆盛化工和泰联科技并



对部分联营企业进行长期股权投资，故投资性现金流的净流出规模大幅增加。

表 20 2015~2017 年公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
经营性净现金流	-0.04	5.70	-18.58
投资性净现金流	-6.46	-0.97	-0.57
经营性净现金流/流动负债	-1.14	14.00	-88.11
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-0.11	1.67	-5.14

截至 2017 年末，公司在建项目总投资额为 22.87 亿元，已完成投资 10.51 亿元，尚需投资 10.66 亿元，拟建项目概算投资为 18.30 亿元，在建及拟建项目规模较大，未来将继续保持一定规模的投资性需求。

（三）债务收入

公司融资渠道以银行借款和发行债券为主，间接融资占比较高，债务收入对缓解公司流动性压力贡献很大。

为满足公司经营及投资活动对资金的需求，公司的债务融资采取以间接融资为主，以直接融资为辅的方式。

间接融资方面，公司不断增加借款规模用于项目建设，借款期限结构以长期为主。截至 2017 年末，公司长期借款和短期借款分别为 17.05 亿元和 2.97 亿元。直接融资方面，截至 2017 年末，公司已发行 8 亿元的“PR 泰成兴/13 泰兴成兴债”以拓宽融资通道。

大公通过筹资活动现金流入及流出变动来考察公司债务偿还对债务收入的依赖程度。2015~2017 年，公司筹资性现金流入分别为 34.91 亿元、44.96 亿元和 36.99 亿元，是公司可用偿债来源的主要组成部分；同期，公司筹资性现金流出分别为 10.88 亿元、39.51 亿元和 29.64 亿元，公司债务偿还对融资能力依赖程度相对较高。

表 21 2015~2017 年公司债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2017 年	2016 年	2015 年
筹资性现金流入	36.99	44.96	34.91
借款所收到的现金	28.20	44.41	7.68
筹资性现金流出	29.64	39.51	10.88
偿还债务所支付的现金	18.46	10.79	5.35

预计未来 1~2 年，公司债务收入的主要来源仍为银行借款及债



券发行，随着在建项目和拟建项目的持续投入，公司的债务收入将保持增长，是债务偿还的主要来源。

（四）外部支持

公司是泰兴市经开区重要的基础设施投资和建设主体，在经开区基础设施建设中具有垄断地位，获得地方政府在资产注入和财政补贴等方面的有力支持。

作为泰兴市重要的基础设施投资和建设、国有资产运营管理主体，公司在城市发展方面发挥重要作用，泰兴市政府在资产注入及财政补贴方面给予公司有力支持。

资产注入方面，2015 年，泰兴市人民政府拨款 5.50 亿元及拨入城区污水收集管网及污水处理设施，公司资本公积增加 6.91 亿元。

财政补贴方面，2015~2016 年，公司分别收到财政补贴 2.88 亿元和 2.26 亿元；2017 年，公司收到政府发展扶持基金 2.00 亿元及污水处理专项补助 0.09 亿元，计入其他收益。

（五）可变现资产

近年来，公司资产规模保持增长，流动资产占比较大；可变现资产主要由其他应收款和存货组成，其中以拆迁项目和建设项目为主的存货规模较大，对资产的流动性造成一定影响。

2015~2017 年末，公司总资产规模逐年增加，资产结构以流动资产为主。2015~2017 年末，公司总资产分别为 117.95 亿元、143.07 亿元和 150.67 亿元，流动资产占比分别为 93.43%、93.15%和 91.69%，流动资产保持快速增长。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。公司货币资金主要为现金、银行存款和其他货币资金，其他货币资金为票据保证金；2016 年，货币资金同比增加 16.84 亿元，主要是因为公司次年工程款付款及借款到期等资金使用需求增加，借款规模大幅增加。公司应收账款主要是应收经开区管委会的土地整理及基建项目的款项，账龄集中在 1 年以内；近年来应收账款规模有所波动，在总资产中占比不大。2015~2017 年末，公司其他应收款主要为往来款项，其他应收款规模分别为 29.49 亿元、26.63 亿元和 35.00 亿元，有所波动；2017 年末，其他应收款同比增长 8.37 亿元，主要是与泰



兴市政府部门及国有企业的往来款有所增加；从应收对象来看，其他应收款前五名为经开区管委会、泰兴市国土资源局、泰兴市泰通投资发展有限公司、泰兴市滨江管廊建设有限公司及泰兴市兴盛资产投资公司，其他应收款前五名合计 30.77 亿元，占比 87.87%，集中度较高，其中应收经开区管委会规模为 19.12 亿元，占其他应收款余额的 54.63%；从账龄结构来看，1 年以内（含 1 年）的其他应收款占比 94.18%，账龄较短。根据经开区管委会所出具的《关于支付泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司应收政府部门有关款项的决定》，经开区管委会将对欠款进行统筹还款安排，将计划于 2018~2022 年上市出让的 7 块土地出让净收益专项用于偿还公司应收款项。公司存货主要由拆迁项目、开发用地和建设项目组成；近年来由于拆迁成本和代建项目的增加，存货规模不断增加，2017 年末，存货中拆迁项目 31.40 亿元、开发用地 20.27 亿元、建设项目 18.44 亿元。

表 22 2015~2017 年末公司资产结构情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产	150.67	100.00	143.07	100.00	117.95	100.00
流动资产合计	138.16	91.69	133.27	93.15	110.19	93.43
货币资金	12.78	8.48	30.95	21.63	14.11	11.96
应收账款	10.04	6.67	11.45	8.01	10.17	8.62
其他应收款	35.00	23.23	26.63	18.61	29.49	25.00
存货	70.13	46.55	60.92	42.58	55.42	46.98
非流动资产合计	12.51	8.31	9.80	6.85	7.75	6.57
长期股权投资	2.30	1.53	0.41	0.29	0.02	0.01
固定资产	5.81	3.86	5.83	4.07	4.64	3.93
在建工程	1.69	1.12	1.54	1.07	1.99	1.69
长期待摊费用	1.69	1.12	1.59	1.11	0.51	0.43

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和在建工程等构成。近年来，公司长期股权投资规模持续增加，2017 年末，由于公司新增对泰州联泰固废处置有限公司、泰州静脉产业园开发有限公司等企业的投资，规模同比增加 1.89 亿元。公司固定资产主要包括房屋及建筑物、机械设备等，近年来，固定资产规模有所波动；2016 年末，受厂区二期二阶段工程投入使用，由在建工程转入固定资产的影响，固定资产规模有所增加。近年来，公司在建工程规模有所波动，但在



总资产中占比不大。公司长期待摊费用主要为债券承销费和融资顾问费，2015~2017 年末，公司长期待摊费用不断增加是由于公司外部融资不断扩大导致融资顾问费随之增加。

从资产受限情况来看，2017 年末，公司受限资产合计为 21.20 亿元，占总资产的 14.07%，占净资产的 34.29%，其中，受限的货币资金为定期存单质押及票据保证金共 2.00 亿元；开发用地中已抵押土地使用权面积 273,166.64 平方米，抵押资产价值 19.00 亿元；无形资产中泰国用【2007】第 445771 号、泰国用【2009】第 442217 号土地使用权抵押给中国银行泰兴支行，抵押资产价值为 0.20 亿元。

表 23 截至 2017 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目名称	账面价值	受限部分	受限占比
货币资金	12.78	2.00	15.65
存货	70.13	19.00	27.09
无形资产	0.57	0.20	35.09
合计	83.48	21.20	25.40

资料来源：根据公司提供资料整理

根据大公测算，2017 年末，公司可变现资产为 103.04 亿元⁸，清偿性偿债来源充足，足够覆盖公司存量债务。总体来看，近年来公司资产规模保持增长，以流动资产为主，应收类款项占比较大，存在一定资金占用风险。

公司可用偿债来源结构中，经营性净现金流对债务的保障能力较弱，偿债来源结构有待改善；但公司融资渠道畅通，债务收入、可变现资产等偿债来源较为充足，对公司整体债务偿还形成一定保障。

偿债来源结构主要包括经营性净现金流、债务收入、可变现资产和外部支持。2017 年，公司经营性净现金流由净流入转为净流出，筹资活动现金流入 36.99 亿元，获得外部支持 2.09 亿元。公司流动性偿债来源结构中，财富创造能力产生的经营性净现金流对债务的保障能力较弱，偏离度为 4.78 倍，偿债来源对财富创造能力的偏离度较大，偿债来源结构有待进一步改善；债务收入是其债务偿付的主要来源。近年来，公司获得政府补助金额较高且较稳定，外部支持对公司偿债能力的保障作用较大。

⁸ 可变现资产数据未经专业评估。



公司清偿性偿债来源为主要由拆迁项目和建设项目形成的存货和其他应收款等可变现资产，价值较大，可对公司整体债务偿还形成有力保障。

偿债能力

公司流动性偿债来源以债务收入和外部支持为主，对流动性损耗的覆盖程度较好；可变现资产对公司存量债务保障能力很强，盈利对利息有较强的覆盖能力。

偿债能力指数：偿债能力在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）存量债务分析

近年来，公司负债总额及资产负债率逐年增长；应付账款和其他应付款账龄均较短，融资租赁款占比较高，公司存在一定短期偿付压力。

2015~2017 年末，公司负债总额逐年增加，随着长期借款和长期应付款的不断增加，流动负债在总负债中的占比逐年下降，2016 年末，公司负债结构转变为以非流动负债为主。

公司流动负债由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。近年来，公司短期借款有所波动，其中 2017 年末全部为保证借款。应付账款主要为安置房和项目代建施工款，近年来有所波动；2016 年末，应付账款有所增加，主要系土地整理、基础设施建设等工程项目持续推进所致；2017 年末，由于工程结算较多，公司应付账款同比减少 3.30 亿元；从账龄结构来看，1 年以内及 1~2 年的应付账款占比合计 81.97%，账龄较短。公司其他应付款主要为公司与其他单位往来款，近年来有所波动；2016 年末，由于部分往来借款到期偿还，其他应付款同比大幅下降；2017 年末，其他应付款主要包括泰兴市滨江港口开发有限公司、泰兴市滨江新农村建设发展有限公司、泰兴市中泰国投资产经营有限公司等的款项；从账龄结构来看，1 年以内的其他应付款占比为 82.42%，账龄较短。近年来，由于到期偿还债务规模显著增长，一年内到期的非流动负债持续增加，



2017 年末，一年内到期的非流动负债为 18.16 亿元，包括一年内到期的长期借款 7.36 亿元、一年内到期的应付债券 1.60 亿元及一年内到期的长期应付款 9.20 亿元。

表 24 2015~2017 年末公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	39.32	44.26	39.19	47.07	42.18	70.32
短期借款	2.97	3.34	2.07	2.48	2.60	4.33
应付账款	4.08	4.59	7.38	8.86	5.90	9.83
其他应付款	10.07	11.33	7.58	9.11	20.92	34.87
一年内到期的非流动负债	18.16	20.44	14.37	17.26	6.01	10.03
非流动负债合计	49.51	55.74	44.07	52.93	17.80	29.68
长期借款	17.05	19.19	18.86	22.65	4.06	6.77
应付债券	3.20	3.60	4.80	5.77	6.40	10.67
长期应付款	29.19	32.85	20.34	24.43	7.30	12.18
负债总额	88.84	100.00	83.26	100.00	59.98	100.00
有息债务合计	70.82	79.72	65.00	78.07	30.52	50.88
短期有息债务	24.13	27.16	23.44	28.15	14.86	24.77
长期有息债务	46.69	52.56	41.56	49.92	15.66	26.11
资产负债率	58.96		58.19		50.85	

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。近年来，公司调整融资结构，2016 年末，长期借款规模同比增加 14.80 亿元，主要为陆家嘴国际信托有限公司等的保证借款，保证方为泰兴市虹桥园工艺开发有限公司。公司应付债券为 2013 年发行的 8 亿元“PR 泰成兴/13 泰兴成兴债”，2016~2017 年，公司分别偿还债券第一期和第二期本金 3.20 亿元，2018 年应付本金重分类至“一年内到期的非流动负债”。公司长期应付款主要是融资租赁款，2016 年末，公司新增苏银金融租赁股份有限公司、华夏金融租赁有限公司等公司的融资租赁款，长期应付款同比大幅增加 13.04 亿元；2017 年末，由于公司继续扩大融资租赁规模，长期应付款规模同比增长 43.51% 至 29.19 亿元，在负债总额中占比达 32.85%。

近年来，公司有息负债规模持续增长，且在总负债中占比较高，债务压力较大；从债务期限结构来看，公司存在较大短期偿付压力。

公司有息债务规模逐年增长，以长期有息债务为主，截至 2017 年末，公司有息债务规模为 70.82 亿元，在总负债中的占比为 79.72%。



从有息债务的期限结构来看，2017 年末，公司一年内的有息债务为 24.13 亿元，在总有息债务中占比 34.07%，短期偿债压力较大。

表25 截至2017年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	24.13	16.10	20.53	4.89	3.24	1.93	70.82
占比	34.07	22.73	29.00	6.90	4.58	2.73	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

公司担保规模大，担保比率很高，被担保企业主要为泰兴市国有企业，区域集中度较高；公司担保未发生逾期或代偿，但大部分无反担保措施，存在一定或有风险。

截至 2017 年末，公司担保余额为 83.68 亿元（详见附件 3），其中子公司创源建设在保责任余额 1.50 亿元，公司担保比率为 135.34%。公司被担保企业主要为泰兴市国有企业，区域集中度较高，被担保企业大部分经营效益较好，公司担保尚未发生逾期或代偿。公司虽对源丰建设有限公司、泰兴市永志电子器件有限公司、泰兴市金燕仓储有限公司（详见附件 4）等 5 家民营企业 5.38 亿元的担保设立反担保措施，但对国有企业均无反担保措施，担保余额较大，存在一定或有风险。截至本报告出具日，公司没有提供上述被担保企业财报。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2019 年 2 月 1 日，公司对泰兴市安泰水利建设有限公司（以下简称“安泰水利”）2 笔贷款提供的保证担保被列入关注类担保，根据中国农业银行泰兴支行 2016 年 7 月 21 日提供的说明表示，上述关注类担保产生原因系安泰水利的项目当时正处于建设阶段未形成销售收入，该行系统自动测评为关注类，该笔贷款未发生逾期、欠息等不良记录。

近年来，得益于公司主营业务的平稳发展及政府有力支持，公司所有者权益保持增长，资本实力不断增强。

2015~2017 年末，公司所有者权益分别为 57.97 亿元、59.81 亿元和 61.83 亿元，得益于公司主营业务的稳步发展及政府的有力支持，近年来所有者权益持续增加，带动公司资本实力逐年增强。



（二）偿债能力分析

公司流动性偿债来源以债务收入和外部支持为主，经营性净现金流对流动性偿债来源的贡献较弱；清偿性偿债来源变现能力较好；盈利能够有效覆盖公司债务利息。综合来看，公司的偿债能力很强。

大公将公司的偿债来源分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源。公司流动性偿债来源主要包括经营性净现金流、期初现金及现金等价物、融资收入以及外部支持等；清偿性偿债来源主要为存货、长期应收款等变现资产。

2017 年，公司期初现金余额为 30.95 亿元，2017 年获得筹资性现金流入为 36.99 亿元，经营性现金流入 26.24 亿元、投资性现金流入 0.59 亿元，支付的筹资性现金流出为 29.64 亿元、经营性现金流出为 26.69 亿元，投资性现金流出为 7.05 亿元。2017 年，公司流动性来源为 94.77 亿元，流动性消耗为 63.38 亿元，流动性来源对流动性消耗的覆盖倍数为 1.50 倍。

清偿性偿债来源为公司的可变现资产，公司 2017 年末可变现资产价值为 103.04 亿元，2017 年末总负债为 88.84 亿元，可变现资产对总债务的覆盖率为 1.16 倍。

2017 年，公司的 EBITDA 利息保障倍数为 1.64 倍，同比有所下降；未来公司基础设施及安置房项目建设资金规模需求较大，有息负债规模随之攀升，EBITDA 对利息的保障水平缺乏稳定性，但能起到一定保障作用。

表 26 2017~2018 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年 F
清偿性还本付息能力	1.16	1.18
流动性还本付息能力	1.50	1.47
盈利对利息覆盖能力	1.64	1.66

数据来源：公司提供、大公测算

综合来看，公司经营性净现金流对流动性偿债来源的贡献较弱；清偿性偿债来源变现能力较好；盈利能够有效覆盖公司债务利息。总体偿债能力很强。



担保分析

中兴国资为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证，具有很强的增信作用。

中兴国资成立于 2002 年 5 月 17 日，系经泰州市人民政府泰政复【2002】25 号文件批准，由泰兴市人民政府投资组建的国有独资有限公司，注册资本为 50,000 万元。中兴国资代表泰兴市人民政府行使出资人职责，行使国有资产投资运营、城市基础设施建设、土地整理开发等职能。截至 2017 年末，中兴国资实收资本 50,000 万元，股东及实际控制人均为泰兴市人民政府。

中兴国资主要从事建筑施工业务、房地产开发业务和市政工程代建业务，2015~2017 年，中兴国资营业收入 27.85 亿元、39.60 亿元、43.53 亿元，营业收入逐年增加。分板块来看，受益于建筑施工业务承接项目量近年来保持较大规模且不断增长，中兴国资城建筑施工收入逐年增加。中兴国资房地产开发业务主要由子公司泰兴市房地产综合开发公司和泰兴市经济适用房开发公司负责，项目建设所需资金由中兴国资自行筹措。由于建设资金由中兴国资先行垫付，完工后财政局进行回购，该业务收入规模受结算周期影响较大，收入有较大波动。泰兴市中泰城市建设投资有限公司负责中兴国资的市政工程代建业务，2015 年中兴国资市政工程代建收入主要来自于 334 省道工程的委托代建业务，此后中兴国资仅有少量绿化工程项目，因此 2016~2017 年未实现市政工程代建业务收入。

2015~2017 年末，中兴国资资产规模为 280.22 亿元、310.80 亿元及 290.53 亿元，总资产规模有所波动，以流动资产为主，其中存货是中兴国资资产最主要的构成部分。2017 年末，中兴国资存货以工程施工成本和开发成本为主，其中开发成本 158.09 亿元，主要由土地使用权构成；存货占总资产的比重持续很高，中兴国资资产流动性受到一定影响。

2015~2017 年末，中兴国资负债规模为 141.05 亿元、164.19 亿元和 153.31 亿元。中兴国资负债规模有所波动，负债结构以流动负债为主。短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款是负债的重要组成部分。有息债务的规模逐年递增，截至 2017 年末，有息债务



的总额为 53.55 亿元，占总负债的 34.93%，主要是以长期有息负债为主。截至 2018 年 3 月末，中兴国资担保余额为 131.18 亿元，规模较大，担保比率为 95.60%，被担保企业的区域集中度较高，面临一定的或有风险。近年来，中兴国资资产负债率维持在 50%~60% 之间。

综合来看，中兴国资作为泰兴市重要的基础设施建设投融资主体，在泰兴市开发建设中具有重要地位，中兴国资具有很强的代偿能力。

中兴国资为本期债券提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

结论

综合来看，成兴国资偿还债务的能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很小，抗风险能力很强。近年来，泰兴市和经开区经济实力持续增强，为公司未来的发展提供了良好的外部环境。公司是经开区重要的基础设施投资及建设主体和国有资产运营主体，在经开区基础设施建设中具有重要地位，获得地方政府在基础设施建设项目以及财政补贴等方面的有力支持。但公司偿债来源对债务收入依赖较大，此外，公司担保比率很高，且大部分担保无反担保措施，面临着一定的或有风险。中兴国资为本期债券提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

预计未来 1~2 年，公司作为经开区重要的基础设施投资及建设主体和国有资产运营主体地位不会改变，因此，大公对成兴国资的评级展望为稳定。



跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期债券存续期内每年出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。



附件 1

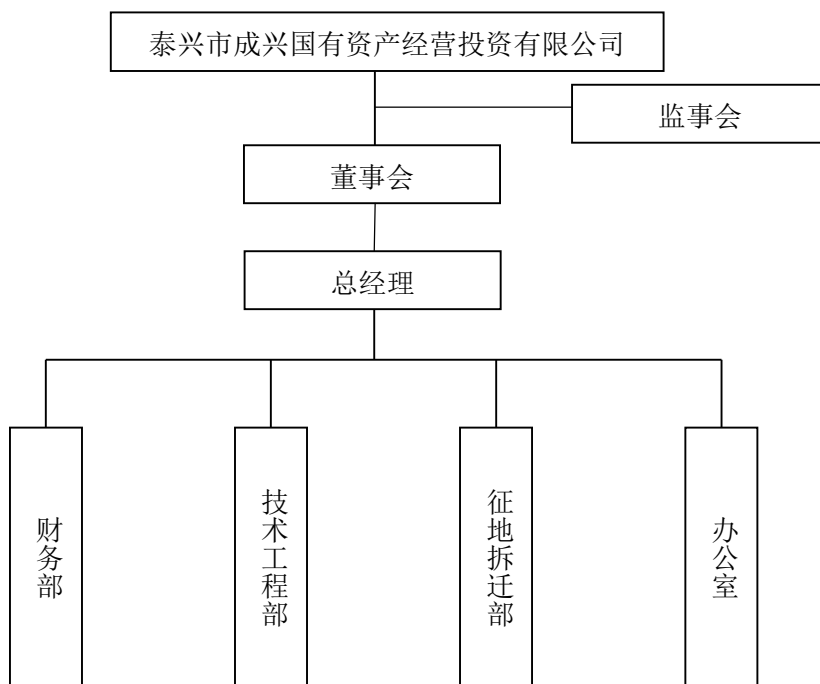
报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的外部环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。



附件 2

截至 2017 年末成兴国资组织结构图





附件 3

截至 2017 年末成兴国资担保明细

(单位: 万元)

被担保企业	担保金额	担保余额	担保到期日	反担保措施
源丰建设有限公司	2,500.00	2,500.00	2018/03/26	园区工程款反担保
泰兴市永志电子器件有限公司	1,500.00	1,500.00	2018/02/09	土地和厂房反担保
泰兴市沿江化工(集团)总公司	4,000.00	4,000.00	2018/11/05	无
	5,500.00	5,500.00	2018/04/24	
泰兴市天星洲开发投资有限公司	12,000.00	160.00	2018/02/28	无
	3,000.00	40.00	2018/02/21	
	11,600.00	11,600.00	2020/04/23	
	8,400.00	400.00	2019/12/29	
	5,000.00	5,000.00	2018/12/11	
泰兴市双越投资有限公司	50,000.00	48,000.00	2020/12/30	无
泰兴市盛泰城镇化建设有限公司	30,000.00	17,000.00	2021/03/30	无
		8,125.00	2021/03/30	
		4,875.00	2021/03/30	
泰兴市金燕仓储有限公司	20,000.00	20,000.00	2023/07/13	65%股权、土地抵押
	6,000.00	6,000.00	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	2020/01/10	无
	3,000.00	3,000.00	2018/07/27	
泰兴市滨江管廊建设有限公司	40,000.00	40,000.00	2023/02/01	无
	35,000.00	19,000.00	2022/12/30	
	30,000.00	28,000.00	2022/12/09	
	30,000.00	30,000.00	2022/11/26	
	30,000.00	30,000.00	2022/11/23	
	30,000.00	30,000.00	2021/12/31	
	25,000.00	25,000.00	2022/01/22	
	20,400.00	18,768.00	2022/10/30	
	4,600.00	4,232.00	2022/10/30	
	5,500.00	5,500.00	2018/05/02	
	15,000.00	15,000.00	2019/03/21	
	30,000.00	30,000.00	2023/12/31	
	6,000.00	6,000.00	2018/11/22	
	8,000.00	8,000.00	2018/12/27	
	10,000.00	10,000.00	2022/09/01	
	5,000.00	5,000.00	2022/12/22	
	10,000.00	10,000.00	2020/12/25	



附件 3-1

截至 2017 年末成兴国资担保明细（续表 1）

（单位：万元）

被担保企业	担保金额	担保余额	担保到期日	反担保措施
泰兴市滨江港口开发有限公司	46,436.00	38,500.00	2021/11/19	无
	50,000.00	48,500.00	2022/05/19	
	30,000.00	30,000.00	2021/12/31	
	3,500.00	3,500.00	2018/09/28	
	30,000.00	27,335.00	2022/01/10	
	30,000.00	27,360.00	2022/03/20	
	20,000.00	16,000.00	2021/12/31	
	20,000.00	18,223.00	2022/01/08	
	20,000.00	5,000.00	2019/12/05	
	18,783.01	15,000.00	2022/10/10	
	10,000.00	10,000.00	2018/09/12	
	17,094.75	13,500.00	2022/06/02	
	15,000.00	13,674.00	2022/06/22	
	30,000.00	27,344.00	2022/06/23	
泰兴市安泰水利建设有限公司	16,000.00	9,100.00	2021/03/21	无
	2,000.00	1,400.00	2021/02/10	
	1,000.00	700.00	2021/03/21	
江苏泰丰化工有限公司	6,500.00	4,750.00	2018/09/15	现有净资产 作反担保
	3,000.00	3,000.00	2018/02/28	
	1,000.00	1,000.00	2018/02/28	
江苏金禾建设工程有限公司	10,000.00	10,000.00	2019/10/28	园区工程款 反担保
	3,000.00	3,000.00	2018/07/14	
	2,000.00	2,000.00	2018/04/12	
泰兴市虹桥园工业开发有限公司	10,000.00	2,721.08	2020/10/23	无
	16,000.00	10,270.63	2020/10/23	
	23,332.00	12,713.05	2020/01/07	
	20,000.00	4,866.67	2018/12/29	
江苏江天农业科技发展有限公司	10,000.00	4,166.67	2018/01/04	无
泰兴市滨江新农村建设发展有限公司	15,000.00	15,000.00	2018/01/04	
合计	982,645.76	836,824.10	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理



附件 4

成兴国资部分被担保企业 2017 年财务情况

(单位: 亿元、%)

被担保对象 ⁹	期末总资产	期末 资产负债率	营业收入	净利润
源丰建设有限公司	9.71	58.39	15.49	0.40
泰兴市永志电子器件有限公司	2.55	38.82	2.85	0.08
泰兴市金燕仓储有限公司	3.65	72.60	0.00	0.00
江苏泰丰化工有限公司	16.27	43.58	14.18	0.21
江苏金禾建设工程有限公司	16.53	51.17	25.31	0.96

资料来源: 根据公司提供资料整理

⁹ 公司未提供担保国有企业的财务数据。



附件 5

成兴国资（合并）主要财务指标

(单位：万元)

资产负债表			
项目	2017 年	2016 年	2015 年
资产类			
货币资金	127,757	309,518	141,078
应收票据	—	30,000	5,000
应收账款	100,439	114,527	101,706
其他应收款	349,999	266,299	294,869
预付款项	10,245	135	1,698
存货	701,305	609,205	554,158
流动资产合计	1,381,568	1,332,705	1,101,927
长期股权投资	22,957	4,137	175
固定资产	58,133	58,277	46,392
在建工程	16,915	15,364	19,938
无形资产	5,705	3,201	4,837
长期待摊费用	16,908	15,904	5,077
非流动资产合计	125,145	97,954	77,524
总资产	1,506,713	1,430,658	1,179,452
占资产总额比 (%)			
货币资金	8.48	21.63	11.96
应收票据	—	2.10	0.42
应收账款	6.67	8.01	8.62
其他应收款	23.23	18.61	25.00
预付款项	0.68	0.01	0.14
存货	46.55	42.58	46.98
流动资产合计	91.69	93.15	93.43
长期股权投资	1.52	0.29	0.01
固定资产	3.86	4.07	3.93
在建工程	1.12	1.07	1.69
无形资产	0.38	0.22	0.41
长期待摊费用	1.12	1.11	0.43
非流动资产合计	8.31	6.85	6.57
负债类			
短期借款	29,700	20,680	26,000
应付票据	30,000	70,000	62,500
应付账款	40,815	73,778	58,978
其他应付款	100,673	75,828	209,161
一年内到期的非流动负债	181,560	143,717	60,142



附件 5-1

成兴国资（合并）主要财务指标

（单位：万元）

负债类			
项目	2017 年	2016 年	2015 年
流动负债合计	393,245	391,869	421,775
长期借款	170,469	188,587	40,594
应付债券	32,000	48,000	64,000
长期应付款	291,864	203,410	73,023
非流动负债合计	495,146	440,694	177,998
负债合计	888,390	832,562	599,773
占负债总额比 (%)			
短期借款	3.34	2.48	4.33
应付票据	3.38	8.41	10.42
应付账款	4.59	8.86	9.83
其他应付款	11.33	9.11	34.87
一年内到期的非流动负债	20.44	17.26	10.03
流动负债合计	44.26	47.07	70.32
长期借款	19.19	22.65	6.77
应付债券	3.60	5.77	10.67
长期应付款	32.85	24.43	12.18
非流动负债合计	55.74	52.93	29.68
权益类			
实收资本（股本）	64,800	64,800	64,800
资本公积	415,348	415,348	415,348
盈余公积	14,685	11,976	10,087
未分配利润	120,871	103,326	86,787
归属于母公司所有者权益	615,705	595,451	577,022
少数股东权益	2,618	2,646	2,656
所有者权益合计	618,323	598,096	579,678
损益类			
营业收入	122,649	123,505	118,293
营业成本	104,705	104,669	95,830
管理费用	2,494	2,333	2,703
财务费用	19,041	14,476	20,896
投资收益	7,504	137	-
营业利润	22,232	-2,683	-7,458
营业外收支净额	-934	22,126	25,503
利润总额	21,298	19,443	18,046
所得税	1,072	1,025	-19
净利润	20,226	18,418	18,065



附件 5-2

成兴国资（合并）主要财务指标

（单位：万元）

占营业收入比（%）			
项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业成本	85.37	84.75	81.01
管理费用	2.03	1.89	2.29
财务费用	15.52	11.72	17.66
营业利润	18.13	-2.17	-6.30
营业外收支净额	-0.76	17.92	21.56
利润总额	17.37	15.74	15.26
净利润	16.49	14.91	15.27
归属于母公司所有者的净利润	16.51	14.92	15.27
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	-4,493	56,970	-185,805
投资活动产生的现金流量净额	-64,582	-9,709	-5,709
筹资活动产生的现金流量净额	73,514	54,479	240,298
财务指标			
EBIT	62,508	53,481	54,203
EBITDA	67,516	57,458	57,359
总有息债务	708,196	649,965	305,230
毛利率（%）	14.63	15.25	18.99
营业利润率（%）	18.13	-2.17	-6.30
总资产报酬率（%）	4.15	3.74	4.60
净资产收益率（%）	3.27	3.08	3.12
资产负债率（%）	58.96	58.19	50.85
债务资本比率（%）	53.39	52.08	34.49
长期资产适合率（%）	889.74	1,060.49	977.34
流动比率（倍）	3.51	3.40	2.61
速动比率（倍）	1.73	1.85	1.30
保守速动比率（倍）	0.32	0.87	0.35
存货周转天数（天）	563.23	500.16	508.22
应收账款周转天数（天）	78.87	78.79	38.69
经营性净现金流/流动负债（%）	-1.14	14.00	-59.17
经营性净现金流/总负债（%）	-0.52	7.95	-39.70
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-0.11	1.67	-5.14
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.52	1.57	1.50
EBITDA 利息保障倍数（倍）	1.64	1.69	1.59
现金比率（%）	32.49	78.99	33.45
现金回笼率（%）	116.49	91.44	47.65
担保比率（%）	135.34	102.39	68.90



附件 6

中兴国资（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产类			
项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	399,183	499,446	257,304
应收账款	79,828	33,816	68,589
其他应收款	707,225	559,009	651,958
存货	1,437,992	1,717,097	1,442,772
流动资产合计	2,844,849	3,050,257	2,554,591
固定资产	17,761	17,958	15,186
在建工程	17,029	14,320	823
非流动资产合计	60,410	57,775	-
总资产	2,905,259	3,108,032	2,802,197
占资产总额比 (%)			
货币资金	13.74	16.07	9.18
应收账款	2.75	1.09	2.45
其他应收款	24.34	17.99	23.27
存货	49.50	55.25	51.49
流动资产合计	97.92	98.14	91.16
可供出售金融资产	0.61	0.32	0.00
固定资产	0.59	0.58	0.54
非流动资产合计	2.08	1.86	-
负债类			
短期借款	144,200	48,500	76,994
应付账款	135,087	120,617	156,766
预收账款	226,352	157,602	126,045
其他应付款	576,757	781,772	589,338
流动负债合计	1,205,884	1,282,011	1,117,919
长期借款	115,484	88,712	113,750
应付债券	208,618	268,054	178,361
专项应付款	3,075	3,075	500
长期负债合计	-	-	292,611
非流动负债合计	327,178	359,841	-
负债合计	1,533,062	1,641,852	1,410,529
占负债总额比 (%)			
短期借款	9.41	2.95	5.46
应付账款	8.81	7.35	11.11
预收账款	14.76	9.60	8.94
其他应付款	37.62	47.62	41.78
流动负债合计	78.66	78.08	79.26
长期借款	7.53	5.40	8.06



附件 6-1

中兴国资（合并）主要财务指标

（单位：万元）

占负债总额比 (%)			
项目	2017 年	2016 年	2015 年
应付债券	13.61	16.33	12.64
专项应付款	0.20	0.19	0.04
非流动负债合计	21.34	21.92	20.74
权益类			
少数股东权益	22,591	23,874	20,693
实收资本	50,000	50,000	50,000
资本公积	1,108,015	1,218,259	1,171,973
盈余公积	15,113	13,568	15,322
未分配利润	176,477	160,478	133,680
归属于母公司所有者权益	1,349,605	1,442,306	—
所有者权益	1,372,197	1,466,179	1,370,975
损益类			
主营业务收入	—	—	278,549
营业收入	435,337	396,029	—
主营业务成本	—	—	246,915
营业成本	394,075	356,409	—
销售费用	264	70	89
管理费用	11,951	8,700	15,863
财务费用	26,415	21,751	14,577
营业利润	20,781	5,568	-9,712
利润总额	23,896	27,065	21,282
净利润	18,075	21,273	16,763
占营业收入比 (%)			
主营业务成本	—	—	88.64
营业成本	90.52	90.00	—
管理费用	2.75	2.20	5.69
财务费用	6.07	5.49	5.23
营业利润	4.77	1.41	-3.49
利润总额	5.49	6.83	7.64
净利润	4.15	5.37	6.02
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	-140,914	33,277	-184,135
投资活动产生的现金流量净额	68,465	-121,907	865
筹资活动产生的现金流量净额	50,286	346,522	227,833



附件 6-2

中兴国资（合并）主要财务指标

（单位：万元）

主要财务指标			
项目	2017 年	2016 年	2015 年
EBIT	57,366	123,765	93,782
EBITDA	59,807	123,765	99,878
总有息负债	535,533	515,400	481,900
主营业务毛利率	-	-	11.36
毛利率（%）	9.48	10.00	-
营业利润率（%）	4.77	1.41	-3.49
总资产报酬率（%）	1.97	3.98	3.35
净资产收益率（%）	1.32	1.45	1.18
资产负债率（%）	52.77	52.83	50.34
债务资本比率（%）	28.07	26.01	25.72
长期资产适合率（%）	2,813.09	3,160.58	680.22
流动比率（倍）	2.36	2.38	2.29
速动比率（倍）	1.17	1.04	0.99
存货周转天数（天）	1,080.85	398.96	441.41
应收账款周转天数（天）	35.24	3.84	19.13
经营性现金净流入/流动负债（%）	-11.33	2.77	-18.97
经营性现金净流入/总负债（%）	-8.88	2.18	-14.59
经营现金流利息保障倍数（倍）	-4.21	0.34	-2.54
EBIT 利息保障倍数	1.71	1.28	1.29
担保比率（%）	95.60	65.49	55.37



附件 7

各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
16. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持 + 经营活动产生的现金流量净额



23. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出
24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出= 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）



附件 8

公司债券及主体信用等级符号和定义

信用等级		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，有较高违约风险。
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。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同；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。