

信用等级公告

联合〔2019〕1530号

联合资信评估有限公司通过对泰兴市兴黄综合投资开发有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，维持“18泰兴兴黄债 01/18泰兴黄”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十日



泰兴市兴黄综合投资开发有限公司跟踪评级报告

评级结果:

本次主体长期信用等级: AA

上次主体长期信用等级: AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18泰兴兴黄债01/18泰兴黄	4.00 亿元	2025/11/15	AA	AA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

评级时间: 2019年6月20日

财务数据:

项目	2016年	2017年	2018年
现金类资产(亿元)	15.74	9.35	15.02
资产总额(亿元)	84.78	88.13	111.39
所有者权益(亿元)	32.81	34.37	39.61
短期债务(亿元)	9.83	12.17	23.65
长期债务(亿元)	15.77	22.93	37.78
全部债务(亿元)	25.60	35.10	61.42
营业收入(亿元)	5.65	5.35	6.69
利润总额(亿元)	2.11	1.73	2.05
EBITDA(亿元)	2.17	1.84	2.18
经营性净现金流(亿元)	-2.80	-6.98	-10.19
应收类款项/资产总额(%)	12.64	13.21	18.55
营业利润率(%)	12.58	12.15	13.65
净资产收益率(%)	6.13	4.54	4.61
资产负债率(%)	61.30	61.00	64.44
全部债务资本化比率(%)	43.83	50.53	60.79
流动比率(%)	263.90	302.72	344.69
经营现金流动负债比(%)	-9.29	-25.87	-33.09
全部债务/EBITDA(倍)	11.80	19.03	28.23

分析师: 兰迪 邱成

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

泰兴市兴黄综合投资开发有限公司(以下简称“公司”)是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。跟踪期内,公司在资金注入和财政补贴方面持续得到外部支持,资产和权益规模进一步扩大。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)注意到公司收现质量较差、盈利能力弱、经营活动现金流净流出规模扩大、债务规模快速增长等因素对公司经营带来的不利影响。

随着泰兴市经济的持续发展,黄桥经开区基础设施建设稳步推进,公司有望保持稳健经营。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA,维持“18泰兴兴黄债01/18泰兴黄”信用等级为AA,评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内,泰兴市及黄桥经开区经济持续增长,为公司发展创造了良好的外部环境。
- 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,获得了在资产划转、资金注入和财政补贴等方面有力的外部支持。

关注

- 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,整体盈利能力弱。
- 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,项目前期垫资压力大。
- 跟踪期内,公司债务规模增长快,债务负担持续加重,存在较大的短期偿债压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由泰兴市兴黄综合投资开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

泰兴市兴黄综合投资开发有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于泰兴市兴黄综合投资开发有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至2018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。

公司作为黄桥经开区重要的建设主体，仍然负责黄桥经开区内的基础设施建设、土地开发及安置房开发业务，职能定位和经营范围没有发生变化。截至2018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。

截至2018年底，公司（合并）资产总额111.39亿元，所有者权益合计39.61亿元（含少数股东权益3.01亿元）；2018年，公司实现营业收入6.69亿元，利润总额2.05亿元。

公司住所：泰兴市黄桥镇通站路2号；法定代表人：沐兴俊。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年底，公司存续债券“18泰兴兴黄债01/18泰兴黄”尚需偿还债券余额4.00亿元。跟踪期内，公司按时足额偿还债券利息。

公司存续债券“18泰兴兴黄债01/18泰兴黄”募集资金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建设以及补充营运资金。截至2018年底，募集资金已按规定使用完毕。

本期债券的募投项目已于2017年5月开工建设，截至2019年2月底，已投入资金3.30亿元。

其中，综合办公楼与中小企业标准厂房（一）已经完工，中小企业标准厂房（三）部分主体已封顶，人才公寓和中小企业标准厂房（二）正在筹备施工工作。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18泰兴兴黄债01/18泰兴黄	4.00 亿元	4.00 亿元	2018/11/15	7年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设

投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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。2014年，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据2014年《43号文》，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），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府

融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，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。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018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
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9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《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	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。

2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10号	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济概况

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。

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1172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。

跟踪期内，泰兴市各项经济指标保持较快的增长。2018年，全市地区生产总值达到1050.34亿元，首次突破千亿元大关。其中，第一产业增加值60.42亿元，同比增长2.6%；第二产业增加值490.63亿元，同比增长7.0%；第三产业增加值499.29亿元，同比增长8.1%。2018年，泰兴市产业结构进一步优化，三次产业增加值比例由2016年的6.5:46.6:46.9调整为5.8:46.7:47.5，服务业发展较快。

近年来，泰兴市工业经济稳定增长，形成了机电、化工、医药三大支柱产业。按可比价格计算，2018年泰兴市规模以上工业增加值同比增长5.6%，固定资产投资同比增长13.7%。2018年，泰兴市连续18届跻身全国县域经济基本竞争力百强县（市）行列，排名第29位，比上年前移5位。

黄桥经济开发区产业布局清晰，交通基础设施进一步优化，综合实力持续增强。

跟踪期内，黄桥经开区综合实力持续增强，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。2018年，黄桥经开区实现规模以上固定资产投资105亿元，实际

利用外资1000万美元，协议利用外资9380万美元，自营进出口达到8200万美元。2019年1月，连接常州和泰兴黄桥的常泰过江通道开工建设。作为长江上首座“高速公路+普通公路+城际铁路”的跨江桥梁工程，常泰过江通道建成后将成为苏中地区前往苏南的又一快捷通道，给黄桥经开区带来新的发展契机。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股权结构没有发生变化。截至2018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，仍为公司的实际控制人。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员没有变化。公司人员构成合理，能够满足日常的工作需要。

跟踪期内，公司高管人员没有变化。截至2018年底，公司共有高级管理人员2人，包括董事长兼总经理1人、财务总监1人。

截至2018年底，公司本部共拥有员工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至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。

3. 外部支持

跟踪期内，泰州市一般公共预算收入保持增长，财政收入质量较高。公司持续受到泰州市政府的资产划拨、资金注入和财政补贴。

公司接受泰州市政府的委托，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。

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%；其中，税收收入占一般公共预算收入84.14%，占比较2017年提高0.34个百分点，一般公共预算收入质量较好。2018年，泰兴市实现政府性基金收入102.36亿元，同比增长50.97%，以国有土地使用权出让收入为主。截至2018年底，泰兴市地方政府债务余额201.99亿元，考虑上级转移支付后，泰兴市地方债务率为97.99%，债务负担重。

跟踪期内，公司持续收到泰兴市各级政府资产划拨、资金注入和财政补贴等方面的支持。2018年，黄桥镇政府将泰兴市润黄物流园企业管理有限公司、江苏黄桥智达电子商务有限公司、惠尔新机械有限公司等6家公司100%的股权无偿划入公司。公司收到政府投资2.79亿元，计入资本公积。同期，公司收到财政补贴2.16亿元，其中1.18亿元计入其他收益，其余作为在建工程回款用于冲减应收账款。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1032128300085110X），截至2019年6月5日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。公司于2016年产生2笔欠息记录，根据银行提供的说明，主要系银行系统原因，付息日未能成功扣息所致。跟踪期内，公司债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

截至2019年6月18日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化，管理制度执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务仍以委托代建为主，收入规模和毛利率均明显增长。

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。2018年，公司实现主营业务收入6.66亿元，同比增长25.87%，其中公司市政工程建设收入占比显著上升，达到54.09%。公司其

他业务收入主要包括标准厂房出租收入、污水处理费收入、生猪屠宰收入和门票收入等，均来自各家子公司。2018年，公司其他收入合计3774.14万元，较上年大幅增长，主要系厂房租赁、污水处理等业务开始正常运营所致。

毛利率方面，2018年公司主营业务毛利率为14.46%，较上年增长1.56个百分点，主要系毛利率较高的其他业务收入占比提升所致。

表3 2017~2018年公司主营业务收入构成（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政工程建设	8669.18	16.39	12.71	36015.04	54.09	12.82
一级土地整理开发	29003.40	54.83	13.07	13748.45	20.65	13.04
安置房开发	15118.67	28.58	12.71	13043.18	19.59	12.71
其他	104.20	0.20	8.21	3774.14	5.67	41.28
合计	52895.45	100.00	12.90	66580.81	100.00	14.46

资料来源：审计报告

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司仍继续从事黄桥经开区范围内的基础设施建设、土地整理及安置房开发，业务模式未发生明显变化。

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。跟踪期内，公司业务模式和会计处理方式未发生变化。公司代建业务的主要业主方为泰兴市黄桥工业园管理委员会（以下简称“黄桥管委会”）和泰兴市江桥投资建设发展有限公司（以下简称“江桥投资”）。

市政工程建设

2018年，公司市政工程建设实现收入3.60亿元，同比增加2.73亿元，主要系在建项目集中完工，公司结算的项目金额较大所致。其中，确认收入规模较大的包括定慧路项目、姜八公路项目和金溪路、北环路绿化

项目等。公司合计收到市政工程项目回款2.21亿元。

截至2018年底，公司重点在建市政工程项目计划总投资7.82亿元，累计已投资8.09亿元；其中泰兴市第二人民医院计划投资1.53亿元，实际已投资2.31亿元，主要系项目后期增加了附属配套设施所致。2019年，公司在建和拟建市政工程项目计划投资合计4.53亿元。公司市政工程项目体量较小，工期较短，联合资信将关注未来该业务板块的可持续性情况。

土地整理开发

2018年，公司实现土地整理开发收入1.37亿元，同比下降1.53亿元，主要系前期整理的大部分土地已完成回购，待回购土地面积减少所致。当年公司已收到全部土地整理款项。

截至2018年底，公司正在整理的土地共分为5个项目部，预计总投资8.80亿元，累计已投资1.30亿元。2019年公司土地开发拟投资6.21亿元。

安置房建设

安置房开发方面，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，公司主要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，开发完成后由委托方进行回购。2018年，公司安置房建设业务确认收入1.30亿元，同比下降0.21亿元，当年公司已收到全部安置房回购款。

表4 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
2017	定慧小区	1.21	1.51
	河滨家园 26-27 号楼	0.31	
2018	定慧小区	1.00	1.30
	河滨家园 26-27 号楼	0.31	

资料来源：公司提供

注：单项金额与合计数不一致系对数据四舍五入处理所致

截至2018年底，公司在建安置房项目包括韩庄安置区、焦庄小区等，累计已投资17.45亿元，累计确认收入8.93亿元。截至2018年底，公司拟建安置房预计总投资4.73亿元，其中2019年计划投资3.62亿元。

3. 未来发展

未来公司的基础设施建设业务仍将按照开发区的发展规划，以重大项目开发、新城形象提升为重点。2019年公司拟投资规模在

10亿元以上，公司短期内存在一定的投资压力。随着污水处理、厂房租赁、生猪屠宰等业务开始投入运营，公司未来收入有望实现多元化。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见审计结论。

2018年，公司合并范围新增3家二级子公司和3家三级子公司，均为无偿划转。截至2018年底，公司合并范围内一级子公司共9家。由于新划入子公司体量较小，公司财务数据的可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，结构上以流动资产为主，其中存货占比较大，公司资产流动性较弱。整体来看，公司资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额111.39亿元，较上年底增长26.39%，主要来自货币资金、存货和其他应收款的增加。公司资产以流动资产为主，2018年底占比为95.31%。

表5 2017~2018年公司主要资产构成情况(单位: 亿元、%)

项目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
存货	55.00	62.40	63.55	57.05
货币资金	9.33	10.59	15.02	13.48
应收账款	6.48	7.35	7.12	6.40
预付款项	4.59	5.21	2.80	2.52
其他应收款	5.16	5.86	13.53	12.15
流动资产	81.69	92.69	106.17	95.31
长期股权投资	3.59	4.08	2.22	2.00
固定资产	2.42	2.74	1.22	1.09
非流动资产	6.45	7.31	5.22	4.69
资产总额	88.13	100.00	111.39	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底,公司流动资产合计 106.17 亿元,较上年底增长 29.97%,主要系存货、货币资金和其他应收款增长所致。公司货币资金 15.02 亿元,主要由 6.33 亿元银行存款和 8.69 亿元其他货币资金构成,其他货币资金均为使用受限的资金(保证金和借款质押),受限资金占比较高。公司应收账款为 7.12 亿元,同比增长 9.99%。公司应收账款集中度很高,其中对黄桥管委会的应收账款占 89.26%,主要为应收项目工程款,账龄在 3 年以内;对江桥投资的应收账款占 9.91%,主要为应收工程款,账龄在 1 年以内。截至 2018 年底,公司未计提应收账款坏账准备。公司预付款项 2.80 亿元,同比下降 38.94%,主要为对泰兴市财政局预付的园区拟征批次征地预存款(占比 93.77%)。从账龄上看,1 年以内的预付款项占比达 95.66%,平均账龄较短。公司其他应收款 13.53 亿元,同比增长 162.25%。从集中度来看,对江桥投资和黄桥管委会的往来款占比分别为 27.09%和 26.74%,账龄均在 1 年以内;其他应收款前五名欠款单位合计占比达 79.48%,集中度较高。公司以账龄分析法计提坏账准备的其他应收款合计 0.82 亿元,账龄以 1 年以内和 2 年以上为主,截至 2018 年底累计计提坏账准备 0.12 亿元。

表6 2018年底公司其他应收款前五名情况

(单位:亿元、%)

单位名称	金额	占比	账龄
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	3.69	27.09	1 年以内
泰兴市黄桥工业园区管理委员会	3.64	26.74	1 年以内
泰兴市黄桥环境卫生管理所工会委员会	1.86	13.67	1 年以内
泰兴市祥元贸易有限公司	1.03	7.57	2 年以内
泰兴市华城机电制造有限公司	0.60	4.41	1 年以内
总计	10.82	79.48	--

资料来源:根据公司审计报告整理

截至 2018 年底,公司存货账面价值 63.55 亿元,较上年底增长 15.55%,主要为工程成本(以市政工程和安置房开发成本为主)和拟开发土地成本(公司购买的土地使用权),分别

占存货的 97.14%和 2.86%。公司账内土地使用权均已抵押。截至 2018 年底,公司未对存货计提存货跌价准备。

截至 2018 年底,公司非流动资产 5.22 亿元,同比下降 18.97%,主要为系长期股权投资和固定资产下降所致。公司长期股权投资 2.22 亿元,同比下降 38.14%,主要系公司将持有的惠尔新机械泰兴有限公司股权无偿划转至子公司黄桥投资所致。2018 年底,公司固定资产账面价值 1.22 亿元,同比下降 49.68%,主要系公司将已对外出租的标准化厂房转入投资性房地产所致。截至 2018 年底,公司对固定资产累计计提折旧 0.16 亿元。

截至 2018 年底,公司受限资产合计 10.51 亿元,占总资产的 9.44%,包括货币资金 8.69 亿元和存货 1.82 亿元,其中受限存货主要为开发成本中用于融资抵押的土地使用权。

3. 资本结构

跟踪期内,公司所有者权益规模持续增长,其中未分配利润占比较大,所有者权益稳定性一般。

截至 2018 年底,公司所有者权益合计 39.61 亿元,同比增长 15.24%,主要系资本公积增加所致。2018 年底,公司实收资本 2.00 亿元,较上年底没有变化。

截至 2018 年底,公司资本公积 24.17 亿元,较上年底增加 3.41 亿元。其中,收到政府货币注资使资本公积增加 2.79 亿元,惠尔新机械泰兴有限公司的股权划转使资本公积增加 0.62 亿元。2018 年底,公司未分配利润为 9.74 亿元,较上年增长 19.39%。

表7 2017~2018年公司所有者权益构成情况(单位:亿元、%)

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
资本公积	20.76	60.39	24.17	61.03
未分配利润	8.16	23.74	9.74	24.60
实收资本	2.00	5.82	2.00	5.05

少数股东权益	2.84	8.28	3.01	7.59
所有者权益合计	34.37	100.00	39.61	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司非流动负债占比提高，有息债务快速增长，以长期债务为主。公司整体

债务负担有所加重。

截至2018年底，公司负债总额71.78亿元，较上年底增长35.52%，主要系非流动负债大幅增长所致。2018年底，公司非流动负债占57.09%，占比较上年底提升7.28个百分点。

表8 2017~2018年公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	12.00	22.32	5.01	6.98
一年内到期的非流动负债	3.05	5.68	3.42	4.77
短期借款	4.44	8.26	15.52	21.62
应付账款	2.33	4.33	1.51	2.11
应付票据	4.68	8.71	4.70	6.55
流动负债	26.98	50.19	30.80	42.91
长期借款	21.64	40.25	22.68	31.59
应付债券	1.29	2.40	15.10	21.03
长期应付款	3.67	6.83	3.21	4.47
非流动负债	26.78	49.81	40.98	57.09
负债总额	53.76	100.00	71.78	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司流动负债30.80亿元，同比增长14.15%，主要系短期借款增长所致。公司短期借款15.52亿元，主要由13.39亿元保证借款和2.13亿元质押借款构成。公司应付票据4.70亿元，规模较上年底基本持平，其中银行承兑汇票由2017年底的4.68亿元下降至1.50亿元，同时新增3.20亿元商业承兑汇票。公司应付账款波动中有所增长，2018年底为1.51亿元，全部为应付工程款。从账龄上看，1年以内的占25.31%，1~2年的占54.47%，2~3年的占15.85%，3年以上的占4.37%，平均账龄较2017年底有所拉长。从集中度看，公司对前五大欠款方的应付账款余额合计占比55.38%，集中度一般。公司其他应付款为5.01亿元，同比下降58.24%，全部为往来款及借款。从账龄来看，1年以内的占54.53%，1~2年的占18.73%，2~3年的占1.45%，3年以上的占25.29%。从集中度看，公司对前五大欠款方的其他应付款占比合计52.51%，集中度一般。

表9 2018年底公司其他应付款前五名情况

（单位：万元、%）

单位	金额	占比
泰兴市中兴国有资产经营投资管理有限公司	20000.00	39.92
江苏长龄液压泰兴有限公司	2000.00	3.99
江苏炳凯汽车零部件制造有限公司	1807.28	3.61
泰兴市李玲农业发展有限公司	1500.00	2.99
泰兴市裕峰污水处理有限公司	1000.00	2.00
合计	26307.28	52.51

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司非流动负债为40.98亿元，同比增长53.05%，主要系应付债券大幅增长所致。2018年底，公司长期借款为22.68亿元，主要为保证借款和抵押借款。2018年，公司新增应付债券13.81亿元，包括新发行的3.95亿元企业债（“18泰兴兴黄债01/18泰兴黄”，本金4.00亿元）、7.51亿元定向债务融资工具以及2.35亿元契约型私募投资基金。2018年底，公司长期应付款3.21亿元，全部为融资租赁款，属于有息债务。

有息债务方面，将长期应付款计入调整后全部债务核算，2018年底公司调整后全部债务为64.63亿元，同比增长66.66%。其中，短期债务和调整后长期债务分别占36.59%和63.41%，公司债务结构相对合理。2018年底，公司资产负债率同比上升3.44个百分点至64.44%，调整后全部债务资本化比率同比上升8.99个百分点至62.00%，公司债务负担显著加重。

从集中兑付压力来看，2019~2021年，公司需偿还的银行贷款和应付债券本金分别为19.32亿元、7.61亿元和15.22亿元，2019年和2021年公司面临较大的集中兑付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，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，公司整体盈利能力弱。

2018年，公司实现营业收入6.69亿元，同比增长24.85%。同期，公司营业成本为5.70亿元，同比增长22.66%。受毛利率较高的其他业务占比上升的影响，2018年公司营业利润率为13.65%，同比上升1.50个百分点。

2018年，公司期间费用0.10亿元，仍以管理费用为主。同期，公司财务费仍然为负，主要系公司将大部分利息费用资本化处理所致。2018年，公司期间费用占营业收入的比重为1.51%，较2017年下降1.33个百分点，公司期间费用控制能力较好。

2018年，公司实现利润总额2.05亿元。同期，公司获得政府补助1.18亿元，利润总额对政府补助的依赖性较强。

盈利指标方面，受有息债务规模快速增长的影响，公司总资本收益率较上年度有所下降，净资产收益率小幅上升，分别为1.81%和4.61%。公司整体盈利能力仍然弱。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司项目投入规模和往来款净流出规模大，经营活动现金流量净额持续为负；由于项目前期垫资压力较大，公司面临一定的资金支出压力，对外部融资的依赖性较强。

2018年，公司经营活动现金流入为21.51亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为5.88亿元，较上年基本持平；收到其他与经营活动有关的现金为15.63亿元，较2017年大幅下降45.20%，主要系往来款减少所致。2018年，公司经营活动现金流出为31.70亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金规模较大，分别为10.82亿元和20.29元。同期，公司项目投入规模和往来款净流出规模大，经营活动现金流净流出规模进一步扩大，为-10.19亿元。2018年，公司现金收入比分别为87.97%，同比下降22.91个百分点，公司收现质量较差。

从投资活动来看，2018年，公司无投资活动现金流入，投资活动现金流出主要为公司投资支付的现金3.00亿元，系购买理财产品的现金支出。2018年，公司投资活动现金流净额-3.18亿元，净流出规模进一步扩大。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入41.70亿元，同比增长118.21%，主要系取得借款收到的现金和发行债券收到的现金大幅增长所致。同期，公司筹资活动现金流出量为30.31亿元，同比增长82.55%，主要系偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金（支付票据保证金、借款质押存款等）大幅增长所致。2018年，公司筹资活动现金流量净额为11.39亿元。同比大幅上升。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力弱，EBITDA对有息债务的保障能力弱，对外担保规模较大。考虑到公司在资产注入以及财政补助等方面持续得到有力的外部支持，公司偿债风险很低。

从短期偿债能力来看，2018年，公司流动比率和速动比率分别为344.69%和138.36%，同比分别上升41.97个和39.46个百分点。由于公司流动资产中存货占比较大，对流动负债的实际保障能力弱于指标值。2018年底，公司非受限货币资金合计6.33亿元，仅为短期债务的26.77%，对短期债务保障能力弱。总体来看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力来看，2018年，公司EBITDA为2.18亿元，同比增长17.94%。同期，公司调整后全部债务/EBITDA为29.70倍，EBITDA对调整后全部债务的保障能力弱。考虑到公司在资产注入以及财政补助等方面持续得到有力的外部支持，公司整体偿债风险很低。

截至2018年底，公司银行授信总额度为39.27亿元，已使用额度为34.34亿元，尚未使用的额度为4.93亿元，公司融资渠道有待拓宽

截至2018年底，公司对外担保余额16.26亿元，担保比率为41.05%，担保比率较高。被担保单位全部为国有企业或国有事业单位，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10 截至2018年底公司对外担保情况

(单位：万元)

被担保单位	被担保单位性质	金额
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	国有企业	106000.00
泰兴市第二人民医院	国有事业单位	14800.00
泰兴市黄桥市政工程公司	国有企业	3700.00
江苏省黄桥中学	国有事业单位	8100.00
泰兴市润黄建设有限公司	国有企业	30000.00
合计	--	162600.00

资料来源：根据公司审计报告整理

7. 母公司财务概况

母公司对集团资金有一定的掌控能力，资产和权益占合并口径的比例较高，而承担的有息债务比例较低。母公司作为主营业务的重要

经营主体，对收入和利润的贡献较大。

2018年底，母公司资产总额为64.97亿元，其中流动资产占总资产的80.34%，非流动资产占19.66%。母公司流动资产以货币资金、存货和其他应收款为主。2018年底，母公司货币资金3.04亿元，占合并口径货币资金的20.24%；存货34.84亿元，主要为母公司进行一级土地开发和安置房开发的开发成本。母公司非流动资产主要为长期股权投资，2018年底为12.76亿元。截至2018年底，母公司资产总额占合并报表资产总额的58.33%，占比较高。

2018年底，母公司所有者权益合计30.44亿元，同比增长7.75%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。2018年底，母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，稳定性尚可。其中，未分配利润占合并口径的73.71%，占比较高。

2018年底，母公司负债总额为34.53亿元，同比下降2.46%。从结构上看，流动负债占81.75%，以其他应付款为主；非流动负债占18.25%，以应付债券和长期应付款为主。2018年底，母公司负债占合并报表负债的48.11%，有息债务占合并口径的11.20%，母公司承担的有息债务相对较少。

2018年，母公司实现营业收入2.90亿元，同比下降5.64%，占合并报表营业收入的43.35%。母公司利润总额以经营毛利润和政府补助为主，2018年为0.89亿元，同比增长21.50%，占合并报表利润总额的43.42%。作为公司主营业务的重要经营主体，母公司对合并口径收入和利润的贡献较大。

现金流方面，2018年，母公司经营性现金流由净流入变为净流出，主要系支付其他与经营活动有关的现金大幅增长所致。同期，母公司没有投资活动现金流，筹资活动现金流净额由负转正，主要系发行债券收到的现金大幅增长所致。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年底，公司存续债券余额15.15亿元（包含定向债务融资工具和私募投资基金），存续债券的短期兑付压力小，未来偿债压力集中度高。

截至2018年底，公司无一年内到期兑付债券，2021~2025年“18泰兴兴黄债01/18泰兴黄”每年需偿还本金0.80亿元，存续债券待偿本金峰值为2021年的10.65亿元。截至2018年底，公司现金类资产合计15.02亿元；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为21.51亿元、-10.19亿元和2.18亿元，对公司存续债券保障情况如下表。

总体看，公司存续债券的短期兑付压力小，2021年的集中偿债压力高，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障程度较好。

表11 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

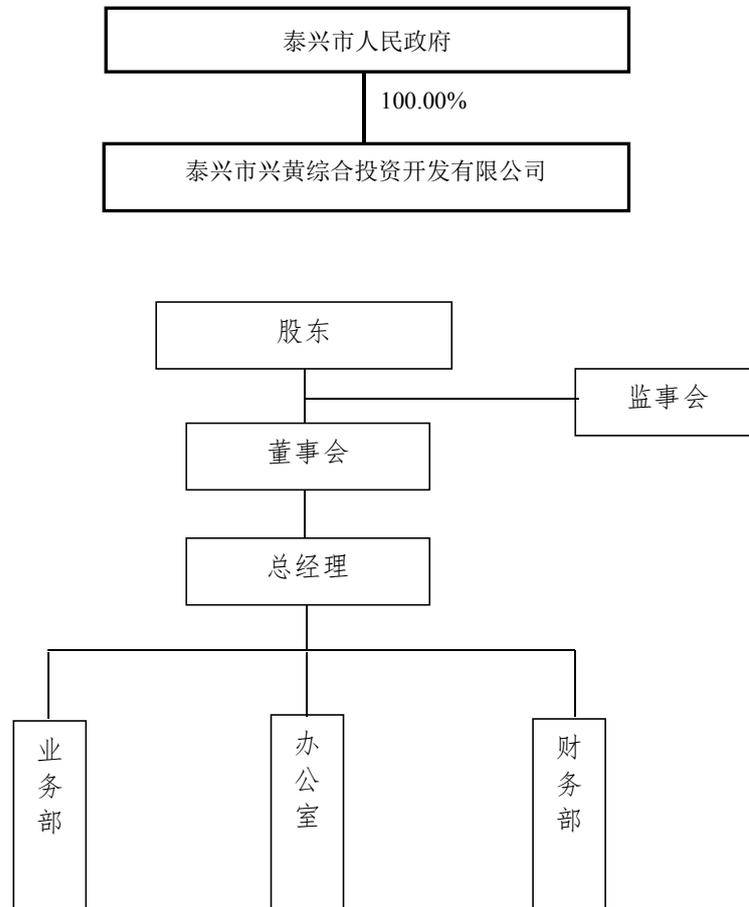
项目	2018年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	10.65
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.02
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.96
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.20

资料来源：联合资信整理

十、结论

综合评估，联合资信确定公司维持主体长期信用等级为AA，维持“18泰兴兴黄债01/18泰兴黄”信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 2018 年底公司股权及组织结构图



附件 1-2 2018 年底公司合并范围一级子公司情况

公司简称	主要经营地	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
泰兴市永丰旅游发展有限公司	泰兴	旅游项目、文化产业开发；旅游景区管理	6600.00	60.00
泰兴市黄桥城中村建设有限公司	泰兴	小城镇建设；市政工程建设；农村集中居住区建设	25000.00	72.00
泰兴市黄桥新农村建设有限公司	泰兴	整体城镇化及产业园区建设、开发、管理；市政公用设施、城乡基础设施、市政设施投资、建设	50000.00	85.00
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	泰兴	文化旅游项目建设、景区配套服务和基础设施建设；景区运营管理	20000.00	80.00
江苏黄桥乐器文化产业园投资发展有限公司	泰兴	乐器投资开发；乐器、乐器辅助用品及配件生产、销售	20000.00	100.00
泰兴市兴业标房建设有限公司	泰兴	标准厂房建设、经营、管理	10000.00	100.00
泰兴市黄桥投资发展有限公司	泰兴	基础设施投资开发；创业孵化；市政工程投资与管理	50000.00	100.00
江苏黄桥污水处理有限公司	泰兴	污水处理	5000.00	100.00
泰兴市黄桥城市建设有限公司	泰兴	土地整理开发、城市基础设施建设	30000.00	100.00

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	15.74	9.35	15.02
资产总额(亿元)	84.78	88.13	111.39
所有者权益(亿元)	32.81	34.37	39.61
短期债务(亿元)	9.83	12.17	23.65
长期债务(亿元)	15.77	22.93	37.78
调整后长期债务(亿元)	21.63	26.60	40.98
全部债务(亿元)	25.60	35.10	61.42
调整后全部债务(亿元)	31.46	38.78	64.63
营业收入(亿元)	5.65	5.35	6.69
利润总额(亿元)	2.11	1.73	2.05
EBITDA(亿元)	2.17	1.84	2.18
经营性净现金流(亿元)	-2.80	-6.98	-10.19
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.91	0.80	0.98
存货周转次数(次)	0.12	0.09	0.10
总资产周转次数(次)	0.08	0.06	0.07
现金收入比(%)	69.25	110.88	87.97
应收类款项/资产总额(%)	12.64	13.21	18.55
营业利润率(%)	12.58	12.15	13.65
总资本收益率(%)	3.45	2.26	1.81
净资产收益率(%)	6.13	4.54	4.61
长期债务资本化比率(%)	32.46	40.02	48.82
调整后长期债务资本化比率(%)	39.73	43.63	50.85
全部债务资本化比率(%)	43.83	50.53	60.79
调整后全部债务资本化比率(%)	48.95	53.01	62.00
资产负债率(%)	61.30	61.00	64.44
流动比率(%)	263.90	302.72	344.69
速动比率(%)	108.39	98.90	138.36
经营现金流动负债比(%)	-9.29	-25.87	-33.09
全部债务/EBITDA(倍)	11.80	19.03	28.23
调整后全部债务/EBITDA(倍)	14.50	21.02	29.70

注:调整后全部债务=全部债务+长期应付款;调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
应收类款项/资产总额	(应收账款 + 其他应收款 + 长期应收款) / 资产总额 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 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%
债务结构指标	
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	
全部债务/EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变