信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0263 号

泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“21 泰兴成兴小微债/21 泰兴债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“21 泰兴成兴小微债/21 泰兴债”的信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二二年六月十五日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。

本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。

本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。

本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年8月15日

泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司
主体及“21泰兴成兴小微债/21泰兴债”2022年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2022/6/15	AA/稳定	谢延松	侯 颖

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
21 泰兴成兴小微债/21 泰兴债	AA+	AA+

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

主体概况

泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司是泰兴市重要的城市基础设施建设主体，主要从事泰兴经济开发区的基础设施建设和安置房建设、土地开发整理以及贸易、蒸汽销售、污水处理等业务。。泰兴市中鑫投资集团有限公司为公司唯一股东，泰兴市人民政府国有资产监督管理办公室为公司实际控制人。

评级模型

1.基础评分模型

一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分
地区综合实力	区域层级	20.00%	11.20	企业经营与财务实力	资产总额	36.00%	28.80
	GDP 总量	32.00%	23.04		净资产总额	36.00%	28.80
	GDP 增速	4.00%	3.52		资产负债率	9.00%	5.40
	人均 GDP	4.00%	4.00		全部债务资本化比率	9.00%	5.40
	一般公共预算收入	32.00%	21.12		补助收入/利润总额	5.00%	4.00
	一般公共预算收入增速	4.00%	2.40		（实收资本+资本公积）/资产总额	5.00%	1.00
	上级补助收入	4.00%	2.64				

2.二维矩阵映射

维度		地区综合实力								
		1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档
企业经营与财务实力	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-
	2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-
	3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-
	4 档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+
	5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	8 档	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+
基础模型参考等级								AA		

3.评级调整因素

基础模型参考等级	AA
评级调整因素	无
4.主体信用等级	AA

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，泰兴市经济增长较快，经济实力仍较强；公司是泰兴市重要的基础设施建设主体，基础设施建设和安置房建设、土地开发整理等业务具有较强的区域专营性，得到股东及相关各方的有力支持；泰兴市中鑫投资集团有限公司为“21 泰兴成兴小微债/21 泰兴债”提供的担保具有较强的增信作用。同时，公司资产流动性较弱；债务集中兑付压力较大；对外担保存在一定的代偿风险；资金来源对筹资活动的依赖较大。综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“21 泰兴成兴小微债/21 泰兴债”的信用等级为 AA+。

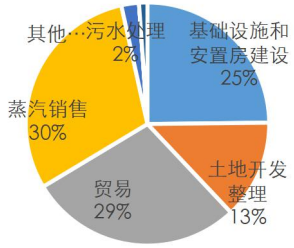
同业对比

项目	泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司	桐乡市金凤凰服务业发展集团有限公司	阜宁县城市投资发展有限责任公司	泗洪县宏源公有资产经营有限公司
地区	泰州市泰兴市	嘉兴市桐乡市	盐城市阜宁县	宿迁市泗洪县
GDP（亿元）	1273.44	1141.69	645.45	584.42
GDP 增速（%）	9.9	8.5	7.2	8.7
人均 GDP（元）	119013	160887	75059	68056
一般公共预算收入（亿元）	93.12	109.31	30.43	31.78
一般公共预算支出（亿元）	118.38	115.54	200.41	96.45
资产总额（亿元）	447.14	197.34	209.67	309.94
所有者权益（亿元）	175.06	71.04	78.06	148.80
营业收入（亿元）	38.54	14.48	13.30	9.80
利润总额（亿元）	2.54	2.78	0.96	2.28
资产负债率（%）	60.85	64.00	62.77	51.99
全部债务资本化比率（%）	56.16	-	55.95	-

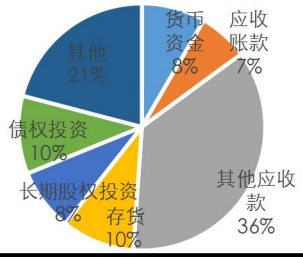
注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据均为 2021 年。
数据来源：东方金诚整理

主要指标及依据

2021 年公司营业收入构成



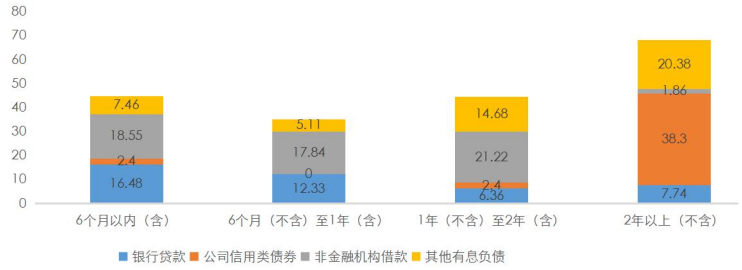
2021 年末公司资产构成



公司财务指标（单位：亿元、%）

	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额	283.15	343.36	447.14
所有者权益	89.28	116.01	175.06
营业收入	23.60	36.71	38.54
利润总额	2.64	2.36	2.54
全部债务	181.02	215.31	224.24
资产负债率	68.47	66.21	60.85
全部债务资本化比率	66.79	64.99	56.16

截至 2021 年末公司全部债务到期结构（单位：亿元）



地区经济及财政（单位：亿元、%）

	2019 年	2020 年	2021 年
地区		泰兴市	
GDP 总量	1083.90	1127.47	1273.44
GDP 增速	6.8	3.9	9.9
人均 GDP（元）	101157	105371	119013
一般公共预算收入	80.47	85.43	93.12
一般公共预算收入增速	8.0	6.0	9.0
上级补助收入	30.76	35.25	28.70

优势

- 跟踪期内，泰兴市地区经济保持增长，经济实力仍较强；
- 公司主要负责泰兴经济开发区内基础设施建设和安置房建设、土地开发整理等业务，相关业务区域专营性较强；
- 公司作为泰兴市重要的基础设施建设主体，在资产划拨和财政补贴等方面继续得到股东及相关各方的有力支持；
- 泰兴市中鑫投资集团有限公司综合财务实力很强，为“21 泰兴成兴小微债/21 泰兴债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有较强的增信作用。

关注

- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，资产流动性较弱；
- 公司全部债务规模持续增加，短期有息债务占比很高，集中兑付压力较大；
- 公司对外担保余额规模很大，存在一定的代偿风险；
- 公司资金来源对筹资活动的依赖较大。

评级展望

预计泰兴市经济将持续增长，公司在泰兴市的基础设施建设领域保持重要地位，能够持续获得股东及相关各方的有力支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002201907）》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	阅读原文
AA	AA+（21 泰兴成兴小微债/21 泰兴债）	2021/7/30	谢延松 侯颖	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002201907）》	阅读原文
AA	AA+（21 成兴 01）	2020/12/14	朱宁迪 赵一朗	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002201907）》	-

以上为不完全列示

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
21 泰兴成兴小微债/21 泰兴债	2021/7/30	5.60	2021.9.26-2025.9.23	连带责任保证	泰兴市中鑫投资集团有限公司/AA+/稳定

跟踪评级说明

根据相关监管要求及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”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

公司由泰兴市人民政府（以下简称“泰兴市政府”）作为出资人于 2003 年 4 月 18 日成立，初始注册资本为人民币 1.48 亿元。历经数次增资，截至 2021 年末，公司注册资本 46.48 亿元、实收资本人民币 26.48 亿元，泰兴市中鑫投资集团有限公司（以下简称“中鑫投资”）为公司唯一股东，泰兴市人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“泰兴市国资办”）为公司实际控制人，跟踪期内均未发生变化。

公司是泰兴市重要的基础设施建设主体，主要从事泰兴经济开发区的基础设施和安置房建设、土地开发整理以及贸易、蒸汽销售、污水处理等业务。

跟踪期内，公司新增子公司 2 家，分别为泰兴市成兴置宝建材销售有限公司[1]和泰兴市成兴表面处理科技有限公司[2]；处置子公司两家，分别为泰兴市隆盛精细化工有限公司和泰兴市恒鑫热能管理有限公司。截至 2021 年末，公司纳入合并报表的二级子公司共 11 家。

图表 1　截至 2021 年末公司纳入合并报表的二级子公司情况（单位：%）

公司名称	持股比例	取得方式	主营业务
泰兴市创源建设有限公司[3]	90.00	现金出资	房地产开发经营等
泰兴市滨江污水处理有限公司	100.00	政府注入	污水处理
泰州联泰化学科技有限公司	90.00	购买	化工产品的研究、开发等
江苏苏中沿江化工物流经营发展有限公司	100.00	购买	进出口货物的国际运输代理业务
泰兴市滨江瑞康医疗管理有限公司	90.00	现金出资	医疗管理服务
泰兴市瑞泰投资开发有限公司	100.00	现金出资	建设项目投资、房地产开发经营等
泰兴市成兴青山环保有限公司	51.00	现金出资	处理船舶洗舱废水、废酸、废碱等
泰兴市恒瑞供热管理有限公司	51.00	购买	蒸汽、工业气体、管廊、管线建设等
兴宏（香港）发展有限公司	100.00	尚未出资	进出口贸易、商务咨询服务
泰兴市成兴置宝建材销售有限公司	85.00	新设	建筑材料、金属材料等批发零售
泰兴市成兴循环经济产业园投资发展有限公司	85.00	现金出资	房地产开发经营等

资料来源：公司提供，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

公司发行的“21 泰兴成兴小微债/21 泰兴债”附第 3 个计息年度末附调整票面利率选择权及投资者回售选择权，发行时票面利率为 6.80%，发行金额为 5.60 亿元。中鑫投资为“21 泰

[1] 2018 年成立，2021 年开始运营。
[2] 2020 年成立，2021 年开始运营。截至 2021 年末，尚未完成出资。
[3] 根据公司与东莞信托签署股权收益权转让及回购合同，公司将泰兴市创源建设有限公司 95.47%的股权转让给东莞信托，东莞信托以发行的“东莞信托-泰信-江苏泰兴集合资金信托计划”信托资金取得股权收益权，转让价款 2.00 亿元。同时，公司与东莞信托签署股权质押合同，该项业务实质为股权质押融资。公司将取得的股权收益权转让价款 2.00 亿元列入长期借款，按约定支付回购溢价款（利息费用）。截至本报告出具日，该笔长期借款已还清，股权解押手续正在办理中。

兴成兴小微债/21 泰兴债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。截至本报告出具日，“21 泰兴成兴小微债/21 泰兴债”尚未到利息兑付和回售选择权到期日。

截至 2021 年末，成兴国资发行的“21 泰兴成兴小微债/21 泰兴债”募集资金已使用 1.30 亿元，未使用 4.30 亿元。

宏观经济与政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中 3 月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022 年一季度 GDP 同比增速为 4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度 GDP 增速较 2021 年四季度回升 0.8 个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长 6.5%，明显高于同期 GDP 增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在 3 月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在 4 月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度 GDP 同比增速将小幅回落至 4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022 年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3 月 PPI 同比涨幅达到 8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3 月 CPI 同比涨幅仅为 1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1 月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达 1.5 万亿元的增值税留抵退税政策在 4 月 1 日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5 月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022 年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为 2.8%，较上年小幅下调 0.4 个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022 年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币

政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022 年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业及区域经济环境

行业分析

城投行业政策及再融资环境边际收紧，基建稳增长预期仍存，城投债净融资或将小幅收缩

2021 年，随着经济持续修复，城投债发行再创历史新高，但宽信用政策逐渐退出，监管政策边际收紧，城投债净融资规模小幅缩量。政策层面，2021 年 12 月中央经济工作会议强调，坚决遏制地方隐性债务风险，压实企业自救主体责任。城投融资层面，沪深交易所公司债券审核指引、银保监发【2021】15 号文及补充通知等政策相继出台，城投再融资环境亦边际收紧。在“稳”、“防”并重的政策导向下，预计 2022 年城投债发行监管仍将延续扶优限劣的思路。

目前经济下行压力加大的背景下，中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资，“稳增长”有望对基建投资形成资金支撑，基建稳增长的预期仍然存在。2022 年，城投整体融资将受益于信用环境改善，基建发力利于提振城投债净融资需求，但监管对弱资质城投发债审核趋严，两方因素相抵，预计城投债净融资将与 2021 年大致持平，并可能出现小幅收缩。

城投公司信用风险分化愈发显著，债务化解任重道远，城投转型持续推进

2022 年，基于“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。在坚决遏制隐债增量的长期监管思路下，化解隐性债务工作持续推进，“全域隐性债务清零”范围或扩大。当前城投公司债务余额仍居高位，作为隐性债务重要载体，城投公司债务化解任重道远。在稳增长及严控新增隐债的要求下，城投公司信用风险结构性分化加剧，“红橙黄绿”视角下的弱区域、弱资质城投公司融资渠道收紧，债务滚续压力上升。

国发【2021】5 号文提出，清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算；叠加 2022 年国企改革三年行动收官，城投重组整合及清理力度将进一步加大，城投转型迫在眉睫。此外，2021 年，房地产调控政策力度空前，土地市场降温，地方政府对城投的化债资金支持、项目回款等受到间接不利影响，城投风险呈现出跨区域、跨行业传导新特征，需关注房地产等行业的流动性风险向城投行业蔓延。

地区经济

1.泰州市

2021 年，泰州市地区经济保持增长，经济实力很强

泰州市近年来地区经济综合实力持续增强，随着疫情得到有效控制和全面复工复产的开展，2021 年 GDP 增速大幅增长。2021 年，泰州市实现地区生产总值 6025.26 亿元，同比增长 10.1%，GDP 总量处于江苏省中游水平，增速排名江苏省各地级市第一，人均 GDP 为 133323 元，经济实力很强。

疫情得到有效控制后，泰州市 2021 年的投资恢复增长，消费和进出口增长快，总体呈现加速增长态势。

泰州市形成了以医药制造业、化学原料及化学制品制造业、交通运输设备制造业等为主的工业体系；疫情影响下，泰州市第三产业仍小幅增长

泰州市经济以第二产业和第三产业为主，2021 年，第三产业增加值在地区生产总值中的占比保持稳定。

工业方面，泰州市形成了以医药制造业、化学原料及化学制品制造业、交通运输设备制造业等为主的工业体系，工业经济实力很强。支柱产业中，2021 年医药、电气产业产值分别增长 9.1%、38.6%，化工产业产值增长 38.3%，船舶产业产值增长 25.0%。泰州市是全国最大的医药生产科研基地之一，医疗产业各项经济指标多年稳居江苏省第一，扬子江药业、济川医药、江山制药、苏中药业等 4 家企业连续多年位列全国医药百强企业。

图表 2　泰州市主要经济指标（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	5133.36	6.4	5312.77	3.6	6025.26	10.1
人均地区生产总值（元）	110731	6.6	114596	3.5	133323	10.0
第二产业增加值	2525.98	5.9	2541.10	3.3	2918.59	9.3
第三产业增加值	2314.88	7.6	2464.57	4.1	2788.54	11.8
三次产业结构	5.7：49.2：45.1		5.8：47.8：46.4		5.3：48.4：46.3	
规模以上工业增加值	-	6.4	1357.51	6.4	-	13.1
全社会固定资产投资	-	6.0	-	0.2	-	8.3
社会消费品零售总额	1348.94	5.2	1333.26	-1.3	1576.94	18.3
进出口总额（亿美元）	144.66	-1.8	146.43	1.2	189.22	29.2

数据来源：公开资料，东方金诚整理

2021 年，泰州市第三产业呈现大幅恢复趋势，全年实现社会消费品零售总额 1576.94 亿元，同比增长 18.3%，其中，基本生活类商品消费呈大幅上升态势，粮油食品、饮料、烟酒零售额分别增长 80.4%、83.4%、48.6%。泰州市旅游市场加快复苏，2021 全年接待国内游客 2336.01 万人次，比上年增长 84.4%；接待入境过夜游客 0.95 万人次，增长 4.3%。全年实现旅游总收入 291.25 亿元，增长 89.0%；旅游外汇收入 1765 万美元，增长 10.0%。金融信贷规模不断扩大，年末金融机构人民币存款余额 8602.87 亿元，比上年增长 9.0%。

房地产市场受政策调整影响，投资有所下降，以去库存为主，全年房地产开发投资 354.00 亿元，比上年下降 29.0%；商品房销售面积 981.93 万平方米，增长 30.7%；商品房待售面积 88.04 万平方米，下降 62.4%。

2.泰兴市

泰兴市是江苏省直管县级市，地区经济保持较快增长，经济实力仍较强

2021 年，泰兴市实现地区生产总值 1273.44 亿元，同比增长 9.9%，经济保持较快增长，综合经济实力较强。从产业结构来看，泰兴市地区经济以第二产业和第三产业为主。

固定资产投资方面，2021 年泰兴市固定资产投资同比增长 7.1%，其中，规模以上工业投资同比增长 12.1%，规模以上服务业产业投资同比下降 2.3%。重点项目方面，截至 2021 年末，泰兴市累计签约亿元以上项目 254 个，其中 10 亿元以上 31 个。新开工亿元以上项目 103 个，其中 10 亿元以上 13 个。新竣工亿元以上项目 84 个，其中 10 亿元以上 7 个。

图表 3　泰兴市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	1083.90	6.8	1127.47	3.9	1273.44	9.9
人均 GDP	101157	7.1	105371	-3.8	119013	
三次产业结构	6.0：51.3：42.7		6.2：50.1：43.7		5.6:50.2:44.2	
规模以上工业增加值	-	7.0	-	6.4	-	11.2
第三产业增加值	462.29	8.6	492.99	4.5	562.19	12.8
全社会固定资产投资	-	10.9	-	-5.2	-	7.1
社会消费品零售总额	253.57	7.0	274.73	0.2	323.85	17.9
进出口总额	43.36	-16.7	43.25	-0.2	60.38	39.3

数据来源：公开资料，东方金诚整理

近年来，泰兴市工业以园区工业带动为主，已形成机电、化工和医药三大工业支柱产业，产业集聚效应明显，工业经济发展较为迅速

从产业结构来看，泰兴市地区经济以第二产业和第三产业为主。泰兴市第二产业增加值保持较快增长态势，已形成机电、化工和医药三大支柱产业，产业集聚效应明显，重点企业包括济川药业集团、新浦化学（泰兴）有限公司、江苏扬子鑫福造船有限公司和江苏凯力克钴业股份有限公司等。2021 年，泰兴市第三产业实现较快发展；2021 年末，泰兴市金融机构人民币各项存款余额 1512.36 亿元，同比增长 16.1%，金融机构人民币各项贷款余额 1279.12 亿元，同比增长 15.5%。同期，泰兴市房地产市场稳健发展，全年商品房销售面积 221.68 万平方米，同比增长 32.3%。

3.泰兴经济开发区

泰兴经济开发区成立于 1991 年，1992 年 11 月被批准为省级开发区，2002 年 4 月被中国石油化工协会首家命名为“中国精细化工（泰兴）开发园区”，同年 11 月被列为江苏省沿江开发十五个重点园区之一。泰兴市经济开发区规划总面积 68 平方公里，建成核心区面积 20 平方公里，形成了高端与专用精细化学品、化工新材料、生物医药、高端装备（海洋船舶工程）制造等产业集群。2021 年，泰兴市经开区计划完成投资 40.4 亿元。其中，5-10 亿元项目 7 个，10 亿元以上项目 4 个，项目涵盖环保科技、新型材料、生物医药等多个产业领域。

财政状况

1.泰州市

泰州市财政收入平稳增长，但财政自给率有所下降，财政实力很强

泰州市财政收入[4]保持平稳增长，以一般公共预算收入和政府性基金收入为主。2021 年，泰州市一般公共预算收入中，税收收入占比为 75.41%；在国有资源（资产）有偿使用收入带动下，非税收入保持增长。泰州市以土地出让收入为主的政府性基金收入大幅增长，但该项收入易受房地产市场波动和土地出让政策影响，未来存在一定不确定性。

图表 4　泰州市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
一般公共预算收入	365.67	375.20	420.29
其中：税收收入	279.15	282.06	316.96
非税收入	86.52	93.14	103.33
一般公共预算收入增速 (%)	2.4	2.6	12.0
政府性基金收入	362.94	550.23	681.03
上级补助收入	-	154.25	150.41
财政收入	**728.61**	**1079.69**	**1251.73**
一般公共预算支出	594.24	627.68	667.61
其中：刚性支出	284.29	285.62	324.82
政府性基金支出	364.84	574.53	545.82
上解上级支出	-	76.98	94.46
财政支出	**959.09**	**1279.19**	**1307.89**

数据来源：公开资料，东方金诚整理

泰州市财政支出[5]以一般公共预算支出和政府性基金支出为主，2021 年呈较快增长态势。同期，泰州市财政自给率[6]为 62.95%，财政自给率水平较上期有所回升。

截至 2021 年末，泰州市地方政府债务余额为 965.83 亿元，其中一般债务 440.79 亿元，专项债务 525.03 亿元。

根据《泰州市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告》，2022 年，泰州市一般公共预算收入预期目标 454.57 亿元，同比增长 6%左右。

2.泰兴市

泰兴市一般公共预算收入逐年增长，财政实力较强

泰兴市实行省直管县（市）的财政体制。2021 年，泰兴市财政收入保持增长，以一般公共预算收入和政府性基金收入为主。2021 年，泰兴市一般公共预算收入逐年增长，以税收收入为主。同时，泰兴市获得的上级补助收入规模较大，是财政收入的重要补充。

泰兴市财政收入中政府性基金收入占比较高，政府性基金收入易受政府土地出让规划和房地产市场景气度等因素影响，未来存在一定的不确定性。

2021 年，泰兴市财政支出以一般公共预算支出和政府性基金支出为主；一般公共预算支出逐年增长。同期，泰兴市地方财政自给率 78.66%，财政自给程度较高。

截至 2021 年末，泰兴市政府债务余额为 274.68 亿元，其中一般债务 104.14 亿元，专项债务 170.54 亿元。

[4] 财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入。
[5] 财政支出=一般公共预算支出+政府性基金支出+上解上级支出。
[6] 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

根据《关于泰兴市 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案的报告》，2022 年，泰兴市一般公共预算收入预期目标 100.0 亿元，同比增长 8%左右。

图表 5　泰兴市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
一般公共预算收入	80.59	85.43	93.12
其中：税收收入	66.23	67.25	75.11
非税收入	14.24	18.18	18.01
一般公共预算收入增速（%）	8.2	6.0	9.0
政府性基金收入	126.77	125.65	139.12
上级补助收入	31.76	35.25	28.70
财政收入	**239.12**	**246.33**	**260.94**
一般公共预算支出	105.00	108.34	118.38
政府性基金支出	126.77	136.70	137.58
上解上级支出	15.26	16.91	18.38
财政支出	**247.02**	**261.95**	**274.34**
财政自给率（%）	**76.75**	**78.84**	**78.66**

数据来源：公开资料，东方金诚整理

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入有所增长，仍主要来自基础设施和安置房建设、土地开发整理、贸易和蒸汽销售等业务，毛利润和综合毛利率有所下降

公司主要从事泰兴经济开发区范围内基础设施和安置房建设、土地开发整理等业务，同时从事贸易、蒸汽销售及污水处理等业务。

2021 年，公司营业收入 38.54 亿元，主要由基础设施和安置房建设业务、土地开发整理业务、贸易和蒸汽销售等业务构成。跟踪期内，公司基础设施和安置房建设业务、贸易及蒸汽销售业务收入均有所增长；土地开发整理业务收入系以前年度项目未完工部分结转确认收入，收入规模大幅下降；其他业务收入主要包括租赁及土地转让收入等，收入规模略有增长。

图表 6　公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施和安置房建设	7.54	31.96	6.01	16.37	9.57	24.82
土地开发整理	6.57	27.83	11.24	30.61	5.07	13.15
贸易	5.42	22.96	9.28	25.29	10.95	28.40
蒸汽销售	2.19	9.30	8.90	24.25	11.63	30.17
污水处理	0.79	3.36	0.86	2.36	0.90	2.35
化工产品销售	0.17	0.74	0.08	0.21	0.00	0.00
其他	0.91	3.85	0.34	0.92	0.43	1.12
营业收入合计	**23.60**	**100.00**	**36.71**	**100.00**	**38.54**	**100.00**
项目	**毛利润**	**毛利率**	**毛利润**	**毛利率**	**毛利润**	**毛利率**
基础设施和安置房建设	1.33	17.60	1.11	18.40	1.91	20.00
土地开发整理	1.36	20.77	2.33	20.77	1.05	20.77
贸易	0.01	0.18	0.01	0.10	0.03	0.26
蒸汽销售	0.20	9.24	0.97	10.95	1.15	9.91
污水处理	-0.23	-28.46	-0.14	-15.63	-0.09	-9.69
化工产品销售	0.09	48.86	0.00	-5.82	-	-
其他	0.23	25.45	0.22	66.60	0.31	71.62
合计	**2.99**	**12.69**	**4.51**	**12.28**	**4.37**	**11.33**

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理；2019 年其他业务收入中包括主营业务收入中的土地转让收入 0.65 亿元与其他收入 0.03 亿元

基础设施和安置房建设

跟踪期内，公司作为泰兴市重要的基础设施和安置房建设主体，主要负责泰兴经济开发区范围内的项目建设，业务具有较强的区域专营性

公司作为泰兴市重要的基础设施和安置房建设的主体，承担了泰兴经济开发区内道路、桥梁、绿化工程等基础设施项目建设，并配套土地开发整理，对泰兴经济开发区城市化发展过程中产生的新城市居民以及开发区内企业的外来务工人员进行安置，业务具有较强的区域专营性。

公司基础设施建设业务主要采取委托代建模式；安置房建设采取“以拆定建”的经营模式，由泰兴经济开发区管委会根据实际拆迁情况来委托公司进行安置房建设。公司与委托方（2018 年之前为泰兴经济开发区管理委员会、2018 年起为泰兴市润嘉控股有限公司（以下简称“润嘉控股”）[7]）签订委托代建协议，通过自有资金及外部融资进行基础设施项目建设，待项目竣工验收合格后，由委托方按照项目实际总投资额加成一定比例与公司结算，公司以此确认基础设施和安置房建设业务收入。收入的回款进度主要取决于委托方资金安排，存在一定不确定性。2021 年，公司共确认基础设施和安置房建设业务收入 9.57 亿元，毛利率 20.00%。

公司在建及拟建基础设施项目投资金额较大，未来面临一定的资本支出压力

截至 2021 年末，公司在建基础设施项目主要为污改工程、闸南闸北路等，投资总规模 11.20 亿元，已投资 7.51 亿元，仍需投资 3.69 亿元。

[7] 泰兴市润嘉控股有限公司原名为“泰兴市润嘉资产管理有限公司”，成立于 2018 年 5 月，截至本报告出具日，泰兴市润嘉控股有限公司注册资本 33.90 亿元，江苏省泰兴经济开发区管理委员会持股 35%，为第一大股东；泰兴市人民政府国有资产监督管理办公室为公司实际控制人。

图表 7　截至 2021 年末公司在建的基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已完成投资
污改工程	35600	29800
闸南闸北路	24500	15800
区内零星工程	20000	14300
区内河道、桥梁	20000	9800
区内管廊及蒸汽管线延伸	11902	5400
合计	**112002**	**75100**

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司重点拟建基础设施项目预计总投资 4.64 亿元。预计公司未来面临一定的资本支出压力。

图表 8　截至 2021 年末公司拟建的基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划开工时间	计划总投资	建设主体	未来投资计划		
				2022 年	2023 年	2024 年
西江路基础配套设施建设	2022.7	0.27	成兴国投	0.14	0.13	-
马甸集镇区四个存农村民生实事工程	2022.01	0.05	成兴国投	0.05	-	-
南片区污水管网建设	2022.05	1.26	成兴国投	0.65	0.3	0.31
福泰广场外线	2022.06	0.1	瑞泰投资	0.08	0.02	-
可循环智能物流设备制造和共享服务平台项目	2022.1	0.56	成兴循环产业园	0.4	0.11	0.05
滨江污水设施升级改造	2022.2	1.95	滨江污水	0.8	0.5	0.65
体检、应急救援中信升级改造	2022.10	0.45	成兴国投	0.15	0.15	0.15
合计	**-**	**4.64**	**-**	**2.27**	**1.21**	**1.16**

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至2021年末，公司主要在建安置房项目见下表。公司暂无拟建安置房项目。

图表 9　截至 2021 年末公司主要在建安置房项目情况（单位：亿元）

项目	已完成投资
石桥花园二区二期	6.22
城南公寓二期（B 组团）	5.54
合计	**11.76**

数据来源：公司提供，东方金诚整理

土地开发整理

跟踪期内，公司继续从事泰兴经济开发区内的土地开发整理业务，区域专营性较强；2021 年，公司土地开发整理收入来自以前年度未完工项目的结转，收入规模大幅下降，且项目回款存在一定的不确定性，对公司资金占用较大

公司土地整理业务主要对泰兴经济开发区入驻企业涉及用地进行土地平整及对规划范围内农村散落土地进行集中整治，区域专营性较强。2021 年，公司确认土地开发整理业务收入 5.07 亿元，同比大幅下降，毛利率保持稳定。

截至 2021 年末，公司正在进行的土地开发整理项目预计总投资 25.8 亿元，已完成投资

20.52 亿元，仍需投资 5.28 亿元。同期末，公司拟建土地开发整理项目为蒋榨村和小马庄村，预计总投资 8.30 亿元。

图表 10　截至 2021 年末公司在开发土地整理项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额	计划出让时间
蔡桥村	11.0	10.53	2023
中港村	4.0	2.57	2022.10
大马庄村	4.0	3.05	2022.11
红旗村	3.5	1.73	2022.10
西江村	3.3	2.64	2023
合计	**25.8**	**20.52**	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，未来几年公司开发整理的土地预计可实现一定规模的土地开发整理收入，但考虑到土地出让易受房地产市场波动和土地出让计划等因素影响，公司土地开发整理收入回款存在一定的不确定性，土地开发成本对公司资金占用较大。

污水处理业务

公司是泰兴市重要的污水处理企业，污水处理业务覆盖泰兴经济开发区，区域专营性较强；公司污水处理业务处于亏损状态

公司污水处理业务由子公司泰兴市滨江污水处理有限公司负责，主要负责对泰兴经济开发区内企业的工业废水和居民生活污水进行处理，服务范围相对较小。

截至 2021 年末，污水处理能力为 10 万吨/日，其中生活污水 6.5 万吨/日，工业废水 4.5 万吨/日，全年生活污水处理量 1822 万吨、工业废水处理量 10441 万吨。公司生活污水处理业务不直接收费，泰兴经开区管委会每年给予公司一定的补贴。

2021 年，公司污水处理业务实现收入 0.90 亿元，毛利率-9.69%。

蒸汽销售

跟踪期内，公司蒸汽销售业务收入规模保持增长，是公司营业收入和毛利润的有力补充

公司蒸汽销售由子公司恒瑞供热实施运营，负责对泰兴经济开发区内有相关需求的企业供给蒸汽能源，对公司的多元化及市场化发展形成了有益补充。

恒瑞供热负责泰兴经济开发区范围内的管廊运营及蒸汽生产销售，蒸汽销售主要针对泰兴经济开发区内的化工企业。2021 年，公司蒸汽销售收入 11.63 亿元，实现毛利润 1.15 亿元，毛利率 9.91%。

贸易

跟踪期内，公司贸易收入保持增长，是营业收入的重要来源，但毛利率水平仍很低；公司贸易业务的供应商及下游客户集中度很高，将对业务稳定性造成一定影响

公司贸易业务主要由子公司沿江化工及其下属子公司泰州市瑞江物流贸易有限公司负责，贸易产品以环氧乙炔、豆粕和燃料为主。

公司贸易业务模式为以销定采，确定下游客户的需求量后，再向上游供应商以书面合同形式签订采购合同进行订货，采购价格根据公开市场价格随行就市，公司根据每笔业务实际供货数量进行结算。2021 年，公司确认贸易收入 10.95 亿元，毛利率仅 0.26%。

2021 年，公司贸易业务主要供应商情况详见下表。

图表 11　公司贸易业务主要供应商情况（单位：万元、%）

供应商	成本
泰兴金燕化学科技有限公司	31596
大连立祥国际贸易有限公司	37250
江苏臻庆新材科技有限公司	4966
中聚贸易（浙江）有限公司	5034
浙江方尖塔供应链管理有限公司	4030
合计	**82876**

资料来源：公司提供，东方金诚整理

东方金诚关注到，公司贸易业务供应商及下游客户集中度很高，若个别供应商或下游客户的生产经营、与公司的合作关系等发生重大不利变化，将对公司商品贸易业务收入造成一定影响。

图表 12　公司贸易业务主要客户（单位：万元、%）

主要客户	收入	占比
江苏盛泰化学科技有限公司	18130	16.5
泰兴市凌飞化学科技有限公司	11857	10.8
江苏玖乾科技有限公司	5035	4.6
江苏幸福门粮油有限公司	42926	39.2
广州市盈基投资有限公司	6667	6.0
合计	**84615**	**77.2**

资料来源：公司提供，东方金诚整理

外部支持

公司作为泰兴市重要的基础设施建设主体，在资产划拨和财政补贴等方面继续得到股东及相关各方的有力支持

增资方面，2021 年，泰兴市经济开发区管委会向公司划入润嘉控股 20%的股权，作价 27.36 亿元，计入资本公积。

财政补贴方面，2021 年公司收到政府补贴收入 2.51 亿元[8]。

考虑到公司将继续在泰兴市基础设施建设领域中发挥重要作用，预计未来仍将获得股东及相关各方的有力支持。

企业管理

截至 2021 年末，公司注册资本 46.48 亿元、实收资本人民币 26.48 亿元，中鑫投资为公司

[8] 含计入营业外收入科目的补助 10.38 万元和计入其他收入的补助 25040.65 万元。

唯一股东，泰兴市国资办为公司实际控制人。

跟踪期内，公司治理结构及内部组织架构均无重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2021 年的合并财务报表，苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年财务数据进行了审计并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未更换审计机构。

2021 年，公司新增合并子公司 2 家，处置子公司两家。

截至 2021 年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 11 家，详见图表 1。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，仍以流动资产为主；公司流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，资产流动性较弱

跟踪期内，公司资产规模保持增长；资产结构仍以流动资产为主，但流动资产占资产总额的比例有所下降。

公司流动资产仍主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

2021 年末，公司货币资金规模 41.78 亿元，其中受限规模 25.16 亿元，主要用于保证金和质押。跟踪期内，公司应收账款总额继续增长，主要为应收政府部门代建工程结算款，账龄集中在 2 年以内。2021 年末，公司应收账款的欠款单位主要为泰兴市滨江管廊建设有限公司（29.48 亿元），占全部应收账款总额的 90.17%。公司应收账款形成一定规模的资金占用。跟踪期内，公司其他应收款规模大幅增长，仍主要以与当地政府及国有企业的往来款为主，账龄集中在一年以内。2021 年末，其他应收款前五大欠款单位均为当地政府机构或国有企事业单位，分别为江苏省泰兴经济开发区管理委员会（67.78 亿元）、泰兴市滨江港口开发有限公司[9]（以下简称“滨江港口开发”）（26.34 亿元）、泰兴市滨江新农村建设发展有限公司（16.16 亿元）、泰兴市滨江管廊建设有限公司（15.14 亿元）和泰兴市港口集团有限公司[10]（以下简称“泰兴港口集团”）（14.47 亿元），合计占其他应收款的比例为 77.42%。2021 年末，由于部分拆迁成本收回及开发用地结算，公司存货规模明显下降，主要包括基础设施和安置房建设成本、拆迁成本以及开发用地，分别为 23.24 亿元、14.65 亿元和 9.61 亿元。

[9] 滨江港口开发由泰兴市滨江管廊建设有限公司（以下简称“滨江管廊建设”）100%持股，江苏省泰兴经济开发区管理委员会为其实际控制人。
[10] 港口集团由泰兴市人民政府国有资产监督管理办公室 100%持股。

图表 13　公司资产构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
货币资金	20.50	35.64	41.78
应收账款	23.61	27.91	32.60
其他应收款	132.55	107.03	180.13
存货	86.14	75.48	47.54
流动资产合计	**264.00**	**258.67**	**318.42**
债权投资	-	-	50.85
长期股权投资	2.41	2.63	40.84
其他权益工具投资	-	-	20.00
固定资产	8.48	9.16	10.17
其他非流动资产	3.06	67.75	3.20
非流动资产合计	**19.15**	**84.69**	**128.72**
资产总额	**283.15**	**343.36**	**447.14**

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司非流动资产规模大幅增长，主要为长期股权投资的增长贡献。公司非流动资产主要由债权投资、长期股权投资、固定资产和其他非流动资产构成。公司债权投资为长期资金拆借，2021 年末债权投资规模 50.85 亿元，主要拆借对象为滨江港口开发。截至本报告出具日，滨江港口开发经营正常，不存在失信被执行情况。2021 年末，公司长期股权投资大幅增长，其中对泰兴市襟江投资有限公司投资 10.00 亿元、对润嘉控股投资 27.36 亿元。公司其他权益工具投资为公司对泰兴港口集团下属子公司的投资，投资对象为泰兴市天星洲开发投资有限公司（8.00 亿元）、泰兴市通港疏浚工程有限公司（4.00 亿元）、泰兴市万融贸易有限公司（5.00 亿元）和泰兴市润泰港务有限公司（3.00 亿元）。公司固定资产主要为房屋建筑物、机械设备等，其中未办妥产权证书的固定资产 0.29 亿元。

截至 2021 年末，公司受限资产总规模 59.05 亿元，受限资产占全部资产总额的 13.21%。其中，货币资金受限金额为 25.16 亿元，用于存单质押和保证金存款；应收账款受限金额 19.15 亿元；一年内到期的非流动资产受限金额 7.74 亿元；存货受限金额 2.59 亿元。

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，主要得益于股东注资和少数股东权益的的增加

跟踪期内，公司所有者权益保持增长。公司资本公积主要是由泰兴市政府注入公司的资本金、划拨国有产权、土地使用权等资产形成，2021 年末增加 27.46 亿元，主要系划入的润嘉控股 20%的股权；同期末，公司少数股东权益大幅增长，主要系泰兴港口集团对公司多家子公司[11]的投资形成。未分配利润为公司自身利润积累。

[11] 2021 年末，公司少数股东权益主要为泰兴港口集团持有的公司子公司股权，其中对泰兴市创源建设有限公司投资 4.98 亿元，持有 10%股权；对泰兴市成兴循环经济产业园投资发展有限公司投资 8.00 亿元，持有 15%股权、对泰州联泰化学科技有限公司投资 5.00 亿元，持有 10%股权、对泰兴市滨江瑞康医疗管理有限公司投资 6.00 亿元，持有 10%股权、对泰兴市成兴置宝建材销售有限公司投资 6.00 亿元，持有 15%股权。

图表 14　公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
实收资本（股本）	26.48	26.48	26.48
资本公积	44.54	69.69	97.15
未分配利润	15.10	16.33	17.66
少数股东权益	1.30	1.46	31.50
所有者权益合计	**89.28**	**116.01**	**175.06**

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额保持增长，流动负债占比大幅提高

跟踪期内，公司负债总额保持增长，其中流动负债大幅增加，公司负债结构以流动负债为主。

图表 15　公司负债构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
短期借款	17.00	20.17	23.33
应付票据	6.75	22.40	27.05
其他应付款	6.30	15.98	42.31
一年内到期的非流动负债	34.15	59.05	59.63
流动负债合计	**70.61**	**121.20**	**155.82**
长期借款	87.17	73.41	60.29
应付债券	12.00	17.00	40.70
长期应付款	21.05	15.69	13.17
其他非流动负债	3.00	0.04	2.00
非流动负债合计	**123.26**	**106.15**	**116.26**
负债合计	**193.87**	**227.35**	**272.08**

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司流动负债大幅增长，以短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。

2021 年末，公司短期借款全部为质押借款和保证借款。截至 2021 年末，公司应付票据规模大幅增长，其中银行承兑票据 19.50 亿元、商业承兑汇票 3.00 亿元、信用证 4.55 亿元。公司其他应付款账龄集中在一年以内。2021 年末，公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款（44.81 亿元）、一年内到期的应付债券（4.16 亿元）一年内到期的长期应付款（10.65 亿元）。

跟踪期内，公司非流动负债规模有所增长，仍主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

跟踪期内，公司长期借款规模有所下降，以保证借款为主，保证借款 57.05 亿元。2021 年末，公司应付债券继续增长，规模达到 40.70 亿元，为公司在资本市场中发行“21 成兴 01”、“21 成兴 02”等债券所致。跟踪期内，公司长期应付款规模继续下降，2021 年末由融资租赁款和泰兴经济开发区财政分局-污水处理二期借款构成，金额分别为 10.78 亿元和 2.84 亿元。2021 年末，公司其他非流动负债为资金拆借款。

图表 16　截至 2021 年末公司存续债券情况（单位：亿元、%）

债券简称	发行规模	起息日	债券期限	年末应付债券余额
19 泰兴成兴债 01	4.00	2019-3-5	7 年	3.00
19 泰兴成兴债 02	4.00	2019-4-4	7 年	3.20
19 泰兴成兴债 03	4.00	2019-4-24	7 年	3.20
20 成兴 01	5.00	2020-11-5	5 年	5.00
21 泰兴成兴小微债	5.60	2021-9-24	4 年	5.60
21 成兴 01	5.00	2021-1-18	3 年	5.00
21 成兴 02	6.50	2021-2-4	3 年	6.50
21 成兴国资 PPN001	4.00	2021-6-30	3 年	4.00
21 成兴国资 PPN002	5.00	2021-12-7	5 年	5.00

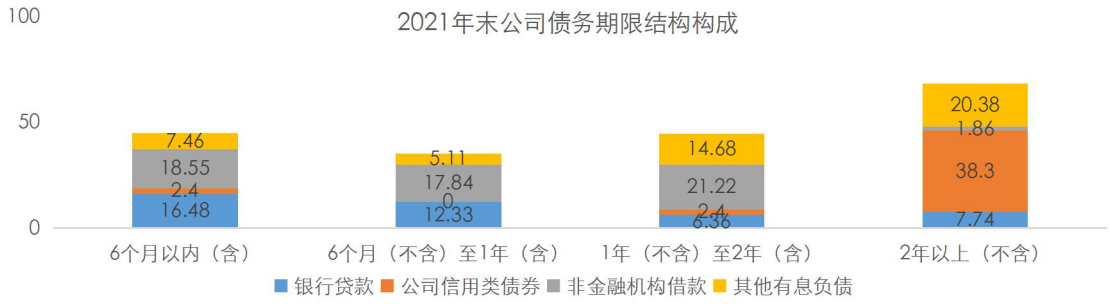
数据来源：公开资料，东方金诚整理

跟踪期内，公司全部债务继续增加，短期有息债务占比很高，集中兑付压力较大；公司外担保余额规模很大，存在一定的代偿风险

跟踪期内，公司全部债务规模继续增长，资产负债率与全部债务资本化比率整体维持较高水平。公司债务主要由信托等非标融资、银行借款和应付债券构成。2021 年末，公司短期有息债务占全部债务的比重为 48.94%，占比很高，公司面临较大的集中兑付压力。

截至 2021 年末，公司债务期限结构如下表所示。其中，公司 2022 年和 2023 年到期债务集中度很高。

图表 17　公司全部债务构成、债务期限结构及债务指标情况（单位：亿元）



科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
短期有息债务	59.20	106.11	110.47
长期有息债务	120.36	109.19	113.77
全部债务	**179.56**	**215.31**	**224.24**
资产负债率（%）	68.47	66.21	60.85
全部债务资本化比率(%)	66.79	64.99	56.16

资料来源：公司审计报告及公司提供资料，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司对外担保余额为 91.21 亿元、对关联方担保余额为 112.14 亿元，合计 203.35 亿元，担保比率 116.16%，担保规模很大，未来存在一定的代偿风险。公司对外担保明细详见附件三。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，利润对财政补贴依赖程度仍然很高，公司盈利能力较

弱

跟踪期内，公司营业收入保持增长，主要来自基础设施和安置房建设、土地开发整理、贸易以及蒸汽业务收入。受财务费用大幅增加影响，公司期间费用规模大幅增长，对营业收入形成一定的侵蚀。同期，公司利润总额略有增长，其中补贴收入占利润总额的比重为 98.41%，利润总额对财政补贴依赖程度很高。从盈利能力指标来看，公司总资本收益率、净资产收益率均较低，整体盈利能力较弱。

图表 18　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	23.60	36.71	38.54
营业利润率	12.17	11.93	10.65
期间费用	2.70	4.66	9.09
利润总额	2.64	2.36	2.54
财政补贴	2.22	2.44	2.51
总资本收益率	4.45	4.88	2.99
净资产收益率	1.98	1.51	1.02

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司经营性现金流由净流出转入小额净流入，投资性现金流形成大额净流出，资金来源仍对筹资活动的依赖较大

跟踪期内，公司经营活动现金流由净流出转为小额净流入状态，其中经营活动现金流入主要是收到的基础设施项目、安置房及土地开发整理结算款、贸易货款、财政补贴和往来款；经营活动现金流出主要是公司支付的工程款、贸易货款以及往来款。

投资活动现金流方面，公司投资活动现金流入主要为收回投资和取得投资收益形成的现金流入，公司投资活动现金流出系对外投资形成。

筹资活动现金流方面，公司筹资活动现金流入主要为发行债券、金融机构借款和吸收投资所收到的现金及往来款，公司筹资活动现金流出主要用来偿还债务本息、支付票据保证金及用于筹资质押的定期存单等；筹资活动现金流持续净流入，公司资金对筹资活动的依赖较大。

图表 19　公司现金流情况（单位：亿元）

科目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入	20.76	46.20	67.14
现金收入比（%）	74.48	96.13	92.36
经营活动现金流出	103.75	69.09	66.80
投资活动现金流入	3.49	1.14	13.89
投资活动现金流出	1.87	1.94	33.25
筹资活动现金流入	140.52	102.34	151.71
筹资活动现金流出	53.60	81.29	126.24
期末现金及现金等价物余额	5.56	-2.64	6.44

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

偿债能力

公司作为泰兴市重要的基础设施建设主体，基础设施建设、土地开发整理及安置房建设业务具有较强的区域专营性，在资产划拨和财政补贴等方面得到了股东及相关各方的有力支持，综合偿债能力仍很强

从短期偿债能力来看，公司流动比率和速动比率较高，但资产中变现能力较弱的存货、应收账款和其他应收款占比较高，资产流动性较弱，现金比率有所波动且受限资金占比较高，流动资产对流动负债的保障能力较为一般。

从长期偿债能力来看，2021 年末，公司长期债务水平仍较高；EBITDA 对全部债务的覆盖程度较低。公司经营性现金流债务的保障程度较弱。

图表 20　公司偿债能力指标

科目	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年（末）
流动比率（%）	373.90	213.42	204.35
速动比率（%）	251.91	151.15	173.84
现金比率（%）	29.04	29.40	26.81
货币资金/短期有息债务（倍）	0.35	0.34	0.38
经营现金流动负债比率（%）	-117.53	-18.88	0.21
全部债务/EBITDA（倍）	13.28	12.85	16.45

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司共获银行授信额度 87.94 亿元，其中已使用授信额度 47.79 亿元。

公司作为泰兴市重要的基础设施建设主体，基础设施建设、土地开发整理及安置房建设业务具有较强的区域专营性，在资产划拨及财政补贴等方面得到了股东及相关各方的有力支持。东方金诚认为，公司综合偿债能力很强。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（授信机构版），截至 2022 年 5 月 17 日，公司本部未结清贷款中无关注类或不良/违约类信息记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发

行的各类债务融资工具均已按期支付到期本息。

抗风险能力

基于对泰州市及泰兴市地区经济及财政实力、公司业务的区域专营优势、股东及相关各方给予的支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

增信措施

中鑫投资为“21 泰兴成兴小微债/21 泰兴债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中鑫投资综合财务实力很强，提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有较强的增信作用

中鑫投资是泰兴市政府授权泰兴市国资办[12]作为出资人于 2019 年 12 月 13 日成立的国有独资公司，初始注册资本为人民币 20.00 亿元。截至 2021 年 3 月末，中鑫投资注册资本为人民币 20.00 亿元，实缴资本 20.00 亿元，泰兴市国资办为公司唯一股东，泰兴市政府为公司实际控制人。

中鑫投资是泰兴市重要的基础设施建设主体，主要从事泰兴市内所有园区（江苏省泰兴经济开发区、江苏泰兴黄桥经济开发区、江苏省泰兴高新技术产业开发区、泰兴虹桥工业园、泰兴市城区工业园区和泰兴市农产品加工园区）的基础设施建设、土地开发整理及安置房等业务，同时从事贸易及污水处理等业务。

外部支持方面，中鑫投资作为泰兴市重要的基础设施建设主体，在资产划拨、财政补贴等方面得到了股东及相关各方的大力支持。

近年来，中鑫投资在整合泰兴市原有园区的基础设施建设主体上成立，子公司主要从事泰兴市园区基础设施建设、土地开发整理和安置房建设等业务，同时从事贸易及污水处理等业务。中鑫投资营业收入主要来自合并范围内子公司的基础设施建设、土地开发整理和贸易销售，近年来营业收入增长较快，综合毛利率水平较为稳定。

近年来，中鑫投资资产规模逐年大幅增长，流动资产占资产总额的比例逐年提高。中鑫投资流动资产由存货、应收账款、货币资金和其他应收款构成；2020 年末，中鑫投资所有者权益逐年上升。2020 年末，中鑫投资实收资本增长至 20.00 亿元；资本公积主要是由泰兴市各园区政府注入中鑫投资子公司的资本金、划拨股权、土地使用权等资产形成。

近年来，中鑫投资流动负债保持增长，以一年内到期的非流动负债、其他应付款、应付账款和短期借款为主。全部债务方面，近年来，中鑫投资全部债务规模增长较快，以长期有息债务为主，债务结构趋于长期化，中鑫投资全部债务主要由银行借款、融资租赁借款和应付债券构成。中鑫投资债务率整体维持较高水平。

综上所述，东方金诚评定中鑫投资主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。中鑫投资综合财务实力很强，为“21 泰兴成兴小微债/21 泰兴债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有较强的增信作用。

[12] 2020 年 4 月 26 日，泰兴市国有资产管理委员会办公室更名为为泰兴市人民政府国有资产监督管理办公室

结论

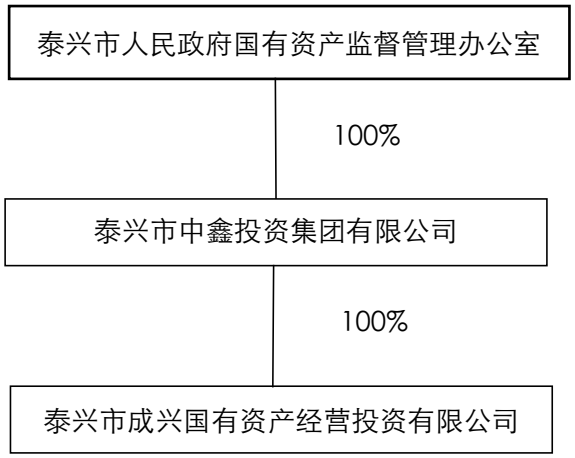
东方金诚认为，跟踪期内，泰兴市地区经济保持增长，经济实力仍较强；公司主要负责泰兴经济开发区内基础设施和安置房建设、土地开发整理等业务，相关业务区域专营性较强；公司作为泰兴市重要的基础设施建设主体，在增资和财政补贴等方面继续得到股东及相关各方的有力支持；中鑫投资综合财务实力很强，为“21 泰兴成兴小微债/21 泰兴债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有较强的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，公司流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高，资产流动性较弱；公司全部债务规模持续增加，短期有息债务占比很高，集中兑付压力较大；公司外担保余额规模很大，存在一定的代偿风险；公司资金来源对筹资活动的依赖较大。

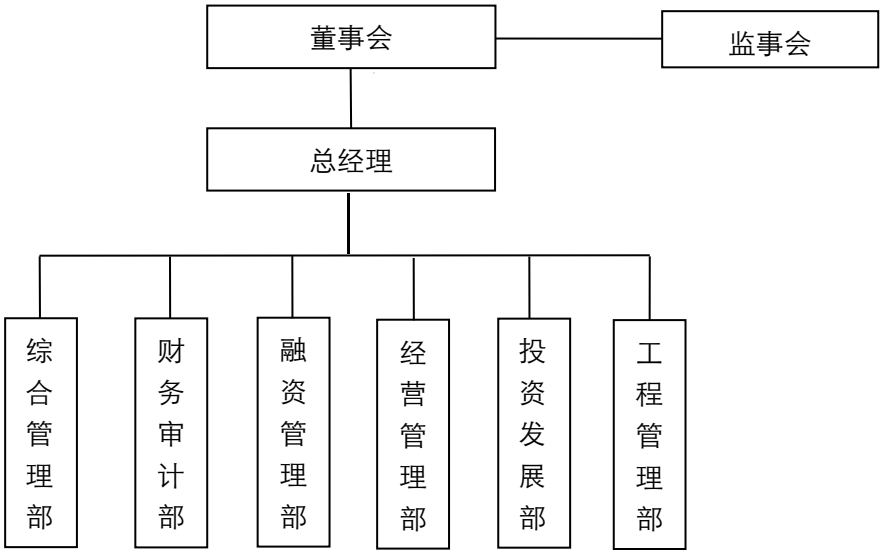
综上所述，公司主体信用风险很低，偿还债务的能力很强，“21 泰兴成兴小微债/21 泰兴债”到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2021 年末公司股权结构和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：截至 2021 年末公司纳入合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	取得方式	业务性质
江苏苏中沿江化工物流经营发展有限公司	100.00	购买	承办海运、陆运、空运进出口货物的国际运输代理业务；道路普通货物运输、一般货物仓储
泰兴市成兴置宝建材销售有限公司	85.00	新设	建筑材料、金属材料等批发零售
泰兴市滨江污水处理有限公司	100.00	政府注入	污水处理；再生水资源回收利用
泰兴市瑞泰投资开发有限公司	100.00	现金出资	教育投资、建设项目投资、房地产开发经营等
泰兴市成兴青山环保有限公司	51.00	现金出资	处理船舶洗舱废水、废酸、废碱等
泰州联泰化学科技有限公司	90.00	现金出资	科技推广和应用服务；生物化工产品技术研发等
泰兴市滨江瑞康医疗管理有限公司	90.00	现金出资	医疗管理服务
泰兴市创源建设有限公司	90.00	现金出资	公共基础设施建设、投资、开发等
泰兴市恒瑞供热管理有限公司	51.00	购买	蒸汽管道运输；管廊、管线建设、租赁服务；蒸汽、工业气体销售等
泰州市瑞江物流贸易有限公司	100.00	现金出资	蒸汽管道运输；管廊、管线建设、租赁服务；蒸汽、工业气体销售等
泰州市朝明物流有限公司	100.00	购买	普通货运、货物专用运输(集装箱)；承办水运、陆运货物的运输代理；一般货物仓储；停车场管理服务。
泰兴市康达环境检测技术有限公司	100.00	现金出资	环境监测、作业场所监测、公共场所监测、水质监测、工程质量监测等
泰州市成兴环境检测技术有限公司	51.00	现金出资	环境监测、作业场所监测、公共场所监测、水质监测、工程质量监测等
泰兴市滨江管网工程有限公司	100.00	尚未出资	各类工程建设活动
泰兴市成兴循环经济产业园投资发展有限公司	85.00	现金出资	房地产开发经营；各类工程建设活动等
泰兴市成兴表面处理科技有限公司	85.00	尚未出资	金属制品研发等
泰兴市福泰创业孵化管理有限公司	100.00	现金出资	创业空间服务；商业综合体管理服务等
泰兴市瑞江百草堂医药有限公司	90.00	现金出资	药品零售；医疗器械、卫生材料、医疗设备的销售
泰兴市瑞江物业管理有限公司	90.00	尚未出资	物业管理、养老服务、房屋租赁
泰兴市成兴固废处置有限公司	45.90	现金出资	医疗与工业废弃物（含污泥）处理（含焚烧）及综合利用等
泰兴市成兴固废集储中转有限公司	90.00	现金出资	危险废物经营；道路货物运输（不含危险货物）；道路货物运输（含危险货物）等

附件三：截至 2021 年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保人	担保余额	被担保方性质
关联方担保		
江苏黄桥污水处理有限公司	19739.61	-
江苏江天农业科技发展有限公司	10000	-
江苏七彩特色小镇发展有限公司	1000	-
江苏润江农业开发有限公司	4500	-
江苏新源农产品发展有限公司	6130	-
泰兴市滨江港口开发有限公司	151742.36	-
泰兴市城东绿化工程有限公司	7149.96	-
泰兴市丰鑫农业发展有限公司	41150	-
泰兴市港口集团有限公司	88267.33	-
泰兴市虹桥新农村建设有限公司	31924	-
泰兴市虹桥园工业开发有限公司	206850	-
泰兴市虹桥中剑污水处理有限公司	44553.91	-
泰兴市虹兴标房建设有限公司	6150	-
泰兴市虹越水利建设开发有限公司	8650	-
泰兴市华瑞集体资产管理有限公司	900	-
泰兴市黄桥新农村建设有限公司	16563	-
泰兴市金燕仓储有限公司	20723.9	-
泰兴市襟江投资有限公司	96333.96	-
泰兴市瑞丰农业发展有限公司	2000	-
泰兴市瑞恒热力有限公司	108416.83	-
泰兴市润嘉控股有限公司	9900	-
泰兴市泰瑞航科技发展有限公司	18006.22	-
泰兴市天星洲开发投资有限公司	16816.25	-
泰兴市通泰管廊科技有限公司	27000	-
泰兴市新源农产品加工投资发展有限公司	7000	-
泰兴市兴盛资产投资有限公司	16859.99	-
泰兴市智光环保科技有限公司	136394.67	-
泰兴市智光停车场建设管理有限公司	5363.94	-
泰州市利民房地产开发有限公司	5000	-
泰州市中天环境科技有限公司	6294.07	-
合计	**1121380**	-
非关联方担保		
江苏虹桥港口开发有限公司	38900.46	集体企业
江苏虹越市政工程有限公司	3000	集体企业
江苏黄桥文化旅游发展有限公司	6957.25	国有企业
江苏金禾建设工程有限公司	8500	民营企业
江苏钧丰木业发展有限公司	5000	国有企业
江苏双华农业发展有限公司	35500	国有企业

被担保人	担保余额	被担保方性质
江苏新源仓储有限公司	38525.59	国有企业
江苏新竹仓储有限公司	400	国有企业
江苏鑫润沣港口服务有限公司	1000	国有企业
江苏鑫天晨建筑安装工程有限公司	8000	国有企业
江苏耀隆建设工程有限公司	4500	国有企业
江苏源隆机械设备制造有限公司	5000	国有企业
江苏源清环保科技有限公司	5919.46	国有企业
泰兴市滨江管廊建设有限公司	270795.82	国有企业
泰兴市滨江新农村建设发展有限公司	101730.09	国有企业
泰兴市城市投资发展集团有限公司	15000	国有企业
泰兴市东城水处理工程有限公司	9131.7	国有企业
泰兴市虹桥城市综合管廊建设有限公司	10000	国有企业
泰兴市虹桥临港产业投资有限公司	11624.94	国有企业
泰兴市虹桥镇建设综合开发有限公司	9894	国有企业
泰兴市黄桥公园经营管理有限公司	930	国有企业
泰兴市黄桥市政工程公司	10000	-
泰兴市江桥投资建设发展有限公司	32326.67	国有企业
泰兴市交通产业（集团）有限公司	171725.59	国有企业
泰兴市培鑫投资发展有限公司	450	国有企业
泰兴市汽车运输有限公司	5000	国有企业
泰兴市荣泰农业发展有限公司	400	民营企业
泰兴市曙泰机械配件制造有限公司	2900	国有企业
泰兴市双华经贸发展有限公司	9900	国有企业
泰兴市双越投资有限公司	5000	集体企业
泰兴市苏中批发城	2000	国有企业
泰兴市万融贸易有限公司	1000	国有企业
泰兴市兴黄污水处理有限公司	890	国有企业
泰兴市沿江化工（集团）有限公司	5500	国有企业
泰兴市泽泰信息技术有限公司	1000	国有企业
泰兴市长江新农村建设开发有限公司	48712	集体企业
泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司	25000	国有企业
合计	**912113.57**	-

附件四：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年（末）
主要财务数据（亿元）			
资产总额	283.15	343.36	447.14
其中：存货	86.14	75.48	47.54
其他应收款	132.55	107.03	180.13
货币资金	20.50	35.64	41.78
应收账款	23.61	27.91	2.36
负债总额	193.87	227.35	272.08
全部债务	179.56	215.31	224.24
其中：短期有息债务[13]	59.20	106.11	110.47
所有者权益	89.28	116.01	175.06
营业收入	23.60	36.71	38.54
利润总额	2.64	2.36	2.54
经营活动产生的现金流量净额	-82.99	-22.89	0.33
投资活动产生的现金流量净额	1.62	-0.80	-19.35
筹资活动产生的现金流量净额	86.92	21.05	25.47
主要财务指标			
营业利润率（%）	12.17	11.93	10.65
总资本收益率（%）	4.45	4.88	2.99
净资产收益率（%）	1.98	1.51	1.02
现金收入比率（%）	74.48	96.13	92.36
资产负债率（%）	68.47	66.21	60.85
长期债务资本化比率（%）	57.41	48.49	39.39
全部债务资本化比率（%）	66.79	64.99	56.16
流动比率（%）	373.90	213.42	204.35
速动比率（%）	251.91	151.15	173.84
现金比率（%）	29.04	29.40	26.81
经营现金流动负债比率（%）	-117.53	-18.88	0.21
全部债务/EBITDA（倍）	13.28	12.85	16.45

[13] 不含应付票据

附件五：中鑫投资主要财务数据及指标

项目名称	2018 年（末）	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年 3 月(末)
主要财务数据（亿元）				
资产总额	688.26	949.31	1152.59	1219.79
负债总额	452.30	629.39	706.14	766.75
全部债务	368.24	543.40	619.20	-
其中：短期债务	154.70	206.14	334.15	-
所有者权益	235.96	319.92	446.45	453.04
营业收入	93.68	111.62	145.65	39.95
利润总额	10.55	10.12	11.13	4.06
经营活动产生的现金流量净额	-17.78	-126.92	-67.25	9.96
投资活动产生的现金流量净额	-8.62	-3.91	-33.68	0.90
筹资活动产生的现金流量净额	1.81	149.87	94.95	23.53
主要财务指标				
营业利润率（%）	8.43	9.38	9.49	8.61
总资本收益率（%）	4.82	2.47	2.77	-
净资产收益率（%）	4.18	2.78	2.29	-
现金收入比率（%）	92.20	91.00	91.82	94.50
资产负债率（%）	65.72	66.30	61.27	62.86
长期债务资本化比率（%）	47.51	51.32	38.97	-
全部债务资本化比率（%）	60.95	62.94	58.11	-
流动比率（%）	257.06	290.71	232.05	251.56
速动比率（%）	142.94	188.00	142.07	152.79
现金比率（%）	34.76	37.92	31.74	40.46
经营现金流动负债比率（%）	-7.56	-43.93	-15.99	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.07	0.53	0.49	-
全部债务/EBITDA（倍）	11.70	22.07	18.94	-

附件六：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
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-税金及附加）/营业收入×100%
总资本收益率（%）	（净利润+利息费用）/（所有者权益+全部债务）×100%
净资产收益率（%）	净利润/所有者权益×100%
现金收入比率（%）	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
资产负债率（%）	负债总额/资产总额×100%
长期债务资本化比率（%）	长期有息债务/（长期有息债务+所有者权益）×100%
全部债务资本化比率（%）	全部债务/（全部债务+所有者权益）×100%
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%
现金比率（%）	货币资金/流动负债合计×100%
担保比率（%）	担保余额/所有者权益×100%
经营现金流动负债比率（%）	经营活动产生的现金流量净额/流动负债合计×100%
EBITDA 利息倍数（倍）	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA（倍）	全部债务/EBITDA

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务
短期有息债务=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+其他短期有息债务
全部债务=长期有息债务+短期有息债务
利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件七：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	偿还债务能力极强，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

注：除 AAA 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。