

信用等级公告

联合[2019]195号

泰州凤城河建设发展有限公司：

联合信用评级有限公司通过对泰州凤城河建设发展有限公司主体长期信用状况和发行的 2019 年第一期公司债券进行了主动评级，确定：

泰州凤城河建设发展有限公司主体长期信用等级为 AA+_{pi}，评级展望为“稳定”

泰州凤城河建设发展有限公司发行的 2019 年第一期公司债券信用等级为 AA+_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年二月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2019年第一期泰州凤城河建设发展有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级: AA+pi

公司主体信用等级: AA+pi

评级展望: 稳定

发行规模: 4.00 亿元

债券期限: 7 年

还本付息方式: 按年付息, 在债券存续期的第 3 至 7 个计息年度末每年偿付 20% 的债券本金

评级时间: 2019 年 2 月 12 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	128.06	142.83	230.55
所有者权益 (亿元)	71.60	74.92	110.32
长期债务 (亿元)	33.30	39.84	76.51
全部债务 (亿元)	51.01	62.85	87.51
营业收入 (亿元)	9.26	9.31	10.63
净利润 (亿元)	3.08	3.12	5.28
EBITDA (亿元)	3.29	3.39	6.15
经营性净现金流 (亿元)	0.04	1.12	-15.44
营业利润率 (%)	10.91	11.52	34.25
净资产收益率 (%)	4.96	4.26	5.70
资产负债率 (%)	44.09	47.55	52.15
全部债务资本化比率 (%)	41.60	45.62	44.23
流动比率 (倍)	3.89	4.92	4.70
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	0.05	0.07
EBITDA 利息倍数 (倍)	-	11.04	-
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.82	0.85	1.54

注: 1、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 除特别说明外, 均指人民币; 2、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对泰州凤城河建设发展有限公司 (以下简称“凤城河建发”或“公司”) 的评级反映了公司作为泰州市凤城河旅游基础设施建设主体, 营业收入和利润水平不断增长, 资产规模快速提升, 2018 年获得泰州市国资委大规模增资, 近年来在资本注入、财政补贴和专项款方面获得了有力的外部支持。同时, 联合评级也关注到, 公司利润总额对政府补贴依赖性强、有息债务规模快速增加、资产流动性弱等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

目前, 公司承建的泰州市级重点项目已开工建设, 且自 2018 年起公司承接兴化市基础设施建设项目, 随着未来公司业务范围的拓展, 公司经营性收入有望增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

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

2. 2018 年泰州市国资委对公司进行大规模增资, 公司在资本注入、财政补贴及专项款方面得到了有力的外部支持。

3. 近年来公司营业收入和利润水平不断增长, 资产规模快速提升。

4. 2017 年起, 公司的业务范围由凤城河景区扩大到泰州市及其下辖县, 公司成为泰州市文化旅游基础设施建设的重要主体, 并参与泰州市重大项目建设。

关注

1. 公司应收类款项主要系应收泰州市旅游局款项，2017 年大幅增长，对公司资金形成占用，资产流动性较弱。

2. 公司 2017 年投资性房地产中土地评估增值较高，资产以土地使用权、开发成本和往来款为主，且近年来往来款增加较多，资产质量一般。

3. 公司 2017 年债务规模快速增长，整体债务负担加重。

4. 公司利润总额对政府补贴依赖性较强，盈利能力较弱。

分析师

陈 茵

电话：010-85172818

邮箱：cheny@unitedratings.com.cn

杨廷芳

电话：010-85172818

邮箱：yangtf@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

泰州凤城河建设发展有限公司（以下简称“公司”）是由泰州市凤城河风景区投资管理中心（以下简称“管理中心”）于 2007 年 6 月 18 日成立的国有独资公司。管理中心为隶属于泰州市凤城河风景区管理委员会（以下简称“凤城河管委会”）的事业单位，负责凤城河风景区开发、建设和管理。公司初始注册资本 3,000 万元，后经数次增资，注册资本及实收资本均增至 27.88 亿元。2017 年 9 月，公司股东变更为泰州市国有资产监督管理委员会（以下简称“泰州市国资委”）。2018 年 2 月 23 日，公司注册资本增至 57.88 亿元，增资款已于 2018 年 9 月全部到位。截至 2018 年 9 月底，公司控股股东及实际控制人均为泰州市国资委，注册资本和实收资本均为 57.88 亿元。

公司经营范围：资产经营运作、建设工程管理服务、旅游项目经营管理服务、物业管理、房地产中介服务（不含评估）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2017 年底，公司合并范围内二级子公司 5 家，三级子公司 1 家；公司本部下设行政办公室、投资发展部、财务部、规划建设部和企划部等 8 个职能部门；本部在职人员 75 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 230.55 亿元，负债合计为 120.23 亿元，所有者权益 110.32 亿元，其中归属于母公司所有者权益 110.29 亿元。2017 年公司实现合并营业收入 10.63 亿元，净利润 5.28 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 5.28 亿元¹；经营活动产生的现金流量净额-15.44 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.07 亿元。

公司注册地址：泰州市东南园 10 号；法定代表人：马文宁。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“2019 年第一期泰州凤城河建设发展有限公司公司债券”（以下简称“本期债券”），据《国家发展改革委关于江苏省泰州凤城河建设发展有限公司发行公司债券核准的批复》（发改企业债券【2017】111 号），公司已获准发行期限 7 年，规模不超过 19 亿元的公司债券。根据苏发改财金发【2018】260 号文件，国家发改委同意将本期债券核准文件延长至 2019 年 3 月 31 日。公司采用分期发行模式，已发行 2017 年第一期公司债券，规模 5.00 亿元；已发行 2018 年第一期公司债券，规模 10.00 亿元，由江苏省信用再担保集团有限公司提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保；本期债券，拟发行规模 4.00 亿元，期限 7 年。本期债券采用固定利率，按年付息。在债券存续期的第 3~7 个计息年度每年按照债券发行总额 20%的比例偿还本金。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途概况

本期债券筹集资金中 2.40 亿用于泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目（不含旅游配套酒店建设方案²，以下简称“募投项目”）、1.60 亿元用于补充营运资金。

募投项目位于泰州市凤城河沿岸，旨在美化凤城河及其沿岸景区形象，完善景区旅游配套设施，推进景区进一步的建设发展。本期募投项目总投资 20.58 亿元（由于募集资金不用于配套酒店投资，扣除配套酒店后投资总额为 16.45 亿元），于 2016 年 10 月开始建设，预计于 2019 年内全部建成，

¹ 净利润总额 52,782.43 万元，其中归属于母公司所有者净利润 52,780.20 万元。

² 项目可行性研究报告包含两个方案，考虑到公司国有独资的性质，方案一中项目建设中的旅游配套可能交由其他专业公司经营管理，方案二为本期债券募投项目，不包含该部分的投资及收益。

建设周期 24 个月。截至 2018 年 9 月底，已投资 13.01 亿元。

(1) 募投项目简介

环境整治及生态修复工程

募投项目拟对凤城河部分河段进行整治，需整治的河段总长度为 4,900 米，募投项目需清淤土 1,078,000 立方米，驳岸 7,400 米；改造给水、雨水、污水、通讯和供电管网共计 204,000 米；改造募投项目区域内的绿化面积 388,400 平方米；新建沿岸慢行系统 46,900 平方米；完善凤城河沿岸的景观小品和亮化工程；同时，募投项目在建设过程中，需有偿征收 154 户沿岸居民房屋，征收房屋面积共计 11,401 平方米。房屋征收完成后，其土地主要用于慢行系统的建设工程以及景区内停车场的改扩建工程。

景区功能完善及提升工程

工程将完善“水上巴士”航线，总航程由 3.5 公里增加至 11.12 公里，新增水上巴士 10 艘，新建停靠码头 5 处；新增观光画舫 10 艘，休闲游艇 20 艘；按照国家 5A 级景区标准，对景区范围内的 11 处停车场进行改扩建工程，停车场改扩建面积共计 82,300 平方米，设置机动车车位 2,010 个，设置电动车充电桩 600 个；改造景区内 18 座景观桥；实施柳敬亭公园完善工程，改造面积约 4,500 平方米；新建三处演艺展台，三处展品分别设有座位 160 个，共有座位 480 个；在西凤城河沿岸新建旅游商业街一条，商业街规划用地面积 30,000 平方米（约 45 亩），建筑面积 46,200 平方米。

(2) 募投项目批复情况

募投项目已取得批复如下：

表 1 本期募投项目批复情况

批复文件名称	文件号	批复单位	批复日期
《关于对泰州凤城河建设发展有限公司泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目环境影响报告书的批复》	(泰环审【2016】18号)	泰州市环境保护局	2016年6月22日
《关于泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目节能登记表备案的通知》	泰发改能备【2016】第8号	泰州市发展和改革委员会	2016年7月8日
《关于古城河生态修复及旅游功能提升项目规划方案审核意见(选址意见)》	(泰规函【2016】30号)	泰州市规划局	2016年7月26日
《关于古城河生态修复及旅游功能提升项目用地预审意见的函》	泰国土资函【2016】86号	泰州市国土资源局	2016年8月22日
《关于泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目可行性研究报告的批复》	泰发改发【2016】271号	泰州市发展和改革委员会	2016年9月6日

资料来源：公司提供

(3) 经济效益及社会效益

本期债券偿债资金来源于公司自身营运资金以及募投项目预期收入。募投项目建成后将以各类游船收入、门票收入、停车场收入、商业街房屋销售收入及物业管理收入等方式获得投资收益。债券存续期内，募投项目共计可得各类收入 313,215.5 万元，扣减自营募投项目的经营成本及各类税金支出，共计可得偿债金额 234,428.57 万元（不含建设期）。募投项目的建设将全面改善泰州市老城区的生态面貌，促进土地资源的开发利用，提高凤城河风景区旅游资源利用效率，拉动泰州旅游业的发展。

三、行业分析

公司主要负责凤城河风景区基础设施建设和景区运营，下述行业分析将围绕基础设施建设行业进行分析。

1. 行业概况

城市基础设施建设包括机场、火车、地铁、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物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

中国目前基础设施还比较薄弱，在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速地发展。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了許多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。2017 年，我国政府以供给侧结构性改革为主线，以“三去一降一补”五大重点任务为抓手，出台一系列政策措施，经济稳健发展；全年实现国内生产总值 82.71 万亿元，同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来经济增速首次回升。2017 年，全社会固定资产投资总额继续增长，但投资增速放缓。2017 年，全国固定资产投资额完成 64.12 万亿元，同比增长 7.0%，增速较上年下降 0.90 个百分点。2017 年固定资产投资额（不含农户）完成 63.17 万亿元，同比增长 7.2%；其中，第一产业投资 2.09 万亿元，同比增长 11.8%，增速同比下降 9.3 个百分点；第二产业投资 23.58 万亿元，同比增长 3.2%，增速较上年下降 0.3 个百分点；第三产业投资 37.50 万亿元，同比增长 9.5%，增速同比下降 1.4 个百分点。2017 年，全国基础设施建设投资继续高位运行，同比增长 14.93%，但增速较上年继续下降 0.78 个百分点。

图 1 2011~2017 年我国基础设施建设投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的水利水电、能源交通、环保市政等基础设施建设工程也将加快建设步伐。

总体看，2017 年我国经济整体企稳向好，基础设施建设投资仍保持高位，但增速较上年进一步回落，在融资环境趋严的形势下，基础设施建设投资增速或将继续面临下行压力。

2. 行业政策

近年来，我国愈发重视城市基础设施建设。十八大报告指出要推动城乡发展一体化，通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2016年8月，发改委发布了《国家发展改革委关于切实做好传统基础设施领域政府和社会资本合作有关工作的通知》（发改投资【2016】1744号）（以下简称“《通知》”），《通知》提出PPP项目政府主管部门职责分工已经明确，并针对PPP项目社会资本参与度不高问题提出了建立合理回报机制和构建多元退出机制等政策部署，推进对政府支持、价格改革、合理回报机制、退出机制等途径的探索，多重举措有利于增强PPP项目对社会资本的吸引力。

2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预【2017】50号）（以下简称“50号文”），该文要求尽快组织一次地方政府及其部门融资担保行为摸底排查，督促相关部门、市县加强与社会资本方的平等协商，依法完善合同条款，分类妥善处置，全面改正地方政府不规范的融资担保行为。上述工作应当于2017年7月31日前清理整改到位。50号文提出，进一步健全信息披露机制，融资平台公司在境内外举债融资时，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能，并明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。

2017年5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预【2017】87号）（以下简称“87号文”），87号文要求政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开等。87号文明确禁止地方政府以政府购买服务变相融资，总体实现了对大部分违法违规融资行为的政策全覆盖，但对政府购买服务界限的划定与原有政策存在一定冲突，相关细则有待进一步明确。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金【2018】194号，以下简称“194号文”），对企业债的申报进行了规范，要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度；严禁将公立学校等公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩；严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资；稳步推动融资平台公司市场化转型等。

“194号文”的规定进一步强调将城投公司信用与政府信用相隔离，并对城投企业的资产范围进行

严格界定，并进一步禁止其变相违规融资，或将增加城投公司发行企业债融资的难度。

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

此外，政府鼓励地方政府通过多种新型方式依法合规发行地方政府债券，目前地方政府可通过发行一般政府债券、土地储备专项债券（财预《62号文》）、收费公路专项债券（财预《97号文》）以及其他专项债券（财预《89号文》）的方式进行融资。此外，财预《210号文》鼓励地方政府出资设立投资基金，以单独出资或与社会资本共同出资设立，采用股权投资等市场化方式，引导社会资本投资经济社会发展的重点领域和薄弱环节，支持相关产业和领域的发展。

总体看，政府密集出台规范基础设施建设投融资的相关政策，行业监管明显趋严；政府投融资平台公司的政府融资职能将逐渐剥离、企业债务与地方政府性债务逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。

3. 行业关注

（1）代建项目回收结算周期长，受当地政府财政收支影响大，城投公司流动资金压力大

代理政府建设的基础设施项目受到当地政府财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点，因此地方政府投融资平台通常高负债运营，而政府支付资金的进度往往滞后，城投公司面临较大的流动资金压力。

（2）经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业影响较大。

（3）2017年以来行业监管日益趋严，城投公司的融资环境趋于紧张

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

4. 行业发展

我国城镇化水平仍有进一步提高的空间，将促进我国基础设施建设投资继续增长。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较上年底提高1.17个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来仍有很大上升空间，城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

近年来，在政府投融资平台与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，未来政府投融资平台的信用风险将逐步出现两极分化，能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的政府投融资平台公司，其发展及信用基本面将得到支撑；同时，区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险或将增大。

总体看，我国基础设施建设仍有发展空间；政府投融资平台逐步出现两极分化，经营性现金流

良好、有条件的平台将获得更多金融机构支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整、转型、重组或关闭的风险。

5. 区域经济环境分析

凤城河风景区隶属于泰州市，泰州市地处江苏省中部、长江沿岸，为长三角经济区 16 座中心城市之一，现辖 3 个县级市、3 个区，全市总面积 5,787 平方公里，常住人口 507 万人。

根据近三年来泰州市国民经济和社会发展统计公报数据显示，泰州市地区生产总值分别为 3,655.53 亿元、4,101.80 亿元和 4,744.53 亿元，其中 2017 年较上年增长 8.2%，增速居全省首位。2017 年，泰州市实现第一产业增加值 264.08 亿元，较上年增长 2.8%；第二产业增加值 2,238.13 亿元，较上年增长 7.3%；第三产业增加值 2,242.32 亿元，较上年增长 10.0%。2017 年，泰州市三次产业结构调整 为 5.6:47.1:47.3。按常住人口计算，2017 年，泰州市人均地区生产总值为 102,058 元，较上年增长 8.1%。2017 年，泰州市三大战略性主导产业产值较上年增长 16.1%，其中生物制药及高性能医疗器械产值较上年增长 18.4%，高端船舶及海工装备产值较上年增长 3.9%，新能源和节能环保产值较上年增长 25.5%。

2017 年，泰州市完成固定资产投资 3,623.33 亿元，较上年增长 14.5%。其中一产投资 5.50 亿元，较上年下降 19.6%；二产投资 2,310.71 亿元，较上年增长 17.7%；三产投资 1,307.12 亿元，较上年增长 9.4%。

2018 年前三季度，泰州市经济平稳运行，实现地区生产总值 3,652.91 亿元，增长 6.5%，增速较上半年回落 0.8 个百分点。其中，第一产业实现增加值 130.69 亿元，同比增长 2.6%；第二产业实现增加值 1,881.56 亿元，同比增长 6.5%；第三产业实现增加值 1,640.66 亿元，同比增长 6.7%。泰州市实现社会消费品零售总额 956.14 亿元，同比增长 7.8%。

2015~2017 年，泰州市地方一般公共预算收入逐年增长，分别为 316.56 亿元、321.18 亿元和 343.97 亿元；2017 年，泰州市国有土地使用权出让收入 175.41 亿元，同比增长 6.98%。2017 年，泰州市一般公共预算支出 467.79 亿元，同比增长 4.2%。其中公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出、医疗卫生与计划生育支出合计 195.36 亿元，占一般公共预算支出的 41.76%，财政支出弹性较好。截至 2017 年底，泰州市本级地方政府一般债务余额 89.46 亿元，占当年地方政府一般债务余额限额的 84.87%。

2018 年 1~9 月，泰州市完成一般公共预算收入 277.48 亿元，同比增长 9.0%。

总体来看，近年来泰州市经济迅速发展、产业结构日臻合理，为区域内相关产业的发展提供了有力支撑，财政实力稳步增强，未来泰州市城市综合实力有望继续增强，发展前景良好。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

2017 年之前，公司作为凤城河景区重要的基础设施建设主体，区域竞争优势明显。2017 年，凤城河管委会撤销以后，公司股东变更为泰州市国资委，并与泰州市旅游局重新签订代建协议、与兴化市（隶属于泰州市）财政局签署战略合作协议，公司业务范围拓展到全市范围，公司实力得到进一步提升，作为泰州市文化旅游类基础设施建设主体，在泰州市具有一定的区域专营性。

总体看，公司未来作为泰州市文化旅游类基础设施建设主体，地位稳固，在区域范围内专营性较强。

2. 人员素质

截至 2018 年 9 月底，公司设董事长 1 人，总经理 1 人，高级管理人员 2 人。

张涛先生，1970 年 10 月出生，中共党员。历任泰县（姜堰市）地方工业公司办事员，泰州市外经委工作人员、办公室主任助理，泰州经济开发区管委会办公室副主任，泰州经济开发区滨江工业园办事处副主任，泰州经济开发区管委会规划局局长、建设局局长，泰州市周山河街区管委会主任助理、副主任、工委委员。2013 年起，任泰州市旅游局局长、党组书记。2017 年 10 月起任公司董事长。

马文宁先生，1967 年 8 月出生。曾就职于泰州市市政工程管理处、泰州市建委城建科。历任泰州市城市基础设施公司副总经理、泰州市泰洁给排水管理有限公司经理。2010 年 10 月起任泰州市城市基础设施建设发展有限公司总经理，2017 年 11 月至今任公司法定代表人、总经理、董事。

截至 2018 年 9 月底，公司共有在职员工 75 人。按学历划分，本科及以上学历人员 30 人，其余为大专学历；按年龄划分，30 岁以下 20 人，30~50 岁 40 人，50 岁以上 15 人。

总体看，公司高管人员具有丰富的管理经验，员工岗位配置合理，基本能够满足公司业务经营需求。

3. 外部支持

2017 年 9 月公司股东变更前，公司作为泰州市凤城河景区重要的基础设施建设主体，在资本及资产注入、项目专项款、财政补贴等方面得到政府较大支持。股东变更后，公司获得了泰州市国资委在资本注入方面的大力支持。

（1）资本及资产注入

资本注入方面，2018 年 2 月 23 日，泰州市国资委对公司货币增资 30 亿元，增资款已于 2018 年 9 月全部到位。截至 2018 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 57.88 亿元。

资产注入方面，2015 年，凤城河管委会拨入购入土地款 10.65 亿元，将凤凰花园南侧土地返还款 5.19 亿元计入公司“资本公积”科目。2016 年，凤城河管委会拨入购入土地款 0.18 亿元。

（2）专项资金支持

2015 年，公司获得旅游发展资金 530 万元、2015 年度省级保障性住房建设引导资金 146 万元、中央财政城镇保障性安居工程专项资金 820 万元及泰州市区省级旅游业发展专项引导资金-凤城河景区 wifi 覆盖 3 万元；2016 年，公司获得省名牌产品（企业）奖励和孵化补贴共 8.6 万元；2017 年，公司获得泰州南山寺文化包装资金 278.97 万元，旅游项目专项基金 314.17 万元，上述项目款均计入“专项应付款”科目。

（3）财政补贴

2015~2017 年，公司收到泰州市政府补贴金额分别为 2.50 亿元、2.68 亿元和 3.01 亿元，分别计入“营业外收入”或“其他收益”科目。

总体看，受股东变更的影响，公司由凤城河景区基础设施建设主体扩大至泰州市旅游基础设施建设主体，业务范围得以扩大，区域竞争优势明显；2018 年泰州市国资委对公司进行货币增资，进一步增强了公司的资本实力，公司在资本注入、政府补贴等方面得到政府有力支持。

五、公司治理

1. 公司治理

根据《公司法》和相关法律、法规，公司制订了《公司章程》。

公司不设股东会，设有董事会、监事会和管理层，按照工作规则各司其职，各负其责。

董事会是公司的经营决策机构，成员 4 人，包含 1 名职工董事，由职工大会（或职工代表大会）民主选举产生或更换。董事任期 3 年，任期届满经委派或选举可连任，董事会设董事长 1 名，由董事会选举产生。公司设监事会，成员 5 名，职工监事 1 人，监事会主席由出资人选派。公司设总经理，由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；制定公司的具体规章；决定聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的负责管理人员。

总体看，公司目前治理结构能够满足公司正常运行，整体治理运行情况良好。

2. 管理体制

公司制定了一套旨在规范公司内部管理和外部服务的管理办法。

财务管理控制方面，公司建立了较为完善的财务管理制度，按照程序对管理费用以及开发建设费用等进行严格的内部审批，并规定了相应的审批权限，实施有效控制管理。

资金监管方面，公司设资金监管部，负责对公司投资项目的资金使用情况的监管。委派资金监管员跟踪实施的搬迁项目，负责对政府投资的搬迁项目资金使用情况的监管。

工程管理方面，公司设工程管理部，主要负责公司工程进度款的对外拨付工作。及时与具体负责基础工程建设（划红线、招投标、合同的签订、项目完工后的送审等）具体事项的住建局项目部沟通对接，保证资金的安全和工程的进度，确保投资资金发挥最大效能。

资产管理方面，公司设资产部，资产部根据公司的工作目标，认真负责地对公司所属资产进行调研分析，为领导提供决策依据。掌握房地产权证办理流程，负责依据国家法律法规做好公司房地产权证的变更、申领工作。

总体看，公司建立了一整套较好的管理制度，可满足公司日常经营管理的需要。

六、经营分析

1. 经营概况

2015~2017 年，公司营业收入稳步增长，分别为 9.26 亿元、9.31 亿元和 10.63 亿元。从收入构成来看，委托代建和旅游服务是公司营业收入主要来源，近三年来合计占比均超过 75%，受代建业务完工结算进度的影响，公司代建收入持续减少。同期，得益于景区内旅游设施的完工使用，旅游服务收入不断增加。2017 年，公司新增项目管理服务费收入 1.43 亿元，占当年营业收入的比重为 13.46%。

从毛利率水平看，公司整体毛利率快速增长。其中，受业务模式均为成本加成的影响，公司基础设施委托代建业务毛利率均未发生变化；房屋租赁业务毛利率波动较大，2017 年大幅提高，主要是因为 2017 年之前公司为吸引商户入驻在租金方面给予多项优惠，2017 年及以后租金单价恢复正常水平，从而租赁收入较以往年度大幅增加；项目管理服务因采用净额法进行收入确认，毛利率很高，2017 年为 99.28%；旅游服务毛利率维持在较高水平，2017 年为 83.34%，该板块盈利能力强。

表2 2015~2017年公司主营业务收入及毛利率情况(单位:万元、%)

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

资料来源:公司审计报告

总体看,公司营业收入保持增长,其中租赁收入因房租单价恢复正常水平得到较大提升;2017年新增的项目管理服务业务拉动整体毛利率的大幅提升,盈利能力显著增强。

2. 委托代建业务

公司承担凤城河内基础设施建设任务,2011年,根据公司与凤城河管委会签订的《关于凤城河风景区管理委员会所属建设工程项目投资建设开发协议》,资金自筹,项目完工后,公司将项目进行移交,凤城河管委会按照项目成本(工程成本及管理成本之和)加成12%支付公司建设开发资金,同时公司以该笔款项确认收入。因凤城河管委会于2017年底撤销,2018年5月起,公司与泰州市旅游局重新签署《市政基础设施项目集中委托建设协议》,公司负责承建泰州市文化旅游类市政基础设施项目,以成本加成模式确认收入,加成比例不低于10%。凤城河管委会撤销后,泰州市旅游局继承凤城河管委会在代建协议项下的全部权利义务,包括公司对凤城河管委会的应收款项。

会计处理上,2015年及以前公司代建项目成本计入“在建工程”,现金流体现在“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”,体现在投资活动现金流出;2016年以来,公司将代建项目成本全部调整计入“存货”科目,同时体现在经营活动现金流出。

表3 截至2018年3月底公司主要完工代建项目情况(单位:亿元)

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

资料来源:公司提供

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

表4 截至2018年3月底公司主要在在建代建项目情况(单位:亿元)

项目名称	总投资金额	已投资金额	拟回购金额
凤城河整治	34.43	15.64	38.56
凤城河二期		1.03	
凤城河三期		3.08	
西南城河综合整治		12.26	

三水湾二期	8.47	7.30	9.49
南山寺修复	3.49	1.82	3.91
古城河生态修复及旅游提升工程 ³	20.58	5.39	23.05
合计	66.97	46.52	75.01

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建的代建项目涉及景区规划红线范围内的道路修建、景观打造、绿化养护等，总投资 66.97 亿元，已完成投资 46.52 亿元，尚需投资 20.45 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司拟建项目总投资额 46.20 亿元，投资规模较大。公司在建拟建项目后续投资较高，存在一定资本支出压力。

表 5 截至 2018 年 5 月底公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额（估算）	2018年计划投资	截至2018年5月底已投资额
桃园提升改造工程	2.00	1.00	0.60
环河内环游步道工程	2.00	1.50	1.00
环河亮化工程	1.50	0.80	0.30
桥梁文化提升工程	1.30	0.40	0.20
盐税博物馆二期	2.00	1.00	0.60
滨河绿地广场提升改造	0.50	0.30	0.10
滨河城市建筑外立面改造	2.50	2.00	1.20
海军诞生地旧址恢复	2.60	1.00	0.60
海军文化园	30.00	4.50	0.90
南山寺建设工程	1.50	0.50	0.50
净因寺立面改造及配套提升	0.30	0.30	0.10
合计	46.20	13.30	6.10

资料来源：公司提供

总体看，公司代建、在建项目规模较大，未来收入较有保障，但资金回笼主要依赖项目结算进度，且公司拟建项目投资规模较大，公司未来面临较大资金压力。

3. 旅游业务

公司旅游业务收入主要来源凤城河景区门票、游船、餐饮服务和旅游纪念品销售等。2015~2017 年，公司旅游服务收入快速增长，2017 年为 1.15 亿元，较上年增长 187.50%。2017 年，随着凤城河旅游项目建设的逐步完善、旅游业务的逐步展开，旅游业务毛利率进一步提高，至 88.34%。

公司目前正在进行古城河（即凤城河）生态修复及旅游提升工程⁴，即本期债券募投项目。截至 2018 年 9 月底，计划总投资额 20.58 亿元，已投资 13.01 亿元。项目计划于 2019 年内完成投资，剩余投资 7.57 亿元，存在对外融资需求。

总体看，公司旅游业务收入快速增长，毛利率不断提升，未来随着景区旅游设施不断投入使用，该板块业务收入与有望进一步增加。

³ 该项目所统计对的投资额时间截点均为 2018 年 5 月。

⁴ 古城河生态修复及旅游提升工程为凤城河景区提升工程的一部分。项目原计划于 2018 年完工，由于企业债发行较晚导致资金到账延迟，故完工时间推后。

4. 房屋租赁

公司租赁收入主要来源于老街、三水湾街区以及柳园街区商铺出租。老街、三水湾街区和柳园街区商铺可出租面积分别为 1.37 万平方米、1.53 万平方米和 3.68 万平方米。2015~2017 年，公司租赁收入分别为 1,224.53 万元、1,066.68 万元和 8,258.86 万元；毛利率分别为-2.09%、-33.51%和 78.83%，2015~2016 年房屋租赁业务营业毛利率为负主要是由于商铺当年维护投入较大。随着公司租赁价格的提升及出租面积的增加，2017 年公司房屋租赁业务毛利率大幅增长。

总体看，公司房屋租赁业务收入波动增长，2017 年因租赁价格的提升和出租面积的增加，收入得到大幅增加，未来随着业务运营更加成熟，该板块业务发展前景较好。

5. 项目管理服务

公司与项目业主签订合同，按照合同规定派出满足工程服务需要的机构和人员，开展项目建设和管理工作，包括办理工程施工有关手续、实行投标成本控制、组织工程验收等。2017 年，公司为江苏金领建设发展有限公司提供项目管理服务，实现项目管理服务收入 1.43 亿元，毛利率 99.28%。根据公司提供的转账凭证，上述款项已经于 2017 年底前到位。

总体看，该业务尚不成熟，未来随着项目管理水平的提升，该业务收入有望增加。

6. 经营关注

(1) 公司项目回款周期与项目投资成本存在期限错配，可能对其造成一定的流动性压力

公司目前投资项目规模较大，资金回笼主要取决于政府支付建设款时点，政府支付委托代建款的进度具有不确定性，但公司需要按照工程进度向施工方支付工程款，公司收支时点不匹配，对其造成一定的资金占用。

(2) 在建项目规模较大，资金压力大

目前，公司建设项目规模较大，建设资金主要来自公司外部融资，存在加大资金压力。

7. 未来发展

为进一步促进泰州市旅游业的发展，同时拓展公司业务范围，2018 年公司与兴化市政府签署《战略合作协议》，公司参与兴化市文化旅游产业项目建设开发，自 2018 年起，公司每年在兴化市投资 6 亿元，总投资规模不低于 50 亿元，投资项目包括自营、代建项目，项目代建收益不低于 12%，公司业务得以持续性发展。

在融资方面，公司将进一步整合融资资源，发挥整体融资能力，逐步构建多元化的融资格局，实现融资多元化、融资渠道多元化。

在管理制度建设方面，公司将进一步加强规范化管理，持续完善各项工作制度，实现公司资产保值增值、其他经济指标稳步增长的长期目标

整体看，公司的业务范围由凤城河景区扩大到泰州市，未来投资规模大，发展前景较好。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年度三年连审财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。会计政策方面，2017 年，财政部发布了《企业会计准则 42 号-持有待售非流动资产、处置组和终止经营》、《财政部关于修订印发一般企业财

务报表格式的通知》和修订了《企业会计准则第 16 号-政府补助》，公司遵照执行。

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

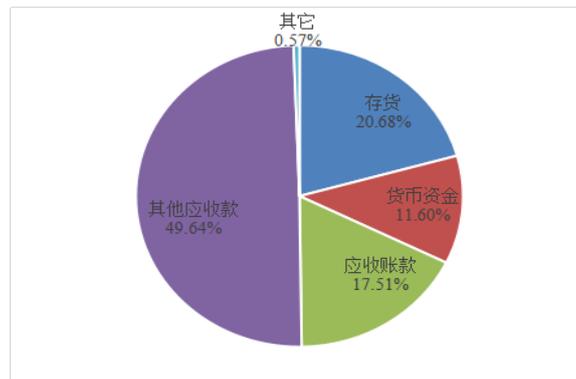
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额不断增加，年均复合增长 34.18%。截至 2017 年底，公司资产总额为 230.55 亿元，较年初增长 61.41%，主要系非流动资产大幅增加所致。其中流动资产占 68.84%，非流动资产占 31.16%，非流动资产占比大幅提升主要系重新评估后的投资性房地产账面价值大幅增加所致；公司资产结构以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 33.32%。截至 2017 年底，公司流动资产 158.70 亿元，较年初增长 15.68%，主要由其他应收款（占 49.64%）、存货（占 20.68%）、应收账款（占 17.51%）和货币资金（占 11.60%）构成。

图 2 截至 2017 年底公司流动资产情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金持续增加，年均复合增长 21.23%。截至 2017 年底，货币资金为 18.42 亿元，较年初增长 23.61%，主要系银行存款增加所致；使用权受到限制的货币资金 3.94 亿元，受限比例 21.39%，其中质押存单 2.15 亿元、银行承兑汇票保证金 1.60 亿元、银行贷款保证金 0.19 亿元，受限货币资金规模一般，受限比例不大。

2015~2017 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 79.10%，主要系受凤城河管委会拨付代建资金进度影响。截至 2017 年底，公司应收账款为 27.78 亿元，较年初增长 98.34%，主要系应收凤城河管委会的代建款增加所致；公司应收账款前五大欠款单位包括凤城河管委会、泰州凤城置业有限公司等，合计占应收账款 99.86%，应收账款集中很高；从账龄看，账龄均在 3 年以内，未计提坏账准备；应收账款无受限情况。

表 6 截至 2017 年底公司应收账款情况（单位：万元、%）

前五大欠款对象	应收金额	占比
泰州市凤城河风景区管理委员会	269,579.72	97.04
泰州凤城河置业有限公司	7,337.08	2.64
中国国旅（江苏）国际旅行社有限公司	229.39	0.08
上海锦友旅行社有限公司	92.73	0.07

龙旅在线国际旅行社有限公司上海云南北路营业部	93.17	0.03
合计	277,432.10	99.86

资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长205.33%。截至2017年底，公司其他应收款78.78亿元，较年初增长427.08%，主要系已完工未回购代建项目成本由“存货”转计入“其他应收款”，导致其他应收款中与凤城河管委会往来款大幅增加；公司其他应收款前五大欠款单位包含凤城河管委会、江苏水城园林绿化工程有限公司、兴化市财政局等，合计占其他应收款的84.43%，集中度较高；从账龄看，1年以内占81.43%，1至2年占14.09%，2年以上占4.48%，账龄较短；目前公司应收凤城河管委会款项已由泰州市旅游局承接。

2015~2017年，公司存货规模年均复合下降24.38%。截至2017年底，公司存货账面价值32.82亿元，较年初下降64.43%，主要系将大部分重新评估后的拟开发土地转入投资性房地产所致；公司存货主要为拟开发土地和代建项目开发成本，占比分别为21.97%和占78.00%；拟开发土地为拟开发的泰地储告【2017】7-2号、7-3号两块土地，其权证尚未办妥；不存在存货受限情况，未计提减值准备。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长36.12%，其中2016年大幅减少主要系在建工程内代建项目成本调整转入“存货”科目。截至2017年底，公司非流动资产总额71.85亿元，主要是投资性房地产。

2015~2017年，公司可供出售金融资产年均复合增长29.16%。截至2017年底，公司可供出售金融资产为0.52亿元，为以成本计量的可供出售权益工具，主要为对泰州市凤城河旅游管理服务有限责任公司的投资0.21亿元。

2015~2017年，公司投资性房地产年均复合增长313.23%。截至2017年底，公司投资性房地产为68.73亿元，较年初增长1,626.88%，一方面系公司对投资性房地产中的房屋及建筑物进行了重新评估导致的公允价值增加5.12亿元；一方面系从存货转入重新评估后的拟开发土地成本20.98亿元，采用公允价值模式计量后，该部分转入土地公允价值增加34.08亿元；公司投资性房地产为用于出租的商铺和土地，其中29.74亿元用于抵押，受限比例43.27%。

2015~2017年，公司在建工程分别为34.01亿元、0.56亿元和1.85亿元。2016年公司在建工程大幅下降，主要系当年公司将代建项目全部调整计入“存货”科目，自建项目成本仍计入“在建工程”科目。截至2017年底，公司在建工程项目为古城河生态修复及旅游提升工程。

截至2017年底，公司资产受限规模为33.68亿元，占总资产的14.61%，受限占比一般，其中货币资金3.94亿元、投资性房地产29.74亿元。

总体看，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，其中应收类款项和存货占比大，对公司资金形成较大占用。受投资性房地产价值重新评估和拟开发土地转入影响，2017年公司投资性房地产大幅增长，且受限资产规模较大，公司整体资产流动性弱，资产质量一般。

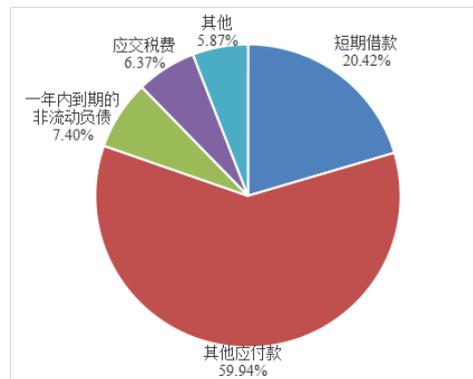
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017年，公司负债规模持续扩大，年均复合增长45.93%。截至2017年底，公司负债总额为120.23亿元，较年初增长77.03%，主要系长期借款和应付债券增加所致；非流动负债占负债总额的71.90%，债务结构以非流动负债为主。

2015~2017年，公司流动负债持续增加，年均复合增长21.27%。截至2017年底，公司流动负债主要由短期借款（占20.42%）、应交税费（占6.37%）、其他应付款（占59.94%）和一年内到期的非流动负债（占7.40%）构成。

图3 截至2017年底公司流动负债情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司短期借款波动增长，年均复合增长28.92%。截至2017年底，公司短期借款6.90亿元，以信用借款（占88.41%）和保证借款（占10.87%）为主，保证人均为公司。

2015~2017年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长105.11%。截至2017年底，公司其他应付款20.25亿元，较年初增长484.64%，主要系代建项目往来款增加所致；公司其他应付款前五大欠款单位包括泰州凤城河旅游管理有限公司、江苏水城园艺营造有限公司等，合计占比48.44%，欠款单位集中度一般；从账龄来看，1年以内的占91.36%、1至2年占7.10%，2年以上占1.54%，账龄较短。

表7 截至2017年底其他应付款情况（单位：万元）

前五大应付对象	应付金额	款项性质
泰州凤城河旅游管理有限公司	44,734.55	往来款
江苏水城园艺营造有限公司	18,200.00	往来款
泰州凤城河建筑风水文化有限公司	17,075.77	往来款
泰州市城市建设投资集团有限公司	10,000.00	往来款
泰州市凤城河风景区管理委员会	8,074.07	往来款
合计	98,084.39	--

资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债波动减少，年均复合下降42.49%。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债为2.50亿元，较年初下降75.63%，主要系偿还了到期债券所致。

2015~2017年，公司非流动负债规模快速扩张，年均复合增长60.67%，主要系长期借款大幅增加所致。截至2017年底，公司非流动负债86.45亿元，以长期借款（占77.61%）、应付债券（占10.90%）和递延所得税负债（占11.34%）为主。

2015~2017年，公司长期借款快速增长，年均复合增长62.84%。截至2017年底，公司长期借款67.09亿元，较年初增长68.40%，主要是公司代建项目外部融资增加所致；公司长期借款中信用借款占27.28%、保证借款占34.57%、抵押借款占30.71%。

截至2017年底，公司应付债券9.42亿元，为2017年新发行的两期债务融资工具，期限分别为

5年和2年。

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

2015~2017年，公司全部债务规模快速上升，年均复合增长30.98%。截至2017年底，公司全部债务87.51亿元，较年初增长39.24%，其中短期债务和长期债务分别占12.57%和87.43%。2015~2017年，公司短期债务波动减少，年均复合下降21.20%；长期债务持续增加，年均复合增长51.58%。截至2017年底，公司长期债务为76.51亿元，较年初增长92.05%，主要系长期借款大幅增加所致。

债务指标方面，近三年来，公司资产负债率不断增加，分别为44.09%、47.55%和52.15%；全部债务资本化率波动提升，分别为41.60%、45.62%和44.23%；长期债务资本化比率不断增长，分别为31.74%、34.72%和40.95%。

总体看，公司负债规模不断扩大，以非流动负债为主；有息债务规模快速扩张，债务负担明显加重，但仍处于可控水平。

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益持续增加，年均复合增长24.13%。截至2017年底，公司所有者权益为110.32亿元，较年初增长47.26%，主要系投资性房地产价值重新评估导致的其他综合收益增长所致，其中归属于母公司所有者权益110.29亿元。其中实收资本占25.28%、资本公积占35.51%、其他综合收益占26.66%、未分配利润占11.33%。

2015~2017年，公司实收资本未发生变动，均为27.88亿元。2015~2017年，公司资本公积年均复合增长1.17%。截至2016年底，资本公积较年初增长0.47%，主要系管委会拨入的土地款；截至2017年底，公司资本公积为39.17亿元，较年初增长1.88%。截至2017年底，公司新增其他综合收益29.40亿元，系投资性房地产公允价值变动。2015~2017年，公司未分配利润持续增加，年均复合增长59.80%，主要系公司经营产生的留存收益增加所致。

2018年5月14日，泰州市国资委委托泰州市财政局对公司以货币形式增资10.00亿元，公司实收资本增至37.88亿元。

总体看，公司所有者权益持续增长，以实收资本和资本公积为主，2017年因新增其他综合收益使权益结构发生较大变化，权益结构稳定性较弱。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入规模保持增长，年均复合增长7.12%。同期，公司营业成本年均复合下降8.54%。2017年，公司实现营业收入10.63亿元，较年初增长14.16%，主要系公司新增项目管理服务费收入、租赁收入大幅增长所致。

期间费用方面，2015~2017年，公司期间费用逐年增长，分别为0.24亿元、0.48亿元和0.57亿元。公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成；因公司主要从事凤城河景区旅游服务设施建设与经营，相关销售和管理成本不断增加，2015~2017年，公司费用收入比分别为2.56%、5.11%和5.38%。同期，财务费用持续为负，主要得益于公司近年来投资理财产品产生的利息收入。

政府补助方面，2015~2017年，公司收到政府补助分别为2.50亿元、2.68亿元和3.01亿元，计入“营业外收入”和“其他收益”科目。2015~2017年，公司利润总额分别为3.28亿元、3.28亿元和6.08亿元，政府补助占利润总额的比重分别为76.22%、81.71%和49.51%，政府补助对利润总额的贡献较大。

盈利指标方面，2015~2017年，公司营业利润率分别为10.91%、11.52%和34.25%，2017年上

升较快主要系当年新增项目管理费收入毛利率水平较高、租赁业务毛利率大幅提升所致。同期，公司总资本收益率波动增长，分别为 2.92%、2.40% 和 3.16%；总资产报酬率波动增长，分别为 2.91%、2.42% 和 3.27%；净资产收益率波动增长，分别为 4.96%、4.26% 和 5.70%，公司整体盈利能力较弱。

总体看，公司营业收入保持增长，费用控制情况较好，但政府补助对利润总额贡献较大，整体盈利能力较弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2015~2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为0.24亿元、0.56亿元和5.96亿元，为房屋租赁、旅游服务和项目管理服务费相关现金流，2017年现金流入较高系当年收到的各项主营业务收入增加所致；近三年收到与支付其他与经营活动有关的现金均为公司和泰州市财政局等单位之间的往来现金流入等，2017年分别为12.18亿元和30.40亿元。2015~2017年，公司经营活动现金流量由净流入转为净流出，分别为0.04亿元、1.12亿元和-15.44亿元，主要系2017年与泰州市财政局等单位之间的往来现金流出大幅增加所致。

投资活动方面，2015年和2016年收回投资收到的现金分别为7.90亿元和2.37亿元，为收回到期理财产品。公司投资活动现金流出以购建固定资产、无形资产等支付的现金为主，主要系2015年公司代建项目投入仍记在购建固定资产、无形资产等支付的现金科目，导致2015年投资现金流出规模较高。2015~2017年，购建固定资产、无形资产等支付的现金波动下降，分别为19.73亿元、0.71亿元和1.31亿元，主要为代建项目资金投入和购买土地支出。2015~2017年，投资支付的现金下降较快，分别为5.70亿元、0.60亿元和0.21亿元，主要系公司缩小了理财投资规模。近三年，公司投资活动现金流量净额分别为-14.60亿元、1.04亿元和-1.51亿元。

筹资活动方面，近三年由于公司发债和借款规模较大，公司筹资活动现金流入量年均复合增长20.91%，2015~2016年，公司吸收投资收到的现金分别为10.70亿元和0.20亿元，主要系凤城管委会对公司划拨的土地款。2017年，公司新增取得借款所收到的现金9.50亿元，主要系公司发行两期债务融资工具所取得的融资。2015~2017年，公司收到其他与筹资活动有关的现金分别为18.00亿元、27.78亿元和38.60亿元，主要系公司所取得项目贷款。2015~2017年，公司筹资活动现金流量净额分别19.66亿元、-2.29亿元和20.02亿元。

总体看，公司经营活动现金流量净额波动下降；公司投资活动现金流净额波动较大；筹资活动对经营活动的支撑作用明显，考虑到公司在建拟建项目规模较大，尚需投资规模大，保有一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015~2017年，公司流动比率波动增长，三年分别为3.89倍、4.92倍和4.70倍；速动比率快速增长，三年分别为1.39倍、1.61倍和3.73倍；现金短期债务比分别为0.82倍、0.65倍和1.67倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可，综合考虑，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2015~2017年，公司EBITDA逐年增加，分别为3.29亿元、3.39亿元和6.15亿元，2017年EBITDA大幅增长主要系收入大幅增长带动利润总额大幅增加所致，公司EBITDA主要由利润总额（占98.95%）构成。2016年，公司EBITDA利息倍数为11.04倍。2015~2017年，公司EBITDA全部债务比分别为0.06倍、0.05倍和0.07倍。总体看，公司长期偿债能力较弱。

截至2018年9月底，公司获得的各银行授信总额为95.00亿元，已使用授信额度72.47亿元，尚未使用额度为22.53亿元，间接融资渠道较为充裕。

截至2018年9月底，公司对外担保余额为15.04亿元，担保比率为9.86%。被担保企业主要是当地国有企业，其中泰州市第一交通物资有限公司为民营企业。目前被担保公司均正常运营，公司代偿风险相对可控。

表 8 截至 2018 年 9 月底公司对外担保明细（单位：亿元）

被担保公司	担保余额	担保期限 ⁵
泰州市城市建设投资集团有限公司	0.50	2015.1.4~2019.12.30
泰州市建业投资建设集团有限公司	1.75	2016.11.30~2018.12.20
	2.85	2018.6.26~2025.12.20
泰州鑫泰集团有限公司	4.70	2017.1.16~2022.1.15
	2.70	2017.2.8~2022.2.7
	1.00	2018.9.30~2020.3.30
泰州市第一交通物资有限公司	0.28	2017.10.23~2018.10.22
	0.30	2017.12.18~2018.10.16
	0.13	2018.1.2~2018.12.12
	0.34	2018.4.9~2019.4.8
江苏荣耀贸易有限公司	0.48	2018.1.18~2019.1.18
合计	15.04	--

资料来源：公司提供

根据《企业信用报告（银行版）》，（机构信用代码：G1032120200141970C），截至 2018 年 12 月 4 日，公司共有 2 笔欠息记录。第一笔欠息日期为 2014 年 9 月 22 日，金额为 159.03 万元，根据中国银行股份有限公司泰州海陵支行出具的说明，该笔欠息系经办客户经理疏忽，在系统维护时未将自动扣款帐号录入完整，造成付息日未扣款，后续已完成扣款。第二笔欠息日期为 2017 年 1 月 21 日，金额为 429.78 万元，该笔欠息主要系结息日为周六，银行网点对公业务不开，无法手工扣款，导致企业付息不成功，次日银行正常营业，企业成功付息，中国建设银行股份有限公司泰州海陵支行已出具书面说明。除此之外公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，信贷履约情况良好。

截至报告出具日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

总体看，公司短期、长期偿债能力均较弱，授信额度较为充裕，但考虑到公司未来将作为泰州市重要的旅游基础设施建设主体，获得的外部支持力度大，公司偿债能力很强。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行金额4.00亿元，相当于公司2017年底长期债务和全部债务的5.23%和4.57%。本期债券的发行对公司现有债务结构影响较小。

截至2017年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为52.15%、44.23%和40.95%，以公司2017年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，上述指标将分别升至52.96%、45.34%和42.19%。公司债务负担略有加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 3.29 亿元、3.39 亿元和 6.15 亿元，分别为本期债券发行金

⁵ 截至本报告出具日，到期担保未续保。

额的 0.82 倍、0.85 倍和 1.54 倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为 18.45 亿元、17.60 亿元和 18.14 亿元，分别为本期债券发行金额的 4.61 倍、4.40 倍和 4.53 倍。

本期债券设置了本金分期偿付条款，自存续期内第三年起每年偿还金额 0.80 亿元。2015~2017 年，公司 EBITDA 对每年待偿还本金的保障倍数分别为 4.11 倍、4.23 倍和 7.65 倍，EBITDA 对本期债券每年偿付本金的保障能力较好；公司经营活动现金流入量分别为每年待偿还本金的 23.06 倍、22.01 倍和 22.67 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券每年分期偿还本金的保障程度较高。

3. 募投项目收益偿债能力分析

本期债券募集资金 4.00 亿元，其中 2.40 亿元用于募投项目建设，1.60 亿元补充流动资金。

募投项目总投资 20.58 亿元，扣除配套酒店后投资总额为 16.45 亿元，本期债券募集资金拟投入 2.40 亿元。本期债券存续期 7 年，假设 2019 年发行，2022~2026 年为本期债券还款期。募投项目计划于 2019 年建设完成，自 2020 年起项目产生收益，本期债券存续期内募投项目共计可得各类收入 31.32 亿元（包括各类游船收入、门票收入、停车场收入、展台收入、商业街房屋销售收入及物业管理收入等），扣减自营项目的经营成本及各类税金支出，共计可得还款资金 23.44 亿元。还款期内项目偿债覆盖率最低为 5.15 倍，覆盖程度良好。但是募投项目收入预测较为乐观，实际可能受入园客流量、房屋销售情况影响不大。

表 9 募投项目营业收入构成（单位：万元）

序号	项目	合计	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
1	水上巴士经营收入	14,506.56	1,576.80	1,892.16	2,207.52	2,207.52	2,207.52	2,207.52	2,207.52
2	休闲游艇经营收入	4,835.52	525.60	630.72	735.84	735.84	735.84	735.84	735.84
3	停车服务费	16,797.63	1,901.62	2,218.56	2,535.49	2,535.49	2,535.49	2,535.49	2,535.49
4	充电服务费	5,571.36	630.72	735.84	840.96	840.96	840.96	840.96	840.96
5	旅游门票收入	165,304.50	17,424.00	19,166.40	21,083.04	23,191.34	25,510.48	28,061.53	30,867.68
6	展台收入	6,624.00	720.00	864.00	1,008.00	1,008.00	1,008.00	1,008.00	1,008.00
7	配套商业用房销售收入	99,000.00	22,000.00	22,000.00	22,000.00	33,000.00	--	--	--
8	物业管理费收入	576.00	24.00	48.00	72.00	108.00	108.00	108.00	108.00
9	合计	313,215.50	44,802.74	47,555.68	50,482.85	63,627.15	32,946.29	35,497.34	38,303.49

资料来源：根据《泰州凤城河建设发展有限公司泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目可行性研究报告》整理

表 10 募投项目对债券的保障能力（单位：万元、倍）

序号	项目	合计	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
1	用于募投项目债券本金	24,000.00	--	--	4,800.00	4,800.00	4,800.00	4,800.00	4,800.00
2	当年募投项目净收入	234,428.57	31,225.36	34,363.13	37,553.33	49,374.19	24,699.16	27,644.91	29,568.53
2.1	自营收入	313,215.50	44,802.74	47,555.68	50,482.85	63,627.15	32,946.29	35,497.34	38,303.49
2.2	减：经营成本（不含折旧）	45,885.50	11,116.80	9,603.39	8,095.21	6,893.53	4,377.11	2,857.64	2,941.82
	销售税金及附加	17,042.40	2,460.58	2,602.78	2,754.75	3,496.33	1,761.70	1,904.56	2,061.70
	企业所得税	15,859.03	0.00	986.38	2,079.56	3,863.10	2,108.32	3,090.23	3,731.44
3	偿债覆盖率（2/1）	9.77	--	--	7.82	10.29	5.15	5.76	6.16

资料来源：根据《泰州凤城河建设发展有限公司泰州古城河生态修复及旅游功能提升项目可行性研究报告》整理

总体来看，募投项目累计营业收入对用于本期债券待偿还本金覆盖程度较好，募投项目偿债能力较强。

九、债权保护条款分析

1. 偿债资金专户

为维护本期债券投资者的权益，公司与中国民生银行股份有限公司南京分行（以下简称“民生银行南京分行”）分别签署了《2016年泰州凤城河建设发展有限公司公司债券募集资金三方监管协议》（以下简称“《募集资金监管协议》”）和《2016年泰州凤城河建设发展有限公司公司债券偿债基金专户监管及合作协议》（以下简称“《偿债基金专户监管协议》”），与兴业证券股份有限公司（以下简称“兴业证券”）签署了《2016年泰州凤城河建设发展有限公司公司债券债权代理协议》（以下简称“《债权代理协议》”）和《2016年泰州凤城河建设发展有限公司公司债券债券持有人会议规则》（以下简称“《债券持有人会议规则》”）。

根据《募集资金监管协议》，为了保证本期债券本息按期兑付，保障投资者利益，公司将在民生银行南京分行开立用于本期债券募集资金存储和使用的专项银行存款账户，该专户仅用于本期债券募集资金存储和使用，不得用作其他用途。

根据《债券持有人会议规则》，出现公司主要资产被查封、扣押、冻结，单独或合并代表 10% 以上有表决权的债券持有人书面提议召开债券持有人会议等情况，应召开债券持有人会议，兴业证券于十个工作日内以公告方式发出召开债券持有人会议的通知，通知需明确会议召开时间、地点和方式等。

根据《债权代理协议》，公司未按照债券登记托管机构的约定将到期的本期公司债券利息和/或本金足额划入登记托管机构指定的账户，公司应在十日内以电话、传真、特快专递等有效方式通知兴业证券，并以公告的方式通知全体债券持有人。兴业证券在本期债券付息日前五个工作日，当偿债账户内的资金不足以保证公司按期支付本期债券当期应付本息时，兴业证券应按《债券持有人会议规则》的规定召集债券持有人大会；公司不能偿还债务时，兴业证券根据债券持有人会议之决议受托参与公司整顿、和解、重组或者破产的法律程序。

根据《偿债基金专户监管协议》，公司在民生银行南京分行开立偿债资金专户，用于偿债资金的接收、存储及划转。公司应在本期债券的付息日或兑付日前 7 个工作日（T-7 日）之前，按照《募集说明书》中确定的当期应付利息和当期应兑付本金的金额向偿债专户中划入偿债资金。若公司未能在（T-7 日）向偿债专户划入上述资金，则民生银行南京分行应于（T-5 日）前通过相关主管机构指定媒体或渠道进行公告。

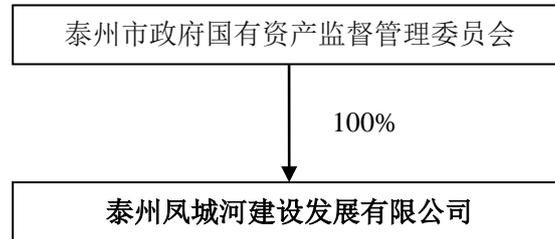
十、综合评价

公司作为泰州市凤城河旅游基础设施建设主体，营业收入和利润水平不断增长，资产规模快速提升，2018 年获得泰州市国资委大规模增资，近年来在资本注入、财政补贴和专项款方面获得了有力的外部支持。同时，联合评级也关注到，公司利润总额对政府补贴依赖性强、有息债务规模快速增加、资产流动性弱等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

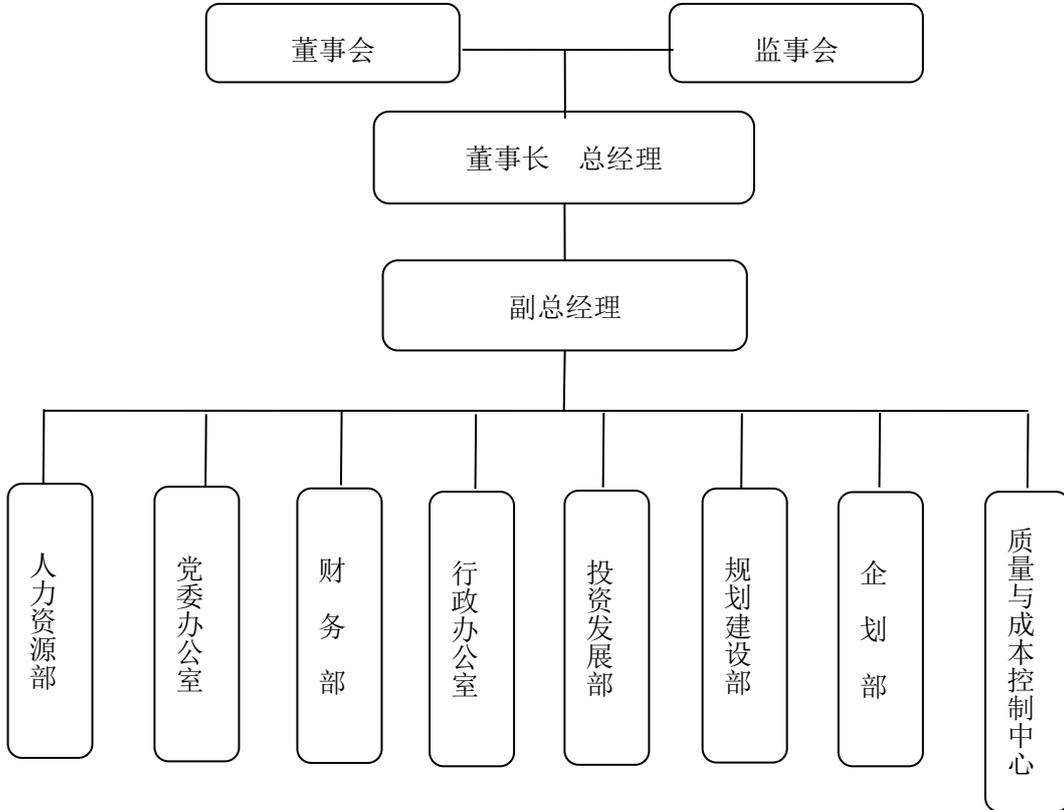
目前，公司承建的泰州市级重点项目已开工建设，且自 2018 年起公司承接兴化市基础设施建设项目，随着未来公司业务范围的拓展，公司经营性收入有望增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 泰州凤城河建设发展有限公司 股权结构图



附件 2 泰州凤城河建设发展有限公司 组织结构图



附件 3 合并范围内子公司（截至 2017 年底）

子公司名称	注册资本 (万元)	业务性质	持股比例 (%)	享有的表 决权(%)	取得 方式
泰州祥泰老行当文化开发有限公司	1,000.00	礼仪庆典活动策划, 企业形象设计, 商务信息咨询, 工艺品销售 (依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)	100.00	100.00	设立
泰州市古城河旅游产品销售有限公司	100.00	投资管理, 资产管理, 房屋租赁。机电设备销售, 建材批发, 设计、制作、代理、发布国内各类广告 (固定形式印刷品广告除外)	100.00	100.00	划拨
泰州市导游服务中心有限公司	50.00	导游管理服务, 礼仪服务, 庆典活动策划, 组织旅游文化交流活动, 旅游信息咨询, 旅行社管理咨询服务, 会议及展览服务。	95.00	100.00	设立
泰州市凤城河旅游管理服务有限公司	20,100.00	旅游景区、景点经营管理, 旅游工艺品开发、销售, 物业管理, 房屋租赁, 会议接待, 展览及商务礼仪服务, 设计、制作、发布、代理国内各类广告, 自行车租赁服务, 市政工程建设及管理。	100.00	100.00	设立
泰州东南国际旅行社有限公司	500.00	国内旅游业务, 入境旅游业务, 出境旅游业务, 旅游咨询服务, 工艺品制作、销售, 票务服务。	49.00	100.00	设立
泰州古城河投资管理有限公司	1,000.00	投资管理, 资产管理, 房屋租赁。机电设备销售, 建材批发, 设计、制作、代理、发布国内各类广告 (固定形式印刷品广告除外)。	100.00	100.00	设立

资料来源: 公司审计报告

附件 4 公司主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	128.06	142.83	230.55
所有者权益 (亿元)	71.60	74.92	110.32
短期债务 (亿元)	17.71	23.01	11.00
长期债务 (亿元)	33.30	39.84	76.51
全部债务 (亿元)	51.01	62.85	87.51
营业收入 (亿元)	9.26	9.31	10.63
净利润 (亿元)	3.08	3.12	5.28
EBITDA (亿元)	3.29	3.39	6.15
经营性净现金流 (亿元)	0.04	1.12	-15.44
应收账款周转次数 (次)	1.51	0.82	0.51
存货周转次数 (次)	0.16	0.11	0.11
总资产周转次数 (次)	0.08	0.07	0.06
现金收入比率 (%)	2.59	6.05	56.06
总资本收益率 (%)	2.92	2.40	3.16
总资产报酬率 (%)	2.91	2.42	3.27
净资产收益率 (%)	4.96	4.26	5.70
营业利润率 (%)	10.91	11.52	34.25
费用收入比 (%)	2.56	5.11	5.38
资产负债率 (%)	44.09	47.55	52.15
全部债务资本化比率 (%)	41.60	45.62	44.23
长期债务资本化比率 (%)	31.74	34.72	40.95
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	11.04	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	0.05	0.07
流动比率 (倍)	3.89	4.92	4.70
速动比率 (倍)	1.39	1.61	3.73
现金短期债务比 (倍)	0.82	0.65	1.67
经营现金流流动负债比率 (%)	0.18	4.03	-45.70
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.82	0.85	1.54

注：1、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。