

信用评级公告

联合〔2023〕2221号

联合资信评估股份有限公司通过对泰州凤城河建设发展有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确认维持泰州凤城河建设发展有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 凤城河 MTN001”“19 凤城河债 01/PR 凤建 02”和“17 凤城河债 01/PR 凤城河”信用等级为 AA⁺，维持“18 凤城河债 01/PR 凤建 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月十二日

泰州凤城河建设发展有限公司 2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
泰州凤城河建设发展有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
江苏省信用再担保集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 凤城河 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 凤城河债 01/PR 凤建 02	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 凤城河债 01/PR 凤建 01	AAA	稳定	AAA	稳定
17 凤城河债 01/PR 凤城河	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

偿债主体跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 凤城河 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/01/13
19 凤城河债 01/PR 凤建 02	4.00 亿元	2.40 亿元	2026/03/28
18 凤城河债 01/PR 凤建 01	10.00 亿元	6.00 亿元	2025/11/07
17 凤城河债 01/PR 凤城河	5.00 亿元	2.00 亿元	2024/12/29

注：1. “19 凤城河债 01/PR 凤建 02” “18 凤城河债 01/PR 凤建 01” 和 “17 凤城河债 01/PR 凤城河” 包含分期偿还本金安排，所列到期兑付日为最后一次偿还日期；2. 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2023 年 6 月 12 日

偿债主体本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

泰州凤城河建设发展有限公司（以下简称“公司”）是泰州市重要的旅游基础设施建设及运营主体。跟踪期内，泰州市经济保持增长，公司外部发展环境良好；公司在凤城河景区内保持既有业务优势，并继续获得外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司代建业务实际回款滞后及业务持续性均有待关注，公司债务负担有所加重，面临一定集中兑付压力，资产流动性弱且面临一定或有负债风险等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。随着泰州市经济的发展及凤城河景区的持续建设，公司经营状况有望保持稳定。

“17 凤城河债 01/PR 凤城河” “18 凤城河债 01/PR 凤建 01” 和 “19 凤城河债 01/PR 凤建 02” 设置了分期偿还本金安排，将在一定程度上降低债券本金的集中偿付压力。

“18 凤城河债 01/PR 凤建 01” 由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏省再担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。联合资信评定江苏省再担保的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。江苏省再担保的担保实力极强，其担保显著提升了“18 凤城河债 01/PR 凤建 01” 本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 凤城河 MTN001” “19 凤城河债 01/PR 凤建 02” 和 “17 凤城河债 01/PR 凤城河” 的信用等级为 AA⁺，维持“18 凤城河债 01/PR 凤建 01” 的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司外部发展环境良好。**2022 年，泰州市经济水平保持增长，实现地区生产总值 6401.8 亿元，同比增长 4.4%；一般公共预算收入 423.4 亿元，同口径增长 7.4%。
2. **跟踪期内，公司业务保持既有专营优势。**公司是泰州市凤城河景区重要的旅游基础设施建设及运营主体，拥有凤城河景区内的收费景区所有权，跟踪期内，公司业务保持既有专营优势。
3. **跟踪期内，公司继续获得外部支持。**2022 年，公司获得政府补贴 0.36 亿元。
4. **增信措施。**江苏省再担保对“18 凤城河债 01/PR 凤建

偿债主体本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	企业管理	2
			经营分析	2
			基础素质	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	4	
指示评级				a ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a ⁻
外部支持调整因素：政府支持				+5
评级结果				AA ⁺

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
最新信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
数据时间	2022年	2022年	2022年	2022年
所属区域	泰州市	宿迁市	商丘市	周口市
GDP（亿元）	6401.80	4111.98	3262.68	3616.99
一般公共预算收入（亿元）	423.40	271.78	207.33	177.00
资产总额（亿元）	375.13	246.80	397.37	819.28
所有者权益（亿元）	168.32	156.69	211.49	416.76
营业总收入（亿元）	15.69	13.94	71.74	77.00
利润总额（亿元）	3.62	1.14	2.38	5.11
资产负债率（%）	55.13	36.51	46.78	49.13
全部债务资本化比率（%）	49.58	34.06	36.70	43.39
全部债务/EBITDA（倍）	44.64	23.82	17.24	27.44
EBITDA利息倍数（倍）	0.59	2.56	1.20	2.33

注：公司 1 为宿迁市交通产业集团有限公司；公司 2 为商丘新城建设投资集团有限公司；公司 3 为周口市城建投资发展有限公司
资料来源：联合资信根据公开资料整理

01”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保显著增强了“18 凤城河债 01/PR 凤建 01”的偿付安全性。

关注

1. **公司代建业务回款滞后，业务持续性有待关注。**2022年，公司代建收入下降至 1.29 亿元，公司代建业务累积的应收类款项规模较大，代建项目回款情况滞后，尚需投资规模较小，业务持续性及资金回笼情况有待关注。
2. **公司债务负担有所加重，面临一定集中兑付压力。**截至 2023 年 3 月底，公司全部债务 170.62 亿元，较上年底增长 3.10%；全部债务资本化比率 50.25%，较上年底提高 0.67 个百分点，公司整体债务有所加重。公司于未来 1 年内以及未来 2~3 年内分别需偿付有息债务 68.60 亿元和 54.15 亿元，面临一定集中兑付压力。
3. **公司资产流动性弱。**截至 2022 年底和 2023 年 3 月底，公司应收类款项（应收账款+其他应收款）以及存货占资产总额的比重分别为 67.12%和 66.64%，应收类款项主要为应收政府单位及区域内国有企业往来款，回收时间存在不确定性，对公司营运资金形成占用。
4. **公司面临一定或有负债风险。**截至 2023 年 3 月底，公司对外担保余额 42.83 亿元，担保比率为 25.35%。被担保企业区域和行业集中度高，企业之间互保情况多，存在一定或有负债风险。

分析师：李思卓 杜 晗

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
偿债主体主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	17.55	15.21	12.85	15.17
资产总额（亿元）	353.70	358.31	375.13	379.90
所有者权益（亿元）	162.05	165.63	168.32	168.94
短期债务（亿元）	48.11	66.87	63.87	68.60
长期债务（亿元）	100.62	83.38	101.61	102.01
全部债务（亿元）	148.73	150.25	165.48	170.62
营业总收入（亿元）	14.06	15.62	15.69	4.46
利润总额（亿元）	4.22	4.60	3.62	0.75
EBITDA（亿元）	4.37	4.80	3.71	--
经营性净现金流（亿元）	8.07	3.99	-1.27	-0.45
营业利润率（%）	21.63	23.99	22.82	19.62
净资产收益率（%）	1.85	2.08	1.61	--
资产负债率（%）	54.18	53.77	55.13	55.53
全部债务资本化比率（%）	47.86	47.57	49.58	50.25
流动比率（%）	329.64	270.80	291.91	285.08
经营现金流动负债比（%）	10.41	4.17	-1.38	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.23	0.20	0.22
EBITDA 利息倍数（倍）	0.56	0.77	0.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	34.06	31.28	44.64	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	353.79	371.98	379.38	381.66
所有者权益（亿元）	156.16	158.04	159.14	159.31
全部债务（亿元）	108.80	111.44	125.62	114.28
营业总收入（亿元）	3.74	4.95	5.31	1.03
利润总额（亿元）	2.92	2.52	1.46	0.17
资产负债率（%）	55.86	57.51	58.05	58.26
全部债务资本化比率（%）	41.06	41.35	44.11	41.77
流动比率（%）	299.04	228.57	255.65	246.62
经营现金流动负债比（%）	9.12	5.00	1.81	--

注：1.2020-2022 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.公司 2023 年一季度财务报表未经审计；4.本报告合并口径中其他流动负债中付息项已纳入短期债务核算；长期应付款中付息项已纳入长期债务核算；4.“--”表示数据不适用
 资料来源：根据公司审计报告、2023 年一季度及公司提供资料整理

评级历史：详见附件 3。

声 明

一、本报告版权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受泰州凤城河建设发展有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

泰州凤城河建设发展有限公司 2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于泰州凤城河建设发展有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券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 2023 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 57.88 亿元，泰州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“泰州市国资委”）和江苏省财政厅分别持股 90.00% 和 10.00%，公司实际控制人仍为泰州市国资委。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化，仍为泰州市旅游基础设施建设及运营的重要主体。截至 2023 年 3 月底，公司本部内设 9 个职能部门，包括人力资源部、党委办公室、财务管理部和规划建设部等；公司纳入合并范围内的一级子公司共 7 家。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 375.13 亿元，所有者权益 168.32 亿元（含少数股东权益 0.13 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 15.69 亿元，利润总额 3.62 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 379.90 亿元，所有者权益 168.94 亿元（含少数股东权益 0.13 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.46 亿元，利润总额 0.75 亿元。

公司注册地址：泰州市东南园 10 号；法定代表人：曹福荣。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 5 月底，联合资信所评公司存续债券余额 15.40 亿元，跟踪期内，存续债券均已按期足额偿付本息。

截至 2023 年 3 月底，“20 凤城河 MTN001”

募集资金已全部用于偿还金融机构借款；“17 凤城河债 01/PR 凤城河”“18 凤城河债 01/PR 凤建 01”和“19 凤城河债 01/PR 凤建 02”募集资金已全部用于古城河生态修复及旅游提升工程（以下简称“募投项目”）及补充营运资金。

截至 2023 年 3 月底，募投项目已投资 20.20 亿元。募投项目计划于 2026 年完工，尚需投资 0.38 亿元。

表1 截至2023年5月底联合资信所评公司存续债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 凤城河 MTN001	5.00	5.00	2020/01/13	5
19 凤城河债 01/PR 凤建 02	4.00	2.40	2019/03/28	7
18 凤城河债 01/PR 凤建 01	10.00	6.00	2018/11/07	7
17 凤城河债 01/PR 凤城河	5.00	2.00	2017/12/29	7
合计	24.00	15.40	--	--

资料来源：公开资料整理

1. 普通优先债券

截至 2023 年 5 月底，公司由联合资信评定的存续期普通优先债券合计余额 9.40 亿元。

2. 担保债券

截至 2023 年 5 月底，公司由联合资信评定的存续期担保债券为“18 凤城河债 01/PR 凤建 01”由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏省再担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

四、宏观经济和政策环境

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步

核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008 年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022 年以来，宏观经济下行压力加大，“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023 年，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行

业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见《[2023 年城市基础设施建设行业分析](#)》。

2. 区域经济

跟踪期内，泰州市经济保持增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。

根据《泰州市 2022 年国民经济和社会发展统计公报》，2022 年，泰州市实现地区生产总值 6401.8 亿元，同比增长 4.4%。分产业看，第一产业增加值 334.4 亿元，同比增长 2.1%；第二产业增加值 3158.0 亿元，同比增长 6.0%；第三产业增加值 2909.4 亿元，同比增长 3.0%。全年三次产业结构比例为 5.2: 49.3: 45.5。按常住人口计算，人均地区生产总值 14.2 万元，同比增长 4.5%。

2022 年，泰州市固定资产投资同比增长 9.4%，其中，第一产业投资同比增长 11.3%，第二产业投资同比增长 11.4%，第三产业投资同比增长 5.2%。泰州市全年规模以上工业增加值同比增长 8.5%；实现社会消费品零售总额 1588.4 亿元，同比增长 0.7%；实现外贸进出口总额约 196.2 亿美元，同比增长 4.9%。

财政收支方面，2022 年，根据泰州市 2022 年预算执行情况的报告，泰州市实现一般公共预算收入 423.4 亿元，还原留抵退税因素后较上年同口径增长 7.4%，一般公共预算支出为 854.5 亿元，同比增长 4.3%，财政自给率 49.55%，整体财政自给率较低。2022 年，泰州市政府性基金收入为 523.0 亿元，同比下降 23.2%。截至 2022 年底，泰州市政府债务余额为 1001.5 亿元，其中一般债务余额 446.3 亿元，专项债务余额 555.2 亿元。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司股权状况未发生变化，截至 2023 年 3 月底，泰州市国资委和江苏省财政厅分别持有公司 90.00% 和 10.00% 股权，公

司控股股东和实际控制人仍为泰州市国资委。跟踪期内，公司注册资本和实收资本未发生变化，仍为 57.88 亿元。

2. 企业规模及竞争力

公司作为泰州市重要的旅游基础设施投资建设和景区运营管理主体，跟踪期内，公司保持既有业务专营优势。

除公司外，泰州市市级基础设施建设主体还包括泰州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“泰州城投”）和泰州市交通产业集团有限公司（以下简称“泰州交产”）。其中，泰州城投主要负责泰州市本级基础设施投资建设和公用事业运营；泰州交产主要负责泰州市交通运输产业和交通基础设施建设。公司是泰州市重要的旅游基础设施建设和景区运营主体，主要业务涉及凤城河景区内基础设施的投资建设、商铺出租和旅游景区运营等。跟踪期内，公司与泰州城投和泰州交产在业务性质方面各有侧重，保持既有业务专营优势。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司本部债务履约情况良好；联合资信未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91321200663282520R），截至 2023 年 5 月 6 日，公司本部未结清和已结清的贷款中，无不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度及高级管理人员未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2022 年，公司营业总收入规模及业务构成同比变动不大；代建业务和旅游服务收入有所下滑，商品房销售板块有所增长。

2022 年，公司实现营业总收入 15.69 亿元，同比小幅增长 0.44%，贸易业务、商品房销售及旅游服务收入仍是公司主要收入来源。分板块来看，公司旅游服务收入同比下降 6.38%，主要系 2022 年旅游客流量整体有所下降所致；代建收入同比下降 14.76%，主要系在建项目大部分已投入完毕；同期，公司商品房销售收入同比增长 20.99%。2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.46 亿元，仍主要由贸易收入、商品房销售收入和旅游服务收入构成，收入规模同比增长 219.80%，主要系 2022 年贸易业务自二季度开始运营，本年度于一季度就开始，导致贸易业务较上年同期大幅增长所致。

2022 年，公司综合毛利率较上年下降 1.39 个百分点，主要系收入占比较高的旅游服务和贸易收入毛利率下降所致。2023 年 1—3 月，公司综合毛利率较上年同期大幅下降，主要系本年度一季度开展的贸易业务毛利率较低所致。

表2 公司营业总收入构成及毛利率情况

项目	2021 年			2022 年			2023 年 1—3 月		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
代建收入	1.52	9.72	10.71	1.29	8.25	10.71	0.00	0.00	--
房屋租赁	0.99	6.34	98.73	1.02	6.52	98.97	0.25	5.55	97.03
旅游服务	2.90	18.57	73.39	2.72	17.31	72.62	0.71	15.95	72.88
房屋转让	0.01	0.08	12.49	0.11	0.72	15.86	0.00	0.11	1.24
贸易收入	4.66	29.81	0.98	4.64	29.59	0.93	1.69	37.84	1.24

商品房销售	2.99	19.13	8.81	3.61	23.04	8.87	1.01	22.78	8.66
类金融服务	0.04	0.25	100.00	0.02	0.12	100.00	0.00	0.06	100.00
其他	2.52	16.11	10.65	2.27	14.45	7.04	0.79	17.70	2.95
合计	15.62	100.00	24.87	15.69	100.00	23.48	4.46	100.00	20.04

注：1.尾差系四舍五入所致，下同；2.“--”表示数据无意义；3.2023年1-3月，公司类金融服务收入为28.70万元

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 代建业务

2022年，公司代建收入有所下降，存量代建项目实际回款情况滞后，累积了较大规模的应收类款项，对公司资金形成占用；在建项目剩余投资规模较小且暂无拟建项目，未来代建业务持续性及资金回笼情况有待关注。

跟踪期内，公司本部仍承担泰州市旅游类基础设施建设工作，受泰州市国资委委托对凤城河整治项目、凤城河二期及三期项目、柳园项目和南山寺修复等项目进行建设。代建项目完工后，经泰州市国资委进行成本核算，并按照不低于委托建设资金成本加成10%进行款项支

付，回款一般应于核算当期开始支付，剩余回款根据项目具体情况和政府财力情况在3~5年内支付。2022年，公司实现代建收入1.29亿元，同比有所下降，代建业务毛利率保持稳定。2023年1-3月，公司未实现代建业务收入。

截至2023年3月底，公司主要在建基础设施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，总投资额62.39亿元，已完成投资57.83亿元，除凤城河整治、凤城河二期、凤城河三期和西南河综合治理项目外，其余项目尚需投资6.17亿元，尚需投资规模较小。截至2023年3月底，公司暂无拟建项目。

表3 截至2023年3月底公司主要在建代建项目

序号	项目名称	总投资额(亿元)	已投资金额(亿元)	拟回购金额(亿元)	2023年计划投资(亿元)	2024年计划投资(亿元)
1	凤城河整治	34.43	16.09	38.56	0.11	0.00
2	凤城河二期		1.21		0.01	0.00
3	凤城河三期		3.19		0.01	0.00
4	西南城河综合整治		15.55		0.22	0.00
5	三水湾二期	8.47	8.46	9.49	0.26	0.00
6	南山寺修复	3.49	3.00	3.91	0.19	0.00
7	古盐运河广场二期	0.75	0.50	0.84	0.10	0.10
8	泰来面粉厂工业遗址文化复兴项目	0.25	0.09	0.28	0.10	0.06
9	江洲北路供电新苑南侧地块	15.00	2.99	16.80	3.00	3.00
10	江洲路东侧地块		6.75			
合计		62.39	57.83	69.88	4.00	3.16

注：1.凤城河整治、凤城河二期、凤城河三期和西南河综合治理项目持续投入，已投资金额超过计划总投资；2.三水湾二期项目2023年计划投资额为拟投入金额，实际投入可能小于测算数；3.江洲北路供电新苑南侧地块和江洲路东侧地块项目总投资额为预估数据，审计后可能会有变动

资料来源：公司提供

2022年，公司收到泰州市国资委5470.86万元拨款，用于冲减历年往来账款。截至2022年底，公司应收账款中应收泰州市国资委代建款31.53亿元；其他应收款中应收泰州市国资委往来款32.82亿元。总体看，公司代建业务累积的应收类款项规模较大，对资金形成占用，代建

项目回款情况滞后。

(2) 房屋租赁业务

2022年，房屋租赁业务收入同比小幅增长，毛利率水平保持稳定，整体出租情况良好。

公司房屋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以及三栋房屋出

租,上述物业均为公司建设或购买的项目,建成后已取得产权证书。截至2023年3月底,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5.05万平方米,已全部出租;三栋房屋合计可出租面积1.67万平方米,已全部出租。2022年,公司房屋租赁收入1.02亿元,同比小幅增长,毛利率保持稳定;2023年1-3月,公司租赁业务实现收入0.25亿元,毛利率水平较2022年保持稳定。

(3) 旅游服务业务

2022年,公司旅游服务业务收入同比小幅下降,毛利率水平小幅下降。

公司拥有桃园、梅园、望海楼、乔园、风水博物馆等凤城河景区内的收费景区收费权或所有权,景区内的相关门票、游船、餐饮、旅游纪念品销售收入归公司所有,并与旅行社合作实现二次代理收入。2022年,公司实现旅游服务收入2.72亿元,同比小幅下降,毛利率水平小幅下降;其中,门票收入为1.61亿元,同比下降9.96%,二次消费收入1.11亿元,同比下降0.62%。2023年1-3月,公司实现旅游业务收入0.71亿元,毛利率水平保持稳定。

(4) 商品房销售业务

2022年,公司商品房销售业务新增兴化桃李园项目,尚需投资金额较高,未来需关注其销售情况。

公司商品房销售业务由子公司兴化市凤城河房地产有限公司(以下简称“兴化地产”)负责运营。根据公司与兴化市人民政府签署《战略协议书》,公司参与兴化市文化旅游产业项目建设开发,兴化地产进行旅游房地产开发,包括商业和住宅项目,兴化地产具有房地产开发贰级资质。2022年,公司商品房销售收入3.61亿元,毛利率8.87%;2023年1-3月,公司商品房销售收入1.01亿元,毛利率水平小幅下降。

截至2023年3月底,公司在售商品房项目3个,其中兴化紫薇府项目已经完工,兴化海棠府项目和兴化桃李园项目为在建项目,总投资35.70亿元,已投资29.81亿元,已实现销售回款23.54亿元。

表4 截至2023年3月底公司地产板块情况表

(单位:亿元、万平方米)

名称	总投资	已投资	可售面积	已销售回款	状态
兴化紫薇府	17.26	17.26	25.99	15.91	完工
兴化海棠府	6.50	6.50	8.04	7.62	在建
兴化桃李园	11.94	6.05	8.18	0.02	在建
合计	35.70	29.81	42.21	23.54	--

资料来源:公司提供

(5) 贸易业务

公司贸易业务毛利率低,盈利能力较弱,上下游集中度很高且以民营企业为主,需关注贸易业务相关风险。

公司贸易业务主要由子公司泰州古城河物资有限公司(以下简称“物资公司”)负责,目前贸易产品包括煤炭、建材、电梯、钢材和船用燃料油/沥青等,采用以销定购模式,平均占款周期90天。2022年,公司贸易收入4.64亿元,同比小幅下降,毛利率维持低位。2022年贸易业务的主要品种为燃料油和煤炭,主要供应商为中海油气(泰州)石化有限公司和中钦(江苏)物资有限公司,主要客户包括江苏祥润石油化工有限公司和华能淮阴第二发电有限公司,上述2家客户销售金额3.91亿元,占贸易收入总额比重为84.28%。公司贸易业务上下游合作对象以民营企业为主,客户及供应商集中度很高,整体盈利能力较弱。

(6) 在建及拟建项目

公司围绕凤城河景区进行文旅设施项目改造,在建及拟建项目以自营项目为主,后续将通过景区运营、商业出租等方式实现资金平衡,项目投资规模较大,后期运营情况有待关注。

公司目前正在进行古城河生态修复及旅游提升工程(募投项目),该项目由公司自行筹资建设,旨在美化凤城河及沿岸景区形象,完善景区旅游配套设施。项目建设内容包括环境整治与生态修复、景区功能完善与提升和配套酒店建设等,总投资20.58亿元,截至2023年3月底已投资20.20亿元,计划于2026年完工。

该项目资金来源包括公司自有资金及“17凤城河债01/PR凤城河”“18凤城河债01/PR凤建01”和“19凤城河债01/PR凤建02”部分募集资金。募投项目建成后将通过各类游船收入、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实现资金回笼。

拟建项目方面，截至2023年3月底，公司拟建项目包括油库地块和供电新苑南侧地块征收扫尾、长岛枫叶岛景观建设及连通工程和乔园东宅西园等，计划总投资7.62亿元，2023年计划投入0.92亿元，项目建设资金均由公司自筹，未来通过物业租赁方式实现资金平衡。公司拟建项目存在较大的对外融资需求，项目落地情况有待关注。

表5 截至2023年3月底公司拟建项目情况

项目名称	总投资金额(亿元)	2023年计划投资(亿元)
油库地块和供电新苑南侧地块征收扫尾	3.00	0.00
长岛枫叶岛景观建设及连通工程	1.30	0.45
乔园东宅西园	1.10	0.00
东南城河提升工程	0.92	0.30
凤城河外环游步道贯通二期工程	0.90	0.00
环凤城河轻商业布点工程	0.40	0.17
合计	7.62	0.92

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司将继续围绕凤城河景区开展业务，逐步完善并提升景区内各项资产及服务质量，加强自身盈利能力。

公司未来将继续按照泰州市城市建设和旅游发展的规划，强化公司在城市基础设施和旅

游产业的行业地位，提升项目管理水平和资金使用效率；加强资源整合，促进城市基础设施建设、旅游产业和金融资本有机融合，通过对凤城河风景区“两河、三街、四景、五馆”的重点开发，丰富旅游体验项目，完善旅游配套设施，发展文化旅游及关联产业。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年合并财务报告，中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)对财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2023年一季度财务报表未经审计。

2022年，公司合并范围内新增1家一级子公司，为投资设立；2023年一季度，公司合并范围减少1家一级子公司，变更为二级子公司，合并范围未发生变动。截至2023年3月底，公司合并范围内共7家一级子公司。公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

截至2022年底，公司资产规模有所增长，资产结构基本保持稳定；公司流动资产中应收类款项和存货占比高，资产流动性弱，资产质量一般。

截至2022年底，公司合并资产总额375.13亿元，较上年底增长4.70%，主要系应收账款、其他应收款、债权投资和其他非流动资产增长所致。其中，流动资产占71.24%，非流动资产占28.76%。公司资产仍以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况

科目名称	2021年末		2022年末		2023年3月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
货币资金	14.21	3.97	12.85	3.43	15.10	3.97
应收账款	42.52	11.87	47.48	12.66	48.02	12.64
其他应收款	139.48	38.93	144.85	38.61	145.57	38.32
存货	58.18	16.24	59.35	15.82	59.57	15.68
流动资产	258.73	72.21	267.25	71.24	271.68	71.51

投资性房地产	82.35	22.98	82.44	21.98	82.44	21.70
其他权益工具投资	2.27	0.63	2.51	0.67	2.51	0.66
在建工程	14.06	3.92	14.45	3.85	14.51	3.82
债权投资	0.00	0.00	4.64	1.24	5.02	1.32
其他非流动资产	0.00	0.00	3.07	0.82	3.07	0.81
非流动资产	99.58	27.79	107.88	28.76	108.22	28.49
资产总额	358.31	100.00	375.13	100.00	379.90	100.00

资料来源：根据公司审计报告和2023年一季度财务报表整理

(1) 流动资产

截至2022年底，流动资产267.25亿元，较上年底增长3.30%，主要系应收账款和其他应收款增长所致。公司流动资产主要由应收账款、其他应收款和存货构成。

截至2022年底，公司货币资金12.85亿元，较上年底下降9.56%，主要系公司项目投入和债务偿还所致。公司货币资金中现金415.00元，银行存款8.60亿元，其他货币资金4.25亿元。公司其他货币资金全部受限，用于承兑汇票保证金、贷款保证金和保函保证金，货币资金受限比例为33.06%。

截至2022年底，公司应收账款账面价值47.48亿元，较上年底增长11.68%，主要系应收泰州市国资委和泰州市文化旅游发展集团有限公司（以下简称“文旅集团”）的工程款增长所致。公司应收账款未计提坏账准备。集中度来看，公司应收泰州市国资委和文旅集团的款项分别占比66.41%和25.21%，集中度很高。

截至2022年底，公司其他应收款144.85亿元，较上年底增长3.85%，主要系往来款增长所致。构成来看，公司其他应收款主要由往来款143.64亿元和代收代付款1.23亿元构成。公司其他应收款共计提坏账准备661.13万元，计提比例很低。集中度来看，公司其他应收款前五名合计占比62.14%，集中度较高。

表7 截至2022年底公司其他应收款前五名情况

应收对象	金额 (亿元)	款项性质	占其他应 收款比例 (%)
泰州市国资委	32.82	往来款	22.65
文旅集团	19.32	往来款	11.57

泰州市古城河商务服务有限公司	16.76	往来款	13.33
泰州市文旅置业有限公司	12.92	往来款	8.91
泰州市凤城河置业有限公司	8.23	往来款	5.68
合计	90.04	--	62.14

注：泰州市古城河商务服务有限公司和泰州市文旅置业有限公司系公司根据泰州市国资委要求代政府出资设立的国有企业，实际由泰州市国资委控制，公司不参与经营管理，故未纳入公司合并范围，公司对其的出资计入“其他权益工具投资”核算；泰州市凤城河置业有限公司为泰州市凤城河景区管理委员会全资子公司
资料来源：公司审计报告

截至2022年底，公司存货59.35亿元，较上年底增长2.02%，主要系开发成本增长所致。存货主要由代建业务工程成本构成。

(2) 非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产107.88亿元，较上年底增长8.33%，公司非流动资产主要由投资性房地产、其他权益工具投资和在建工程构成。

截至2022年底，公司投资性房地产82.44亿元，较上年底增长0.11%，系存货和在建工程转入所致。公司投资性房地产由房屋和建筑物23.44亿元和土地使用权58.91亿元构成。

截至2022年底，公司其他权益工具投资2.51亿元，较上年底增长10.75%，主要系新增对泰州市凤城粮油有限责任公司和兴化市望海楼房地产有限公司投资所致。公司其他权益工具投资主要由对区域内其他国有企业投资构成，其中在被投资单位持股比例达100.00%，但根据泰州市国资委文件不纳入合并报表范围的共有9家，合计投资金额2.31亿元。

截至2022年底，公司在建工程14.45亿元，较上年底增长2.80%。公司在建工程全部由募投项目投入构成。

截至2022年底，公司债权投资4.64亿元，系新增对泰州城投借款1.60亿元，对泰州鑫泰集团有限公司借款3.00亿元所致。

截至2022年底，公司其他非流动资产3.07亿元，系新增华府恒等资产所致。该资产系公司购买所得，未来经营方式未确认，暂计入该科目中。

截至2023年3月底，公司合并资产总额379.90亿元，较上年底增长1.27%，主要系货币资金、其他应收款和债权投资增长所致。其中，流动资产占71.51%，非流动资产占28.49%。公司资产仍以流动资产为主。公司货币资金15.10亿元，较上年底增长17.44%；其他应收款145.57亿元，较上年底增长0.49%；债权投资5.02亿元，较上年底增长8.19%，系对泰州城投和泰州华康投资有限公司（泰州华信药业投资有限公司全资子公司，以下简称“泰州华康”）借款增长所致，其中对泰州城投借款3.00亿元，对泰州华康借款2.00亿元。

资产流动性方面，截至2022年底和2023年3月底，公司应收类款项（应收账款+其他应收款）以及存货占资产总额的比重分别为67.12%和66.64%，应收类款项主要为应收政府单位及区域内国有企业往来款，回收时间存在不确定性，

对公司营运资金形成占用。此外，公司存货以代建项目开发投入为主，整体资产流动性弱。

截至2023年3月底，公司使用受限的资产包括货币资金和投资性房地产，受限金额分别为2.77亿元和15.62亿元，合计占资产总额的4.84%，公司资产受限比例小。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至2022年底，公司所有者权益小幅增长，构成较上年底变动不大；公司所有者权益稳定性一般。

截至2022年底，公司所有者权益168.32亿元，较上年底增长1.62%。公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占34.39%、23.96%、19.10%和20.72%。所有者权益结构稳定性一般。公司实收资本、资本公积和其他综合收益较上年底均无变化。截至2022年底，公司未分配利润34.87亿元，较上年底增长8.08%，主要系利润积累所致。

截至2023年3月底，公司所有者权益168.94亿元，较上年底增长0.37%，系未分配利润增长所致。公司未分配利润35.49亿元，较上年底增长1.77%。

表8 公司所有者权益主要构成情况

科目名称	2021年末		2022年末		2023年3月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	57.88	34.95	57.88	34.39	57.88	34.26
资本公积	40.34	24.35	40.34	23.96	40.34	23.88
其他综合收益	32.15	19.41	32.15	19.10	32.15	19.03
未分配利润	32.26	19.48	34.87	20.72	35.49	21.01
所有者权益合计	165.63	100.00	168.32	100.00	168.94	100.00

资料来源：根据公司审计报告和2023年一季度财务报表整理

（2）负债

截至2022年底，公司负债总额有所增长，有息债务有所增长，整体债务负担有所加重，公司短期债务占比较高，于2023年面临一定集中兑付压力。

截至2022年底，公司负债总额206.81亿元，

较上年底增长7.34%，主要系长期借款和应付债券所致。其中，流动负债占44.27%，非流动负债占55.73%。公司负债结构相对均衡。

截至2022年底，公司流动负债91.55亿元，较上年底下降4.17%，主要系一年内到期的非流动负债下降所致。公司流动负债主要由短期借

款、应付票据、应付账款、应交税费、一年内到期的非流动负债、合同负债和其他流动负债构成。

截至2022年底，公司短期借款16.82亿元，较上年底增长23.90%。公司短期借款中保证借款14.37亿元，质押借款2.33亿元，信用借款0.10亿元，应付利息201.34万元。

截至2022年底，公司应付票据9.85亿元，较上年底增长479.56%，系新增2.05亿元商业承兑汇票和5.00亿元信用证所致。

截至2022年底，公司应付账款6.71亿元，较上年底增长45.46%，主要系应付工程款增长所致。

截至2022年底，公司应交税费8.94亿元，较上年底增长16.56%，主要系应交企业所得税和城市维护建设税增长所致。

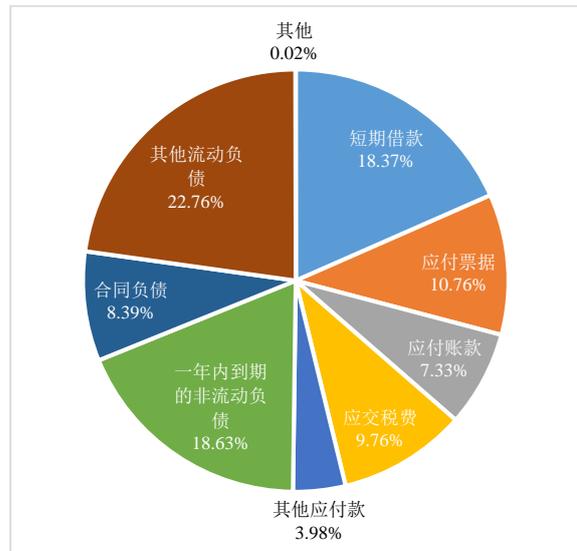
截至2022年底，公司其他应付款3.64亿元，较上年底增长3.10%，主要系应付往来款增长所致。公司其他应付款主要由应付往来款3.55亿元构成。

截至2022年底，公司一年内到期的非流动负债17.06亿元，较上年底下降39.74%。公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款2.80亿元，一年内到期的应付债券13.50亿元和一年内到期的长期应付款0.42亿元构成。

截至2022年底，公司合同负债7.68亿元，较上年底下降34.85%，主要系预收售房款减少所致。公司合同负债主要由预收售房款7.66亿元构成。

截至2022年底，公司其他流动负债20.83亿元，较上年底下降14.42%，主要系短期应付债券减少所致。公司其他流动负债主要由20.00亿元短期应付债券构成，系有息债务，纳入短期债务进行核算。

图1 公司流动负债构成情况



资料来源：根据公司审计报告整理

截至2022年底，公司非流动负债115.26亿元，较上年底增长18.66%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和递延所得税负债构成。

截至2022年底，公司长期借款15.81亿元，较上年底增长206.89%。公司长期借款中抵押借款14.83亿元，保证借款2.85亿元，信用借款0.90亿元，其中一年内到期部分2.80亿元。

截至2022年底，公司应付债券74.79亿元，较上年底增长12.34%，主要系多期中期票据和定向融资工具发行和偿还综合影响所致。

截至2022年底，公司长期应付款11.02亿元，较上年底下降5.48%。公司长期应付款主要由对泰州市财政局借款10.56亿元和对平安国际融资租赁有限公司借款0.88亿元构成，其中一年内到期部分0.42亿元。公司长期应付款系有息债务，纳入长期债务进行核算。

截至2022年底，公司递延所得税负债13.38亿元，较上年底增长0.11%。公司递延所得税负债主要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。

截至2023年3月底，公司负债总额210.96亿元，较上年底增长2.01%。其中，流动负债占45.17%，非流动负债占54.83%。公司短期借款

18.02亿元，较上年底增长7.15%；其他流动负债35.80亿元，较上年底增长71.86%，系“23凤城河CP001”“2023凤城河SCP001”和“23凤城河

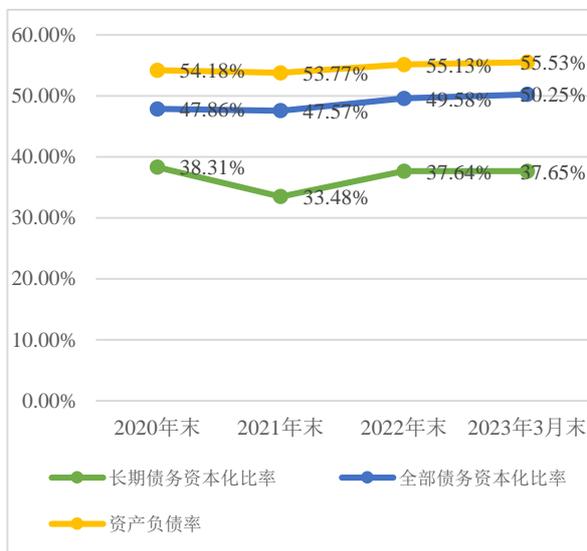
PPN001”发行所致；公司长期借款23.73亿元，较上年底增长50.11%；公司应付债券67.27亿元，较上年底下降10.05%。

图2 2020-2022年末及2023年3月末公司债务结构
(单位: 亿元)



资料来源: 公司审计报告、财务报表及公司提供资料, 联合资信整理

图3 2020-2022年末及2023年3月末债务杠杆水平



资料来源: 公司审计报告、财务报表及公司提供资料, 联合资信整理

截至2022年底，公司全部债务165.48亿元，较上年底增长10.14%，主要系长期债务增长所致，其中，短期债务63.87亿元，长期债务101.61亿元，公司短期债务占比较高。从债务指标来看，截至2022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55.13%、49.58%和37.64%，较上年底分别提高1.36个百分点、提高2.01个百分点和提高4.16个百分点。公司债务负担有所加重。

截至2023年3月底，公司全部债务170.62亿元，较上年底增长3.10%，其中，短期债务68.60亿元，长期债务102.01亿元。从债务指标来看，截至2023年3月底，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55.53%、50.25%和37.65%，较上年底分别提高0.40个百分点、0.67个百分点和0.01个百分点。公司债务负担进一步加重

从期限来看，以2023年3月末有息债务为基础进行测算，公司将于未来1年以内，1~2年和2~3年分别需偿付有息债务68.60亿元、9.60亿元和54.15亿元。公司于未来1年内以及未来2~3年

面临一定集中兑付压力。

截至2023年5月底，公司存续债券余额102.40亿元，其中，将于2023年到期或回售的债券合计23.80亿元。

表9 截至2023年5月底公司存续债券情况

序号	债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
1	23 凤城河 SCP003	2024/01/19	5.00
2	23 凤城河 SCP002	2023/10/30	5.00
3	23 凤城河 SCP001	2023/12/05	5.00
4	23 凤城河 PPN001	2024/02/01	10.00
5	23 凤城河 CP001	2024/01/19	5.00
6	22 凤城河 CP002	2023/12/15	5.00
7	22 凤城河 MTN003	2025/11/11	1.40
8	22 凤城河 PPN002	2025/07/20	5.00
9	22 凤城河 MTN002	2025/06/29	5.10
10	22 凤城河 PPN001	2025/06/10	5.00
11	22 凤城河 MTN001	2025/03/16	11.50
12	22 泰凤 01	2025/01/06	2.40
13	21 泰凤 03	2024/12/14	4.60
14	21 凤城河 PPN001	2024/08/30	4.00
15	*21 泰凤 02	2024/03/12	4.50
16	*21 泰凤 01	2024/01/15	3.50

17	*20 泰风 01	2023/11/06	5.00
18	20 凤城河 MTN001	2025/01/13	5.00
19	19 凤城河债 01/PR 凤建 02	2026/03/28	2.40
20	18 凤城河债 01/PR 凤建 01	2025/11/07	6.00
21	17 凤城河债 01/PR 凤城河	2024/12/29	2.00
合计			102.40

注：用*标出的债券均附带回售条款，所列到期日为回售日；“19 凤城河债 01/PR 凤建 02”“18 凤城河债 01/PR 凤建 01”和“17 凤城河债 01/PR 凤城河”附分期偿付本金条款，债券存续期后 5 年每年偿还 20%
资料来源：Wind

4. 盈利能力

2022年，公司营业总收入同比小幅增长，期间费用控制情况良好，利润总额对政府补助依赖程度低，公司盈利能力指标表现较强。

2022年，公司实现营业总收入15.69亿元，同比增长0.44%；营业成本12.00亿元，同比增长2.30%；公司营业利润率为22.82%，同比下降1.17个百分点。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
营业总收入	15.62	15.69	4.46
营业成本	11.73	12.00	3.56
期间费用	0.29	0.34	0.13
其中：管理费用	0.23	0.28	0.13
销售费用	0.16	0.09	0.02
财务费用	-0.11	-0.03	-0.02
其他收益	0.32	0.36	*
利润总额	4.60	3.62	0.75

注：2023年1-3月公司其他收益为221.90元
资料来源：公司审计报告和2023年一季度财务报表，联合资信整理

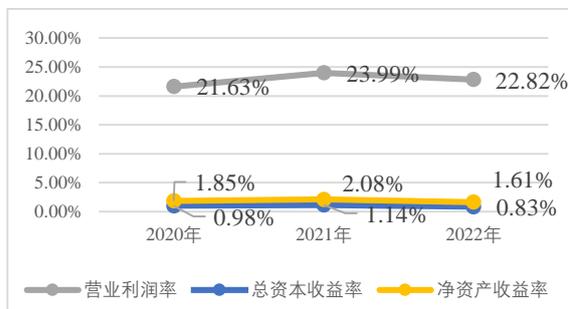
期间费用来看，2022年，公司期间费用为0.34亿元，同比增长19.39%，主要系管理费用和财务费用增长所致。从构成看，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，由于公司利息收入大于利息支出，2022年公司财务费用为负。2022年，公司期间费用率为2.17%，公司期间费用控制情况良好。

2022年，公司其他收益0.36亿元，主要由政府补助构成；公司实现利润总额3.62亿元，利润总额对政府补助依赖程度低。

盈利指标方面，2022年，公司总资产收益率和净资产收益率同比均有所下降，同比分别下

降0.31个百分点和0.47个百分点。整体看，公司盈利指标表现较强。

图 4 2020 - 2022 年公司盈利指标情况



资料来源：公司审计报告及公司提供资料，联合资信整理

2023年1-3月，公司实现营业总收入4.46亿元，同比增长219.80%；实现利润总额0.75亿元，同比增长10.04%；营业利润率为19.62%。

5. 现金流

2022年，公司经营活动现金流入和流出量均同比下降，经营活动现金流量净额由正转负；投资活动现金流入和流出额同比大幅增长，总体大幅净流出；筹资活动前现金同比大幅下降，存在一定资金缺口；筹资活动现金流量净额由负转正。

经营活动现金流方面，2022年，公司经营活动现金流入量45.76亿元，同比下降26.46%，主要系2021年收到的款项中大部分为预收商品房款，且2022年公司工程进度减缓所致。2022年，公司销售商品、提供劳务收到的现金8.08亿元，同比下降58.52%，公司现金收入比大幅下降至51.54%；同期，公司收到其他与经营活动有关现金37.67亿元，同比下降11.84%，主要系收到的往来款减少所致。2022年，公司经营活动现金流出47.02亿元，同比下降19.26%，主要系公司项目投入减少所致，公司购买商品、接受劳务支付的现金8.56亿元，同比下降49.46%；支付其他与经营活动有关的现金37.98亿元，同比下降6.89%，主要系支付的往来款减少所致。2022年，公司经营活动现金流量净额-1.27亿元，由正转负。

表 11 公司现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	62.22	45.76	15.03
经营活动现金流出小计	58.24	47.02	15.48
经营活动现金流量净额	3.99	-1.27	-0.45
投资活动现金流入小计	0.00	5.09	3.06
投资活动现金流出小计	0.37	9.25	2.13
投资活动现金流量净额	-0.37	-4.16	0.92
筹资活动前现金流量净额	3.62	-5.43	0.48
筹资活动现金流入小计	81.08	96.64	40.72
筹资活动现金流出小计	86.90	94.57	37.48
筹资活动现金流量净额	-5.81	2.07	3.25
现金收入比 (%)	124.81	51.54	62.85

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

投资活动现金流方面, 2022年, 公司投资活动现金流入5.09亿元, 其中收到其他与投资活动有关现金5.06亿元, 系回收的委托借款本金及利息; 同期, 公司投资活动现金流出9.25亿元, 同比大幅增长, 其中支付其他与投资活动有关现金8.60亿元, 系支付的委托借款, 借款方为区域内其他国有企业。2022年, 公司投资活动现金流量净额为-4.16亿元, 净流出额同比有所增长。

2022年, 公司筹资活动前现金流量净额为-5.43亿元, 由正转负, 存在一定资金缺口, 公司对外部融资需求较大。2022年, 公司筹资活动现金流入额为96.64亿元, 同比增长19.18%, 其中取得借款收到的现金95.39亿元, 同比增长17.83%, 收到其他与筹资活动有关的现金1.25

亿元, 系信用证和票据收到的现金; 同期, 公司筹资活动现金流出94.64亿元, 同比增长8.83%, 主要由偿付债务支付的现金88.05亿元构成。2022年, 公司筹资活动现金流量净额为2.07亿元, 由负转正。

2023年1-3月, 公司经营活动主要以往来款为主, 经营活动现金流量净额为-0.45亿元。公司现金收入比为62.85%。公司投资活动现金流规模较小; 筹资活动现金流入以取得银行借款为主, 筹资活动现金流出以偿还债务为主, 公司筹资活动现金流量净额为3.25亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现仍较弱, 长期偿债指标表现仍一般; 公司对外担保规模较大, 存在一定或有负债风险。

截至2022年底, 公司流动比率和速动比率均有所增长; 经营性净现金流为负, 对流动负债和短期债务无覆盖能力。截至2022年底, 现金类资产对短期债务的覆盖程度较低。截至2023年3月底, 公司流动比率和速动比率均有所下降, 现金类资产/短期债务为0.22倍。公司短期偿债指标表现较弱。

2022年, 公司EBITDA同比有所下降, 全部债务/EBITDA有所增长; EBITDA利息倍数有所下降; 经营性净现金流为负, 对全部债务和利息支出无覆盖能力。公司长期偿债指标表现有所弱化, 整体表现一般。

表 12 公司偿债能力指标

项目	项目	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
短期偿债能力	流动比率 (%)	270.80	291.91	285.08
	速动比率 (%)	209.91	227.09	222.57
	经营现金/流动负债 (%)	4.17	-1.38	--
	经营现金/短期债务 (倍)	0.06	-0.02	--
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.23	0.20	0.22
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	4.80	3.71	--
	全部债务/EBITDA (倍)	31.28	44.64	--
	经营现金/全部债务 (倍)	0.03	-0.01	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	0.77	0.59	--
	经营现金/利息支出 (倍)	0.64	-0.20	--

注: 经营现金指经营活动现金流量净额, 下同

资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

截至2023年3月底，公司获得的各银行授信总额为82.97亿元，已使用授信额度49.46亿元，尚未使用额度为33.51亿元，间接融资渠道畅通。

截至2023年3月底，公司对外担保余额为42.83亿元，担保比率为25.35%，被担保企业全部为当地国有企业。目前被担保公司均正常运营，但是担保规模较大，被担保企业区域和行业集中度高，企业之间互保情况多，存在一定或有负债风险。

7. 公司本部财务情况

跟踪期内，公司本部资产和负债规模超过合并口径总额，权益规模占合并口径比例很高，债务规模占合并口径比例较高，整体变动与合并口径一致，收入和利润总额规模占合并口径比例较低。

公司本部主要负责代建及房屋租赁业务，截至2022年底，公司本部资产总额379.38亿元，较上年底增长1.99%，其中，流动资产269.31亿元（占70.99%），非流动资产110.06亿元（占29.01%）。从构成看，流动资产主要由应收账款、其他应收款和存货构成；非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和在建工程构成。公司本部资产总额超过合并口径资产总额。

截至2022年底，公司本部所有者权益为159.14亿元，较上年底增长0.69%，在所有者权益中，实收资本为57.88亿元（占36.37%）、资本公积合计40.45亿元（占25.42%）、未分配利润合计25.75亿元（占16.18%）。公司本部所有者权益占合并口径的94.55%，占比很高。

截至2022年底，公司本部负债总额220.24亿元，较上年底增长2.95%。其中，流动负债105.34亿元（占比47.83%），非流动负债114.89亿元（占比52.17%）。从构成看，流动负债主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成；非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和递延所得税负债构成。截至2022年底，公司本部资产负债率为58.05%，较2021年底提高0.54个百分点。截至2022年底，

公司本部全部债务125.62亿元（由于公司本部审计报告未披露明细，公司本部全部债务未调整），公司本部全部债务资本化比率44.11%，公司本部债务负担尚可。公司本部负债总额超过合并口径负债总额，公司本部全部债务占合并口径的75.91%，占比较高。

2022年，公司本部营业总收入为5.31亿元，利润总额为1.46亿元。公司本部营业总收入占合并口径的33.85%，占比较低；公司本部利润总额占合并口径的40.40%，占比较低。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额为1.91亿元，投资活动现金流净额-5.15亿元，筹资活动现金流净额0.74亿元。

截至2023年3月底，公司本部资产总额381.66亿元，所有者权益为159.31亿元，负债总额222.35亿元。2023年1—3月，公司本部营业收入1.03亿元，利润总额0.17亿元。

十、外部支持

公司控股股东具有很强的综合实力。公司作为凤城河景区内重要的基础设施建设和景区运营主体，跟踪期内，公司继续在政府补贴方面获得外部支持。

1. 支持能力

公司控股股东为泰州市国资委。泰州市是江苏省地级市，2020—2022年，泰州市经济持续发展，经济实力非常强；一般公共预算收入同口径保持增长，财政实力很强。公司控股股东具有很强的综合实力，支持能力很强。

2. 支持可能性

公司作为泰州市凤城河景区内重要的基础设施建设和景区运营主体，业务区域专营优势明显，获得政府支持的可能性很高。跟踪期内，公司股东对公司的支持主要体现在政府补贴方面。2022年，公司收到政府补贴0.36亿元，计入“其他收益”。

十一、 债券偿还能力分析

1. 普通优先债券

截至 2023 年 5 月底，公司存续期普通优先债券合计金额 96.40 亿元。

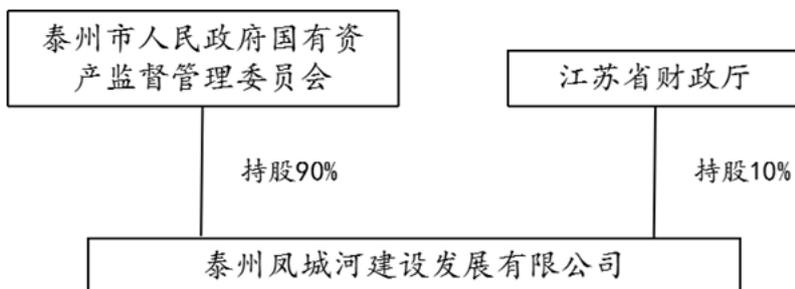
2. 担保债券

截至2023年5月底，公司存续期担保债券合计金额6.00亿元，其中，“18凤城河债01/PR凤建01”由江苏省再担保供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，江苏省再担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。江苏省再担保的担保实力极强，其担保显著增强了“18凤城河债01/PR凤建01”本息偿还的安全性。

十二、 结论

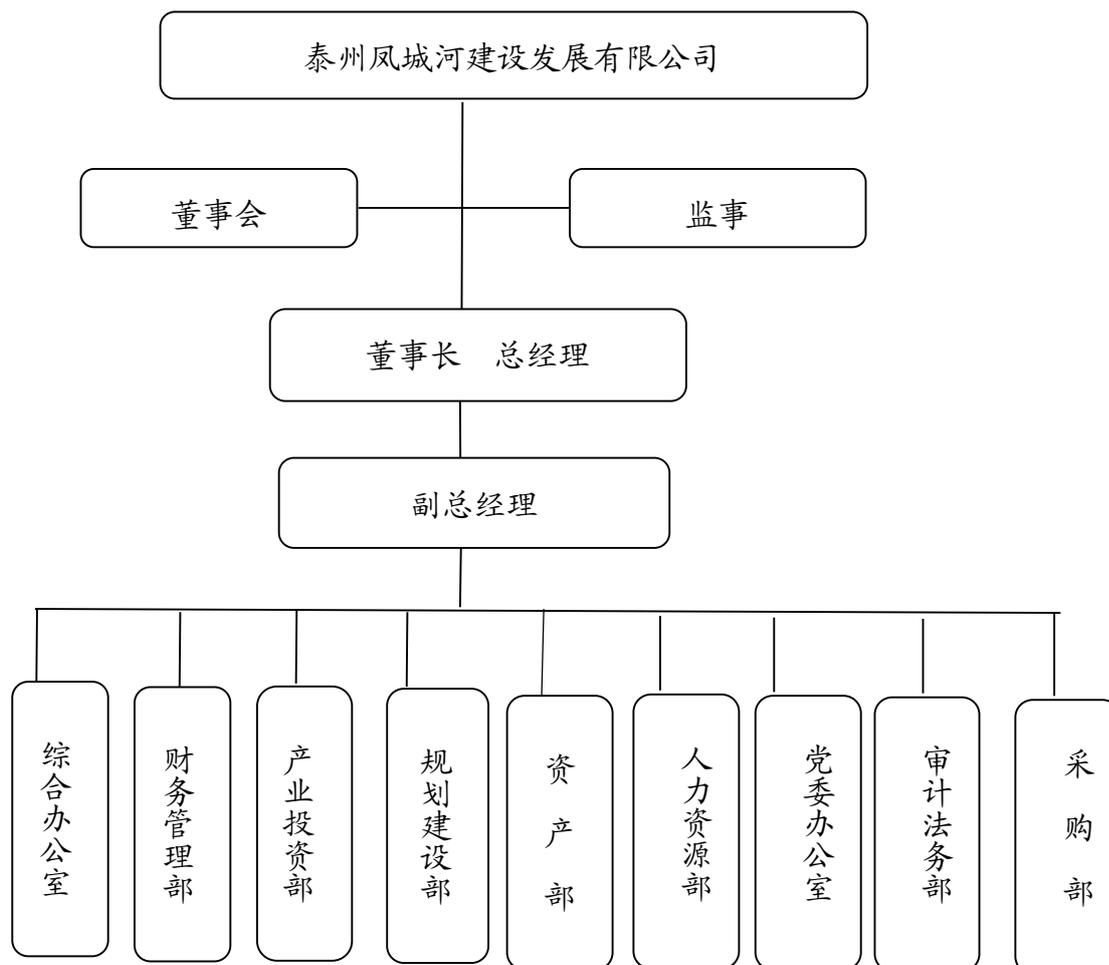
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 凤城河 MTN001”“19 凤城河债 01/PR 凤建 02”和“17 凤城河债 01/PR 凤城河”的信用等级为 AA⁺，维持“18 凤城河债 01/PR 凤建 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	享有的表决权 (%)	取得方式
1	泰州祥泰老行当文化开发有限公司	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	100.00	100.00	设立
2	泰州市凤城河旅游管理服务有限公司	旅游景区、景点经营管理	100.00	100.00	设立
3	泰州东南国际旅行社有限公司	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	100.00	100.00	设立
4	泰州古城河物资有限公司	投资管理, 资产管理, 房屋租赁	100.00	100.00	设立
5	泰州旅游集散中心有限公司	国内旅游业务, 入境旅游业务, 旅游咨询服务	100.00	100.00	设立
6	兴化市凤城河房地产有限公司	房地产开发经营, 物业管理、自有房屋租赁	100.00	100.00	设立
7	泰州市文瀚商贸有限公司	煤炭及制品、化工产品销售、金属材料销售等	100.00	100.00	设立

资料来源: 公司提供

附件 2-1 公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	17.55	15.21	12.85	15.17
资产总额 (亿元)	353.70	358.31	375.13	379.90
所有者权益 (亿元)	162.05	165.63	168.32	168.94
短期债务 (亿元)	48.11	66.87	63.87	68.60
长期债务 (亿元)	100.62	83.38	101.61	102.01
全部债务 (亿元)	148.73	150.25	165.48	170.62
营业总收入 (亿元)	14.06	15.62	15.69	4.46
利润总额 (亿元)	4.22	4.60	3.62	0.75
EBITDA (亿元)	4.37	4.80	3.71	--
经营性净现金流 (亿元)	8.07	3.99	-1.27	-0.45
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.37	0.37	0.35	--
存货周转次数 (次)	0.24	0.22	0.20	--
总资产周转次数 (次)	0.04	0.04	0.04	--
现金收入比 (%)	113.84	124.81	51.54	62.85
营业利润率 (%)	21.63	23.99	22.82	19.62
总资本收益率 (%)	0.98	1.14	0.83	--
净资产收益率 (%)	1.85	2.08	1.61	--
长期债务资本化比率 (%)	38.31	33.48	37.64	37.65
全部债务资本化比率 (%)	47.86	47.57	49.58	50.25
资产负债率 (%)	54.18	53.77	55.13	55.53
流动比率 (%)	329.64	270.80	291.91	285.08
速动比率 (%)	264.94	209.91	227.09	222.57
经营现金流负债比 (%)	10.41	4.17	-1.38	--
现金短期债务比 (倍)	0.36	0.23	0.20	0.22
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.56	0.77	0.59	--
全部债务/EBITDA (倍)	34.06	31.28	44.64	--

注: 1. 2020-2022 年财务数据取自当年审计报告期末数, 非追溯调整数据; 2. 2023 年一季度财务数据未经审计; 3. 本报告合并口径已将其他流动负债中付息项已纳入短期债务核算, 长期应付款中付息项已纳入长期债务核算; 4. "--" 表示数据不适用

资料来源: 根据公司审计报告、2023 年一季度财务报表及公司提供资料整理

附件 2-2 公司主要财务数据及指标 (公司本部)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	9.37	9.08	8.58	10.64
资产总额 (亿元)	353.79	371.98	379.38	381.66
所有者权益 (亿元)	156.16	158.04	159.14	159.31
短期债务 (亿元)	24.99	39.72	35.03	26.28
长期债务 (亿元)	83.81	71.72	90.59	88.00
全部债务 (亿元)	108.80	111.44	125.62	114.28
营业总收入 (亿元)	3.74	4.95	5.31	1.03
利润总额 (亿元)	2.92	2.52	1.46	0.17
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	7.65	5.86	1.91	0.75
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.10	0.12	0.12	--
存货周转次数 (次)	0.07	0.09	0.09	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比 (%)	27.23	126.72	18.60	0.21
营业利润率 (%)	40.00	24.81	22.53	23.96
总资本收益率 (%)	0.79	0.70	0.39	--
净资产收益率 (%)	1.33	1.19	0.69	--
长期债务资本化比率 (%)	34.93	31.21	36.28	35.58
全部债务资本化比率 (%)	41.06	41.35	44.11	41.77
资产负债率 (%)	55.86	57.51	58.05	58.26
流动比率 (%)	299.04	228.57	255.65	246.62
速动比率 (%)	257.12	191.67	210.43	201.94
经营现金流负债比 (%)	9.12	5.00	1.81	--
现金短期债务比 (倍)	0.37	0.23	0.24	0.41
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1. 2020 - 2022 年财务数据取自当年审计报告期末数, 非追溯调整数据; 2. 2023 年一季度财务数据未经审计; 3 “—”表示数据不适用, “/”表示数据未获取;
 4. 因公司本部财务报告未披露现金流量表补充资料, EBITDA 及相关指标无法计算
 数据来源: 根据公司审计报告和 2023 年一季度财务报表整理

附件 3 评级历史

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 凤城河 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/06/24	陈婷颖 李颖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	阅读全文
	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/06/28	霍正洋 朱煜	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
19 凤城河债 01/PR 凤建 02	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/06/24	陈婷颖 李颖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	阅读全文
	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018/12/28	张婷婷 朱煜	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
18 凤城河债 01/PR 凤建 01	AAA	AA ⁺	稳定	2022/06/24	陈婷颖 李颖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	阅读全文
	AAA	AA ⁺	稳定	2018/07/27	张婷婷 朱煜	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2017年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
17 凤城河债 01/PR 凤城河	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/06/24	陈婷颖 李颖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	阅读全文
	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018/06/21	张婷婷 朱煜	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2017年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读原文
	AA	AA	稳定	2017/12/20	张婷婷 朱煜	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

附件 4 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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 ×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 ×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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
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%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 5-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 5-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持