

泰州凤城河建设发展有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕4781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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持泰州凤城河建设发展有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“19 凤城河债 01/PR 凤建 02”的信用等级为 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

评级总监：

二〇二五年六月十九日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

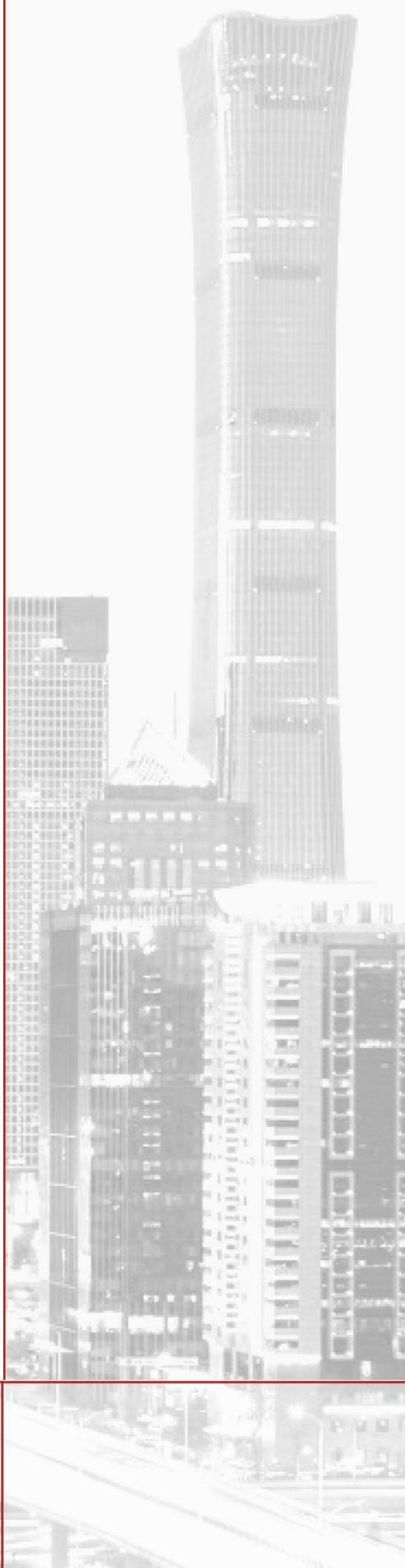
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、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。

八、本报告版权为联合资信所有，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。

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

2025 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
泰州凤城河建设发展有限公司	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	
19 凤城河债 01/PR 凤建 02	AA ⁺ /稳定	AA ⁺ /稳定	2025/6/19
18 凤城河债 01/PR 凤建 01	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，泰州凤城河建设发展有限公司（以下简称“公司”）仍是泰州市重要的旅游基础设施建设及景区运营主体，业务具有区域专营优势。2024 年，泰州市地区生产总值和一般公共预算收入均实现同比增长，公司外部发展环境良好；持续获得有力的外部支持。公司在治理结构、管理制度和高级管理人员方面均未发生重大变化。2024 年，公司未实现代建业务收入，营业总收入主要来自旅游服务、商品房销售和贸易业务，公司委托代建项目回款滞后项目建设未来尚需投资规模较大，且部分项目未来计划通过租赁等方式平衡成本，需关注未来运营收益情况；公司房屋租赁和旅游服务业务运营稳定，在建房地产项目尚有一定投资压力。公司资产仍以流动资产为主，应收类款项和存货对资金仍形成较大占用，资产流动性仍弱；所有者权益中实收资本和资本公积占比一般，所有者权益结构稳定性仍一般；短期债务占比上升，债务结构有待优化，对债券融资依赖度较高，债务负担较轻，面临较大的集中兑付压力；公司整体盈利指标表现较好；公司收入实现质量有所改善；短期偿债指标表现尚可，长期偿债指标表现较弱，存在一定或有负债风险，间接融资渠道有待拓宽。

“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“江苏再担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。江苏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。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资产注入、资金拨付及政府补助等方面持续获得有力的外部支持。

评级展望

未来，随着泰州市经济和财政实力的不断发展，公司继续围绕凤城河景区开展业务，公司经营有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司业务范围和区域范围扩大，职能定位提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生重大资产变化，核心资产被划出，偿债指标表现减弱。

优势

- 外部发展环境良好。**2024 年，泰州市地区生产总值和一般公共预算收入分别同比增长 5.1% 和 3.0%，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 业务具有区域专营优势。**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，业务具有区域专营优势。
- 持续获得有力的外部支持。**2019 年，泰州市政府将泰州市国泰宾馆划入公司，增加公司资本公积 1.16 亿元；公司获得中央财政城镇保障性安居工程专项资金、旅游项目专项基金合计 873.86 万元。2023 年，泰州市永达商贸有限公司纳入公司合并范围，增加资本公积 0.21 亿元。2022—2024 年及 2025 年 1—3 月，公司共收到泰州市国资委拨付的财政补贴 0.68 亿元，计入“其他收益”。
- 增信措施。**江苏再担保为“18 凤城河债 01/PR 凤建 01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了以上债券本息偿还的安全性。

关注

- **公司应收类款项和存货对公司资金形成较大占用，资产流动性仍弱。**截至 2024 年底及 2025 年 3 月底，公司应收类款项（应收账款+其他应收款）及存货占资产总额的比重仍较高，分别为 66.68% 和 68.09%。公司应收类款项主要为区域内政府部门和其他平台公司委托代建款和往来款，回收期存在不确定性，对公司资金仍形成较大占用。
- **公司项目建设投资压力较大。**截至 2025 年 3 月底，公司在建及拟建代建项目和房地产项目计划总投资 121.43 亿元，尚需投资 33.29 亿元，其中房地产项目计划总投资 35.70 亿元，已投资 29.88 亿元，已实现销售回款 26.09 亿元，公司项目建设投资压力较大，同时需关注房地产项目未来去化和回款情况。
- **公司全部债务规模继续增长，面临较大的集中兑付压力。**截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 196.06 亿元，较 2023 年底增长 6.60%，公司一年内到期债务规模为 104.35 亿元，公司面临较大的集中兑付压力。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2025 年 3 月底，公司对外担保余额为 66.50 亿元，担保比率为 38.23%，被担保企业主要为当地国有企业，公司对外担保规模较大，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。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

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

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	
	F4	自身竞争力	基础素质	2	
			企业管理	2	
财务风险	F4	现金流	经营分析	2	
			资产质量	4	
			盈利能力	3	
		资本结构	现金流量	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+			

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

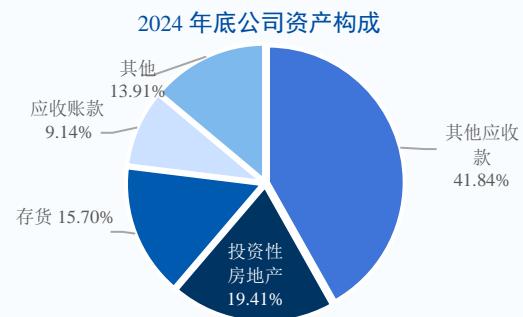
主要财务数据

合并口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
现金类资产（亿元）	12.85	14.07	16.69	10.38
资产总额（亿元）	375.13	398.44	422.12	424.79
所有者权益（亿元）	168.32	171.02	173.24	173.95
短期债务（亿元）	63.87	85.46	117.15	104.35
长期债务（亿元）	101.61	98.46	77.64	91.71
全部债务（亿元）	165.48	183.92	194.78	196.06
营业收入（亿元）	15.69	14.57	12.43	3.34
利润总额（亿元）	3.62	3.60	2.92	0.88
EBITDA（亿元）	3.71	3.75	3.10	--
经营性净现金流（亿元）	-1.27	-0.11	5.11	-0.56
营业利润率（%）	22.82	27.10	31.80	30.15
净资产收益率（%）	1.61	1.54	1.28	--
资产负债率（%）	55.13	57.08	58.96	59.05
全部债务资本化比率（%）	49.58	51.82	52.93	52.99
流动比率（%）	291.91	247.56	191.89	208.92
经营现金流动负债比（%）	-1.38	-0.10	3.24	--
现金短期债务比（倍）	0.20	0.16	0.14	0.10
EBITDA利息倍数（倍）	0.59	0.58	0.55	--
全部债务/EBITDA（倍）	44.64	49.10	62.88	--

公司本部口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
资产总额（亿元）	379.38	414.54	448.31	445.98
所有者权益（亿元）	159.14	160.16	160.35	160.50
全部债务（亿元）	125.62	129.72	147.66	146.82
营业收入（亿元）	5.31	4.64	3.98	0.51
利润总额（亿元）	1.46	1.36	0.25	0.19
资产负债率（%）	58.05	61.37	64.23	64.01
全部债务资本化比率（%）	44.11	44.75	47.94	47.77
流动比率（%）	255.65	209.50	167.67	181.76
经营现金流动负债比（%）	1.81	0.66	-1.02	--

注：1.2022—2024年财务数据取自当年审计报告期末（间）数；2.公司2025年一季度财务数据未经审计；3.本报告合并口径将其他流动负债带息部分纳入短期债务核算，长期应付款带息部分纳入长期债务核算；公司本部债务未经调整；4.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，单位均指人民币；5.“--”表示数据不适用

资料来源：根据公司审计报告、2025年一季度财务报表及公司提供资料整理



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	特殊条款
19 凤城河债 01/PR 凤建 02	4.00 亿元	0.80 亿元	2026/03/28	本金分期偿还，在本期债券存续期的第 3~7 年末均按照发行总额 20% 的比例偿还债券本金
18 凤城河债 01/PR 凤建 01	10.00 亿元	2.00 亿元	2025/11/07	本金分期偿还，在本期债券存续期的第 3~7 年末均按照发行总额 20% 的比例偿还债券本金

注：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

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 凤城河债 01/PR 凤建 02	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/06/20	李思卓 杜 略	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	阅读全文
	AA+/稳定	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/稳定	AA+/稳定	2024/06/20	李思卓 杜 略	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	阅读全文
	AAA/稳定	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

注：上述评级方法/模型、历史评级报告通过链接可查询；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李思卓 lisz@lhratings.com

项目组成员：冯熙智 fengxz@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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，公司注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人未发生变化。截至 2025 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对公司持股 90.00% 和 10.00%，公司实际控制人仍为泰州市国资委。

公司是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，主要从事旅游基础设施代建、旅游服务和贸易等业务。

截至 2025 年 3 月底，公司本部设综合办公室、财务管理部、产业投资部和工程管理部等职能部门；同期末，公司纳入合并范围一级子公司共 8 家。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 422.12 亿元，所有者权益 173.24 亿元（含少数股东权益 0.14 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 12.43 亿元，利润总额 2.92 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 424.79 亿元，所有者权益 173.95 亿元（含少数股东权益 0.14 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 3.34 亿元，利润总额 0.88 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

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见图表 1。同期末，“19 凤城河债 01/PR 凤建 02”和“18 凤城河债 01/PR 凤建 01”债券募集资金均按照指定用途使用完毕。跟踪期内，公司已按期支付上述债券利息及到期本金，公司过往还本付息情况良好。

图表 1 • 截至报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
19 凤城河债 01/PR 凤建 02	4.00	0.80	2019/03/28	7 年
18 凤城河债 01/PR 凤建 01	10.00	2.00	2018/11/07	7 年
合计	14.00	2.80	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“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“江苏再担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2024年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。

完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2025年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2 区域环境分析

泰州市是长三角中心城市之一，也是上海都市圈、南京都市圈、苏锡常都市圈重要节点城市，产业优势明显。2024年，泰州市地区生产总值和一般公共预算收入均保持增长，收入质量及财政自给能力尚可，政府债务负担较重。整体看，公司外部发展环境良好。

泰州市地处江苏省中部，南临长江，北接盐城，东临南通，西接扬州，是长三角中心城市之一，也是上海都市圈、南京都市圈、苏锡常都市圈重要节点城市。泰州市现辖靖江、泰兴、兴化三个县级市，海陵区、医药高新区（高港区）、姜堰区三区和功能区农业开发区。截至2024年底，泰州市全市总面积5787.98平方千米，常住人口447.40万人。

泰州市优势产业为“大海新晨”产业体系，涵盖大健康产业体系、海工装备和高技术船舶产业、汽车及零部件产业集群、新一代信息技术和智能装备产业集群、化工及新材料产业集群、新能源及合成生物、细胞和基因技术等未来产业。2024年，“大海新晨”产业体系完成总产值6873.7亿元，占全市规上工业的83.8%，集聚了扬子江药业集团有限公司、阿斯利康制药有限公司、益海（泰州）粮油工业有限公司、江苏新时代造船有限公司、长城汽车股份有限公司、中海石油气电集团有限责任公司等重点企业。

图表2·泰州市主要经济指标

项目	2022年	2023年	2024年
GDP（亿元）	6401.8	6731.7	7021.0
GDP增速（%）	4.4	6.8	5.1
固定资产投资增速（%）	9.4	9.4	8.8
三产结构	5.2: 49.3: 45.5	5.1: 48.4: 46.5	5.1: 47.3: 47.6
规模以上工业增加值增速（%）	8.5	7.1	3.4
人均GDP（万元）	14.2	14.9	15.6

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据泰州市国民经济和社会发展统计公报，2024年，泰州市地区生产总值同比增长5.1%，分产业看，第一产业增加值355.2亿元，同比增长4.3%；第二产业增加值3322.1亿元，同比增长4.9%；第三产业增加值3343.6亿元，同比增长5.3%。固定资产投资中，

工业投资完成额同比增长 16.5%，工业技改投资完成额同比下降 9.1%；服务业投资完成额同比下降 8.3%；房地产开发投资完成额同比下降 15.4%。规模以上工业增加值同比增长 3.4%，其中轻工业同比增长 3.7%，重工业同比增长 3.3%。

图表 3 • 泰州市主要财力指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	416.65	439.70	453.08
一般公共预算收入增速（%）	-0.86	5.50	3.00
税收收入（亿元）	264.50	307.91	303.87
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	63.48	70.03	67.07
一般公共预算支出（亿元）	703.86	697.42	690.88
财政自给率（%）	59.19	63.05	65.58
政府性基金收入（亿元）	521.40	493.01	420.56
地方政府债务余额（亿元）	1000.64	1070.72	1315.69

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《泰州市 2024 年预算执行情况和 2025 年预算草案》，2024 年，泰州市全市一般公共预算收入保持增长，增速有所下降；整体收入质量及财政自给能力尚可；政府性基金收入有所下降。截至 2024 年底，泰州市地方政府债务余额为 1315.69 亿元，其中，一般债务 499.38 亿元、专项债务 816.31 亿元，地方政府债务负担较重。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

截至 2025 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 57.88 亿元，泰州市国资委持有公司 90.00% 股权，为公司控股股东和实际控制人。

2 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司仍是泰州市旅游基础设施投资建设和景区运营管理主体，仍具有区域专营优势。

泰州市主要的基础设施建设开发主体情况详见图表 4。跟踪期内，公司仍是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，承担了基础设施建设的社会责任。公司业务仍具有区域专营优势。

图表 4 • 泰州市主要基础设施建设主体基本情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	业务内容	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率（%）
泰州市城市建设投资集团有限公司	泰州市人民政府	泰州市本级基础设施投资建设和公用事业运营	1159.56	393.22	51.76	7.98	66.09
泰州市交通产业集团有限公司	泰州市国资委	泰州市交通运输产业和交通基础设施建设	636.98	248.08	50.06	4.48	61.05
公司	泰州市国资委	泰州市旅游基础设施投资建设和景区运营管理	422.12	173.24	12.43	2.92	58.96
泰州市现代农业发展集团有限公司	泰州市国资委	泰州市政策性粮食储备运营管理	55.67	35.70	6.27	-0.41	35.87

注：上表中所列数据为 2024 年/2024 年年底数；上述公司按资产总额降序排列

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3 信用记录

跟踪期内，公司本部未新增不良信贷记录，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91321200663282520R），截至 2025 年 5 月 7 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《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91321281MA1T6Q1W7H），截至 2025 年 5 月 23 日，公司重要子公司兴化市凤城河房地产有限公司（以下简称“兴化地产”）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；其他借贷交易中，存在关注类担保余额 72.20 万元和不良类担保余额 70.38 万元，根据公司提供的情况说明，上述中关注类和不良类的其他信贷交易系兴化地产为其购房者提供的个人住房商业贷款的阶段性担保；截至 2025 年 6 月 19 日，上述关注类担保和不良类担保暂未出现逾期情况。

根据公司过往在债券市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度和高级管理人员方面均未发生重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司未确认代建业务收入，营业总收入同比有所下降，综合毛利率同比有所上升。

2024 年，受公司未确认代建业务收入以及贸易业务收入同比大幅下降影响，公司营业总收入同比下降 14.73%。公司营业总收入主要来自旅游服务、商品房销售收入和贸易收入，上述业务合计占公司营业总收入的 68.27%；同期，公司综合毛利率水平同比增长 5.28 个百分点，主要系贸易业务毛利率增长以及类金融服务等其他毛利率较高的业务收入占比提高所致。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入主要由贸易收入、旅游服务收入和商品房销售收入构成，相当于 2024 年全年的 26.91%；毛利率小幅下降。

图表 5•公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	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	1.51	10.37	10.71	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
房屋租赁	1.02	7.00	99.17	1.08	8.68	99.24	0.26	7.76	99.43
旅游服务	2.91	19.98	73.62	2.96	23.82	71.09	0.73	21.73	71.54
贸易收入	4.15	28.47	2.94	1.96	15.80	4.14	1.37	41.11	2.53
商品房销售	2.70	18.50	8.56	3.56	28.65	-1.40	0.69	20.54	7.02
类金融服务	0.07	0.49	100.00	0.44	3.55	100.00	0.14	4.17	100.00
其他	2.21	15.17	13.79	2.42	19.50	19.01	0.16	4.68	13.53
合计	14.57	100.00	27.77	12.43	100.00	33.05	3.34	100.00	30.55

注：1. 其他业务收入包括旅游活动收入和停车场收入等；2. “--”表示数据不适用
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务报表及公司提供资料整理

（1）代建业务

公司代建业务实际回款情况滞后，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，拟建项目尚需投资规模较大，且未来计划通过租赁等方式平衡成本，需关注公司拟建项目建设和运营回款情况。

公司代建业务主要由公司本部负责运营。跟踪期内，公司代建业务模式和财务核算方式未发生变化。公司受泰州市国资委或其指定国有企业委托，对旅游基础设施项目进行建设，建设完工后与泰州市国资委按照不低于建设成本加成 10% 进行结算，回款一般应于核算当期开始支付，剩且回款根据项目具体情况和政府财力情况在 3~5 年内支付。

2024年及2025年1—3月，公司未实现代建业务收入，主要系委托方暂未结算项目所致。2024年，公司收到泰州市国资委用于冲减历年往来款项及应收款项金额0.02亿元。截至2024年底，公司应收账款中应收泰州市国资委款项30.59亿元，其他应收款中应收泰州市国资委往来款30.82亿元，回款情况滞后，且对公司资金形成占用。

截至2024年底，公司主要在建代建项目总投资额62.39亿元，已投资58.26亿元，尚需投资规模较小；公司拟建项目计划总投资额23.34亿元，主要包括凤城河风景区旅游综合能力提升项目、油库地块和供电新苑南侧地块征收扫尾工程和乔园东宅西园项目等。公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，且拟建项目未来计划通过对外租赁等方式平衡投入，需关注公司拟建项目建设和运营回款情况。

图表6•截至2024年底公司在建代建工程项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	计划总投资	已完成投资	拟回购金额	2025年计划投资	2026年计划投资
1	凤城河整治		16.23		0.11	0.00
2	凤城河二期		1.21		0.01	0.00
3	凤城河三期	34.43	3.19	38.56	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	3.10	3.91	0.19	0.00
7	古盐运河广场二期	0.75	0.52	0.84	0.10	0.10
8	泰来面粉厂工业遗址文化复兴项目	0.25	0.23	0.28	0.10	0.06
9	江洲北路供电新苑南侧地块		3.02			
10	江洲路东侧地块	15.00	6.75	16.80	3.00	1.60
合计	—	62.39	58.26	69.88	4.00	1.76

注：1.凤城河整治、凤城河二期、凤城河三期和西南城河综合整治项目持续投入，已投资金额超过计划总投资；2.三水湾二期项目、古盐运河广场二期实际投入可能高于测算数；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：联合资信根据公司提供资料整理

(2) 房屋租赁

公司将持有的房屋和商铺对外租赁，2024年及2025年1—3月，该业务毛利率维持高位，对公司收入和利润形成有益补充。

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2025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。2024年，公司租赁收入小幅增长，2024年及2025年1—3月，公司房屋出租率均为100.00%，毛利率水平维持高位。

(3) 旅游服务

2024年，公司旅游服务收入小幅增长，毛利率小幅下降。

公司旅游服务业务仍主要由子公司泰州市凤城河旅游管理服务有限公司负责，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。2024年，公司旅游服务收入同比小幅增长，主要系二次消费收入增长所致；其中，门票收入1.82亿元，二次消费收入1.14亿元，毛利率小幅下降，仍保持在较高水平。

2025年1—3月，公司旅游服务业务实现收入0.73亿元，其中，门票收入0.44亿元，二次消费收入0.28亿元，毛利率为71.54%。

(4) 商品房销售

公司商品房销售业务在建项目未来尚有一定投资压力，需关注其未来去化情况和回款情况。

公司商品房销售业务由子公司兴化地产负责运营。根据公司与兴化市人民政府签署的《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。

2024年，公司商品房销售业务实现收入3.56亿元，同比增长32.05%，主要系公司本部转售部分安置房所致；同期，公司商品房销售业务毛利率为-1.40%，主要系公司本部销售的安置房价格与购置成本倒挂所致。同期，公司无新增在建及拟建商品房项目。截至2025年3月底，公司在售商品房项目3个，计划总投资35.70亿元，已投资29.88亿元，已实现销售回款26.09亿元，其中兴

化紫薇府项目和兴化海棠府项目已经完工，兴化桃李园项目为在建项目，兴化桃李园项目于 2022 年 10 月开工建设，并于 2023 年 1 月开始预售，公司在建房地产项目尚有一定投资压力，需关注其未来去化和回款情况。

图表 7 • 截至 2025 年 3 月底公司主要商品房项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	可售面积（万平方米）	已销售回款	销售进度	状态
兴化紫薇府	17.26	17.26	25.99	18.04	97.17%	完工
兴化海棠府	6.50	6.50	8.04	7.61	99.37%	完工
兴化桃李园	11.94	6.12	8.49	0.44	6.21%	在建
合计	35.70	29.88	42.52	26.09	--	--

注：1、销售进度=已售建筑面积 / 可销售建筑面积；2、兴化海棠府项目 2024 年存在退房 300 万元。

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(5) 贸易业务

公司贸易业务收入继续下降，整体毛利率有所提高，但盈利能力仍较弱，上游集中度较高，存在部分民营企业，需关注下游对手方履约风险。

公司贸易业务主要由子公司泰州古城河物资有限公司和泰州市文瀚商贸有限公司负责，贸易产品包括煤炭、建材、电梯、钢材和船用燃料油/沥青以及粮油酒水等，采用以销定购模式，平均占款周期 90 天。

2024 年，公司贸易收入同比下降 52.67%，毛利率有所提高，主要系 2024 年煤炭和建材等销售品种采用净额法确认收入，粮油酒水贸易采用总额法确认收入所致。2024 年，公司贸易品种主要为煤炭、建材和粮油酒水等。同期，公司贸易业务中使用总额法确认收入的前五大供应商采购额占当期采购额的比例为 91.31%，集中度非常高；按总额法确认收入的前五大客户的销售额占当期销售额的比例为 44.59%，集中度较高，且存在部分民营企业，需关注下游对手方履约风险。

图表 8 • 2024 年公司商贸业务主要供应商情况（单位：万元）

供应商名称	是否为关联企业	主要产品	采购金额（含税）	占当期采购额比例（%）
江苏郁香客米业有限公司*	否	大米	1706.56	9.07
北京红牛饮料销售有限公司苏北分公司*	否	红牛饮料	922.84	4.90
泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司	否	酒类	755.21	4.01
上海粮食交易中心批发市场经营管理股份有限公司	否	大米，小麦	9107.09	48.38
江苏粮油商品交易市场	否	大米，小麦	4696.53	24.95
合计	--	--	17188.23	91.31

注：泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司系公众企业，股权较为分散；标“*”为民营企业

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 9 • 2024 年公司商贸业务主要客户情况（单位：万元）

客户名称	是否为关联企业	主要产品	销售金额（含税）	占当期销售额比例（%）
江苏郁香客米业有限公司*	否	销售粳稻	1549.08	7.89
中和建达（北京）供应链管理有限公司	否	销售粳稻	1716.88	8.74
泰州早茶集团有限公司	否	销售小麦，粳稻	4160.74	21.19
泰州市诚全贸易有限公司*	否	销售小麦，粳稻	1054.62	5.37
江苏宜兴国家粮食储备库分库有限公司	否	销售粳稻	275.20	1.40
合计	--	--	8756.52	44.59

注：标“*”为民营企业

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年 1—3 月，公司贸易业务收入 1.37 亿元，相当于 2024 年全年的 70.01%，毛利率为 2.53%。

(6) 类金融服务业务和其他业务

2024 年，公司类金融服务业务和其他业务收入占比提高，为公司营业总收入提供了有力的补充。

公司类金融服务业系融资租赁业务，该业务实施主体为子公司上海文鑫融资租赁有限公司，业务对手方主要为泰州市的国有企业。截至 2024 年底，公司类金融服务业出借本金 3.74 亿元，借款利率为 8.00%，其中未实现融资收益 0.25 亿元，计提坏账准备 373.82 万元。

公司其他业务主要包括旅游活动业务和停车场收费业务等。公司旅游活动业务是公司组织旅游节、年货展销会、元宵节灯会等旅游活动期间进行的摊位租赁业务和广告业务等。公司停车场收费业务收入是与旅游景区配套的停车场的收入。

2024 年，公司类金融服务和其他业务收入占比提高，为公司营业总收入提供了有力的补充。

2 未来发展

公司将围绕文旅相关基础设施建设，逐步完善并提升凤城河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与旅游发展的总体规划和目标，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；促进城市旅游基础设施建设、旅游产业和金融资本融合，通过对凤城河风景区的重点开发，增加旅游体验项目，建设旅游配套设施，并发展文化旅游及关联产业。

(四) 财务方面

公司提供了 2024 年合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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。公司提供的 2025 年一季度财务数据未经审计。

2024 年及 2025 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。截至 2025 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司共 8 家。跟踪期内，公司会计政策连续，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

(1) 资产质量

截至 2024 年底，公司资产规模较上年底有所增长，资产中应收类款项和以基础设施建设投入为主的存货合计占比较高，对资金仍形成较大占用，公司资产流动性仍弱，资产质量一般。

截至 2024 年底，公司合并资产总额较上年底增长 5.94%，主要系其他应收款和在建工程增长所致；资产结构仍以流动资产为主。

图表 10•公司资产主要构成情况

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	285.51	71.66	302.59	71.68	304.14	71.60
货币资金	14.02	3.52	16.67	3.95	10.38	2.44
应收账款	51.90	13.03	38.59	9.14	37.25	8.77
其他应收款	152.72	38.33	176.61	41.84	183.37	43.17
存货	64.43	16.17	66.28	15.70	68.62	16.15
非流动资产	112.93	28.34	119.53	28.32	120.65	28.40
长期应收款	1.45	0.36	3.70	0.88	4.84	1.14
投资性房地产	82.22	20.64	81.91	19.41	81.91	19.28
在建工程	14.53	3.65	18.84	4.46	18.84	4.44
其他非流动资产	4.56	1.15	4.65	1.10	4.65	1.09
资产总额	398.44	100.00	422.12	100.00	424.79	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度财务报表整理

① 流动资产

截至 2024 年底，公司流动资产较上年底增长 5.98%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。公司货币资金较上年底增长 18.89%，主要系业务回款和筹资流入所致。公司货币资金中受限资金规模为 3.57 亿元，主要为银行承兑

汇票保证金，受限比例为 21.42%。公司应收账款账面价值较上年底下降 25.64%，主要系应收泰州市文化旅游发展集团有限公司（以下简称“文旅集团”，由泰州市财政局 100%持股）委托代建款回款所致。从账龄来看，公司应收账款账龄 1 年以内、1~3 年和 3 年以上的比例分别为 16.32%、10.54% 和 73.14%，整体账龄较长；公司应收账款累计计提坏账准备 0.01 亿元。从集中度看，公司应收账款前五大欠款方合计余额为 34.74 亿元，占比为 90.01%，集中度很高；其中存在 1.32 亿元对民营房地产企业应收账款，需关注其未来回款情况。公司其他应收款较上年底增长 15.64%，主要系应收区域内政府单位和国有企业往来款增加所致，构成来看，公司其他应收款主要由往来款 174.83 亿元和代收代付款 1.68 亿元构成；公司其他应收款账龄 1 年以内、1~3 年和 3 年以上的比例分别为 37.92%、20.50% 和 41.58%，整体账龄较长；公司其他应收款累计计提坏账准备 0.15 亿元¹；从集中度来看，公司其他应收款前五名期末余额合计 95.40 亿元，合计占其他应收款余额比重为 53.96%，集中度一般。公司存货较上年底增长 2.88%，主要由代建业务投入成本（占 82.13%）和房地产项目成本（占 17.15%）构成，未计提跌价准备。

图表 11 • 公司 2024 年底应收账款前五名情况

名称	期末余额（亿元）	占应收账款期末余额的比例（%）
泰州市国资委	30.59	79.24
泰州海湖置业有限公司高新区分公司（以下简称“海湖置业”）	1.32	3.41
泰州昌裕贸易有限公司	1.12	2.91
泰州市城投商业管理有限公司	1.00	2.59
泰州城投物资供应有限公司	0.72	1.86
合计	34.74	90.01

注：海湖置业为民营企业，该笔应收账款系公司与海湖置业合作开发地产项目的应收借款利息

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 12 • 公司 2024 年底其他应收款前五名情况

名称	期末余额（亿元）	款项性质	占其他应收款期末余额的比例（%）
泰州市国资委	30.80	往来款	17.42
泰州市古城河商务服务有限公司	17.95	往来款	10.15
泰州市文旅置业有限公司	17.75	往来款	10.04
江苏金文置业有限公司	15.00	往来款	8.49
泰州市凤城河风景区文旅有限公司	13.90	往来款	7.86
合计	95.40	--	53.96

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

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

② 非流动资产

截至 2024 年底，公司非流动资产较上年底增长 5.85%。公司非流动资产主要由投资性房地产和在建工程构成。公司投资性房地产较上年底下降 0.38%，主要系公允价值变动所致；公司投资性房地产主要由公司租赁业务的房产和土地使用权构成。在建工程较上年底增长 29.64%，全部为古城河生态修复及旅游提升工程投入。公司长期应收款较上年底大幅增长，主要系类金融服务业产生的融资租赁款，截至 2024 年底，公司长期应收款累计计提坏账准备 0.04 亿元。公司其他非流动资产系公司购买所得的华府恒大项目资产，未来经营方式未确认，暂计入该科目中。公司债权投资 6.50 亿元，系对泰州新滨江实业投资有限公司 3.00 亿元借款、对泰州华康投资有限公司借款 2.00 亿元以及对泰州城发资本投资有限公司的 1.50 亿元借款。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额小幅增长，资产结构变化不大，其中，货币资金较上年底下降 37.72%，主要系支付的往来款同比大幅增长所致；其他应收款较上年底增长 3.83%，存货较上年底增长 3.53%。

受限资产方面，截至 2025 年 3 月底，公司受限资产情况如下所示。总体看，公司资产受限比例较低。

¹ 公司其他应收款中坏账计提对象为深圳市岩星实业有限公司（以下简称“岩星实业”），由于岩星实业经营不善，公司将预付给岩星实业的货款转为其他应收款，并单项计提坏账准备。

图表 13 • 截至 2025 年 3 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	3.57	0.84	保证金、定期存款等
固定资产	14.69	3.46	借款抵押
合计	18.26	4.30	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(2) 资本结构

① 所有者权益

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底有所增长，主要系利润积累所致；公司所有者权益中实收资本及资本公积占比一般，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底增长 1.30%。公司所有者权益中，实收资本和资本公积分别占 33.41% 和 23.40%，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2024 年底，公司实收资本和资本公积均较上年底无变化；公司其他综合收益全部由既往年度存货转入投资性房地产产生的公允价值变动构成；公司未分配利润较上年底增长 5.89%，系利润留存所致。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益构成未发生重大变化。

图表 14 • 公司所有者权益主要构成情况

科目	2023 年末		2024 年末		2025 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	33.85	57.88	33.41	57.88	33.27
资本公积	40.54	23.71	40.54	23.40	40.54	23.31
其他综合收益	32.15	18.80	32.15	18.56	32.15	18.48
未分配利润	37.26	21.79	39.45	22.77	40.16	23.09
归属于母公司所有者权益合计	170.89	99.92	173.10	99.92	173.81	99.92
少数股东权益	0.13	0.08	0.14	0.08	0.14	0.08
所有者权益合计	171.02	100.00	173.24	100.00	173.95	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务报表整理

③ 负债

截至 2024 年底，公司全部债务继续增长，短期债务占比上升，债务结构有待优化，对债券融资依赖度较高，整体债务负担较轻，公司面临较大的集中兑付压力。

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底增长 9.43%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长以及应付债券下降等综合影响所致。公司流动负债占比持续增长，负债结构有待优化。

公司经营性负债主要由应付工程款形成的应付账款、往来款形成的其他应付款以及应交税费构成。截至 2025 年 3 月底，公司经营性负债结构未发生重大变化。

图表 15 • 公司主要负债情况

科目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	115.33	50.71	157.69	63.36	145.58	58.04
短期借款	25.42	11.18	32.98	13.25	41.11	16.39
应付票据	11.88	5.22	8.48	3.41	9.48	3.78
应付账款	9.34	4.11	5.95	2.39	5.00	1.99
其他应付款	5.10	2.24	19.30	7.76	22.44	8.95
一年内到期的非流动负债	17.60	7.74	50.47	20.28	28.02	11.17
其他流动负债	31.04	13.65	25.65	10.31	26.03	10.38
非流动负债	112.09	49.29	91.19	36.64	105.26	41.96

长期借款	20.48	9.00	22.40	9.00	25.24	10.06
应付债券	67.43	29.65	44.68	17.95	55.91	22.29
长期应付款（合计）	10.86	4.77	10.86	4.36	10.86	4.33
递延所得税负债	13.33	5.86	13.25	5.32	13.25	5.28
负债总额	227.43	100.00	248.88	100.00	250.84	100.00

注：长期应付款（合计）包含专项应付款和长期应付款

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度财务报表整理

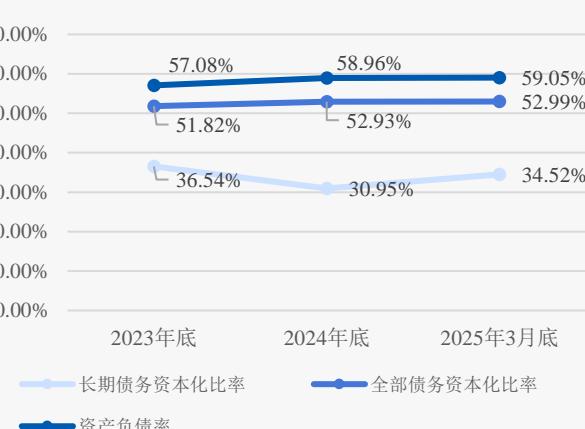
全部债务方面，本报告合并口径将其他流动负债中带息部分纳入短期债务进行核算，长期应付款带息部分纳入长期债务核算。截至2024年底，公司全部债务194.78亿元，较上年底增长5.91%，短期债务占比为60.14%，全部债务中债券占比为56.33%，公司对债券融资依赖度较高，债务结构有待优化。从债务指标来看，截至2024年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别上升1.88个百分点、上升1.11个百分点和下降5.59个百分点。

截至2025年3月底，公司全部债务196.06亿元，较上年底增长0.65%，债务结构仍以短期债务为主。从债务指标来看，截至2025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较上年底上升0.09个百分点、上升0.06个百分点和上升3.57个百分点。整体看，公司债务负担仍较轻。

图表16•公司债务结构（单位：亿元）



图表17•公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025年一季度财务报表及公司提供资料整理

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025年一季度财务报表及公司提供资料整理

联合资信未获得公司债务的期限结构，截至2025年3月底，公司将于1年内偿还的全部债务规模为104.35亿元，公司面临较大的集中兑付压力。

(3) 盈利能力

2024年，公司营业总收入有所下降；非经常性损益对公司利润总额贡献程度较低；盈利指标表现较好。

2024年，公司营业总收入同比下降14.73%，主要系贸易收入下降和当期未确认代建业务收入所致；营业成本同比下降20.96%；营业利润率同比增长4.69个百分点。

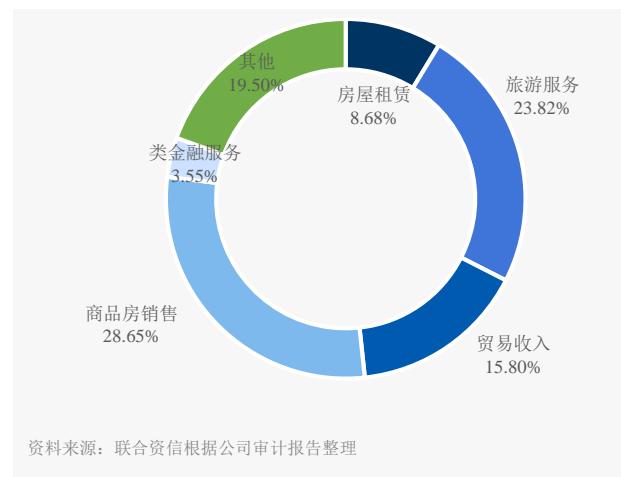
图表18•公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023年	2024年	2025年1-3月
营业收入	14.57	12.43	3.34
营业成本	10.53	8.32	2.32
期间费用	0.49	0.60	0.14
信用减值损失	-0.02	-0.15	0.01
其他收益	0.32	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.22	-0.31	0.00
利润总额	3.60	2.92	0.88
营业利润率（%）	27.10	31.80	30.15
总资本收益率（%）	0.77	0.64	--
净资产收益率（%）	1.54	1.28	--

注：2024年和2025年1-3月，公司其他收益分别为16.38万元和10.22万元。

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025年一季度财务报表和公司提供资料整理

图表19•2024年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

非经常性损益方面，2024年，公司信用减值损失大幅扩大至-0.15亿元，主要系其他应收款计提坏账损失所致；公司其他收益为公司获得的政府补助；同期，公司公允价值变动收益继续为负，主要为按公允价值计量的投资性房地产在报告期内的资产评估价值变动。非经常性损益对公司利润总额贡献程度较低。

2024年，公司总资本收益率和净资产收益率同比下降0.13个百分点和0.26个百分点，公司整体盈利指标表现较好。

2025年1—3月，公司营业总收入为3.34亿元，主要由旅游业务、贸易业务和商品房销售业务收入构成，相当于2024年全年收入的26.91%，营业利润率小幅下降。

(4) 现金流

2024年以来，公司现金收入比大幅提高，收入实现质量有所改善；公司经营活动现金净流量由负转正；公司投资活动现金净流出额进一步扩大；公司融资力度有所加大。考虑到拟建项目尚需投资额较大，公司仍存在一定融资需求。

图表20•公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023年	2024年	2025年1—3月
经营活动现金流入小计	41.03	33.28	11.53
经营活动现金流出小计	41.15	28.16	12.09
经营活动现金流量净额	-0.11	5.11	-0.56
投资活动现金流入小计	7.32	18.35	6.00
投资活动现金流出小计	10.26	26.64	10.06
投资活动现金流量净额	-2.95	-8.29	-4.06
筹资活动前现金流量净额	-3.06	-3.17	-4.62
筹资活动现金流入小计	101.51	121.89	39.78
筹资活动现金流出小计	95.58	117.22	41.45
筹资活动现金流量净额	5.93	4.67	-1.67
现金收入比（%）	59.87	114.04	175.61

资料来源：联合资信根据公司审计报告和2025年一季度财务报表整理

从经营活动来看，2024年，公司经营活动现金流入同比下降18.90%，主要系往来款流入减少（同比下降40.87%）所致；其中，销售商品、提供劳务收到的现金14.17亿元，同比增长62.42%，公司回款情况有所改善；经营活动现金流出同比下降31.55%，主要系往来款支出减少（同比下降79.34%）所致；经营活动现金净流量由负转正。2024年，公司现金收入比同比上升54.17个百分点，收入实现质量有所改善。

从投资活动来看，2024年，公司投资活动现金流入和流出同比分别增长150.87%和159.61%，主要系支出和回收的委托借款本金及利息大幅增长所致，投资活动现金净流出额进一步扩大。

2024年，公司筹资活动前现金流量净额仍为负。从筹资活动来看，2024年，公司筹资活动现金流入同比增长20.08%，主要系外部融资资金流入增加所致；筹资活动现金流出同比增长22.64%，主要系偿还债务支出增加所致。2024年，公司筹资活动现金净流入额同比有所下降。

2025年1—3月，公司经营活动现金净流出0.56亿元，现金收入比提升至175.61%；同期，公司投资活动现金净流出4.06亿元，筹资活动现金净流出1.67亿元。

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现尚可，长期偿债指标表现较弱，存在一定或有负债风险，间接融资渠道有待拓宽。

图表21•公司偿债指标

项目	指标	2023年	2024年	2025年3月
短期偿债指标	流动比率（%）	247.56	191.89	208.92
	速动比率（%）	191.70	149.86	161.78
	现金类资产/短期债务（倍）	0.16	0.14	0.10

长期偿债指标	EBITDA（亿元）	3.75	3.10	--
	全部债务/EBITDA（倍）	49.10	62.88	--
	EBITDA/利息支出（倍）	0.58	0.55	--

注：“--”表示数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025年一季度财务报表和公司提供资料整理

从短期偿债指标看，截至 2024 年底，公司流动比率与速动比率较上年底均有所下降，流动资产对流动负债的保障程度仍强。同期末，公司现金短期债务比有所下降，现金类资产对短期债务的保障程度仍低。截至 2025 年 3 月底，公司流动比率和速动比率较上年底均有所提升，现金短期债务比较上年底有所下降。整体看，公司短期偿债指标表现尚可。

从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 同比有所下降，EBITDA 对利息的覆盖程度小幅弱化；公司全部债务/EBITDA 有所上升。整体看，公司长期偿债指标表现较弱。

截至 2025 年 3 月底，公司对外担保余额为 66.50 亿元，担保比率为 38.23%，被担保企业主要为当地国有企业，均正常运营，但公司对外担保规模较大，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。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

截至 2025 年 3 月底，公司获得的银行授信额度为 105.87 亿元，未使用额度为 36.78 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

3 公司本部主要变化情况

公司本部资产、负债和所有者权益均占合并口径比例超过 90%，营业收入占合并口径比例超过 30%，利润总额占合并口径的 8.69%，公司利润总额主要来自子公司。公司部分业务由子公司承担，公司对子公司在财务、人事任命、投融资等方面管控措施和条例未发生重大变化，公司对子公司管控能力仍很强。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环境保护，能够履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，公司 ESG 整体表现一般，对其持续经营影响较小。

环境方面，公司工程建设、景区经营等业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，跟踪期内，联合资信未发现公司发生安全责任事故、存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，同时，公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司均具有很强的管控能力，且建立了完善的法人治理结构。跟踪期内，联合资信未发现公司高管存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

公司实际控制人具有非常强的综合实力，公司作为泰州市文旅业务重要的建设和运营主体，公司在资产注入、资金拨付和财政补贴等方面获得外部支持。

公司实际控制人为泰州市国资委，2024 年泰州市地区生产总值和一般公共预算收入均有所增长，截至 2024 年底，泰州市人民政府债务负担较重。整体看，公司实际控制人具有非常强的综合实力。

公司作为泰州市重要的旅游基础设施建设及景区运营主体，业务具有专营优势，公司在资产注入、资金拨付和财政补贴等方面获得外部支持。

资产注入

2019 年，泰州市人民政府将泰州市国泰宾馆划入公司，增加公司资本公积 1.16 亿元。2023 年，泰州市永达商贸有限公司纳入公司合并范围，增加资本公积 0.21 亿元。

资金拨付

2019 年，公司获得中央财政城镇保障性安居工程专项资金、旅游项目专项基金合计 873.86 万元。

财政补贴

2022—2024 年及 2025 年 1—3 月，公司共收到泰州市国资委拨付的财政补贴 0.68 亿元，计入“其他收益”。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、债券偿还能力分析

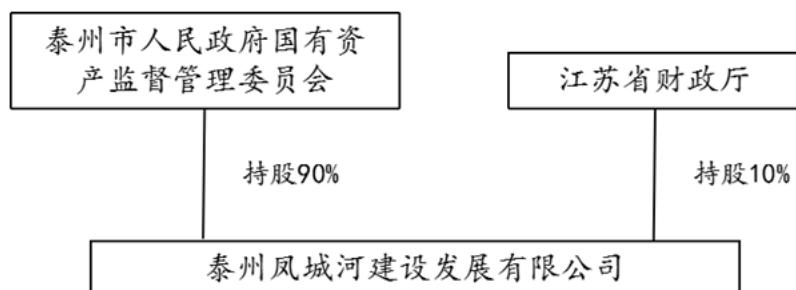
截至报告出具日，公司由联合资信评定的存续担保债券为“18 凤城河债 01/PR 凤建 01”，债券余额 2.00 亿元，由江苏再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

基于对江苏再担保经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，江苏再担保个体信用等级为 aa⁺，考虑到江苏再担保的业务政策性强、区域地位突出，能够得到股东和政府的较大支持，外部支持提升 1 个子级，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。江苏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。

九、跟踪评级结论

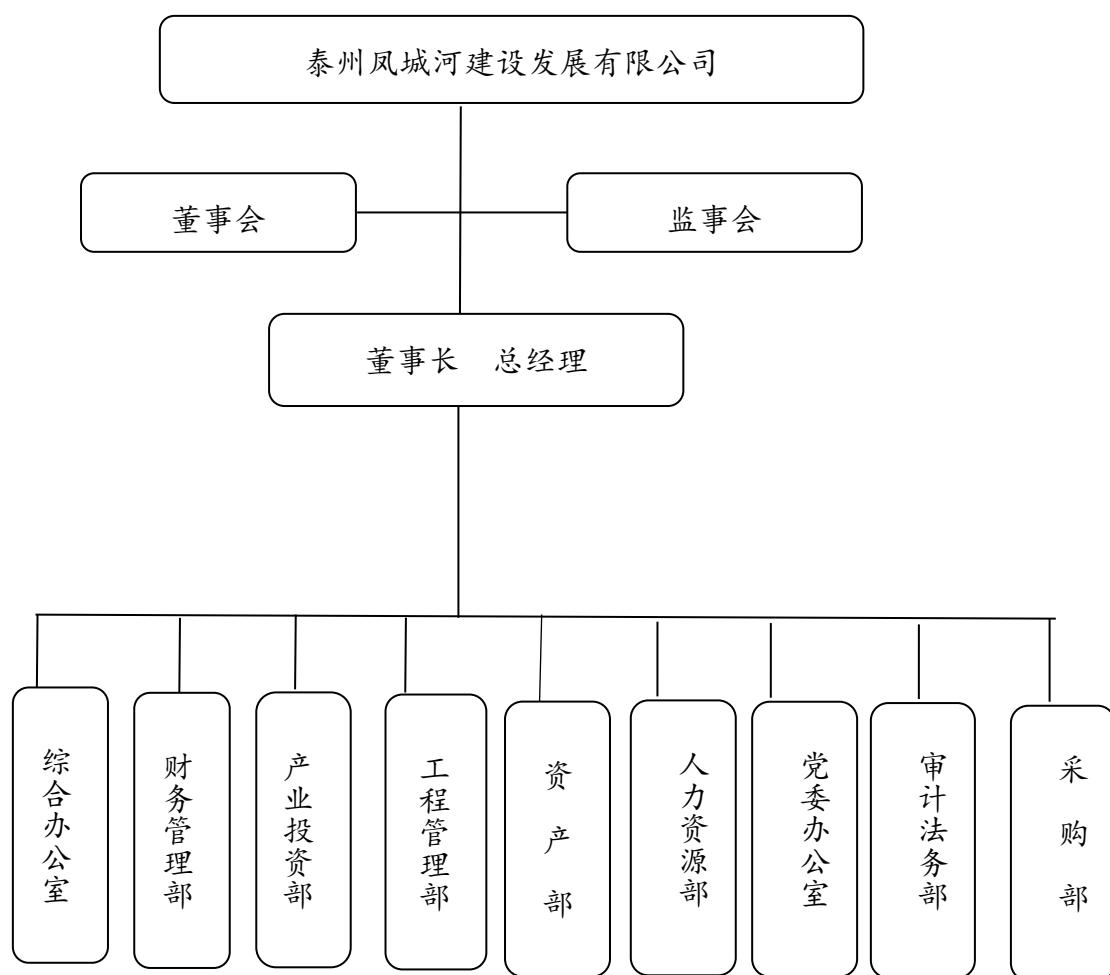
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“19 凤城河债 01/PR 凤建 02”信用等级为 AA⁺，“18 凤城河债 01/PR 凤建 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司合并口径一级子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

子公司名称	主营业务	持股比例 (%)		取得方式
		直接	间接	
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	--	投资设立
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	--	投资设立
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	--	投资设立
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	--	投资设立
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	--	投资设立
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	--	投资设立
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	--	投资设立
泰州市永达商贸有限公司	粮食收购，零售兼批发粮食，房屋租赁，多种物资销售	100.00	--	划拨

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	12.85	14.07	16.69	10.38
应收账款（亿元）	47.48	51.90	38.59	37.25
其他应收款（亿元）	144.85	152.72	176.61	183.37
存货（亿元）	59.35	64.43	66.28	68.62
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（亿元）	0.65	0.71	0.65	0.62
在建工程（亿元）	14.45	14.53	18.84	18.84
资产总额（亿元）	375.13	398.44	422.12	424.79
实收资本（亿元）	57.88	57.88	57.88	57.88
少数股东权益（亿元）	0.13	0.13	0.14	0.14
所有者权益（亿元）	168.32	171.02	173.24	173.95
短期债务（亿元）	63.87	85.46	117.15	104.35
长期债务（亿元）	101.61	98.46	77.64	91.71
全部债务（亿元）	165.48	183.92	194.78	196.06
营业总收入（亿元）	15.69	14.57	12.43	3.34
营业成本（亿元）	12.00	10.53	8.32	2.32
其他收益（亿元）	0.36	0.32	0.00	0.00
利润总额（亿元）	3.62	3.60	2.92	0.88
EBITDA（亿元）	3.71	3.75	3.10	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8.09	8.73	14.17	5.87
经营活动现金流入小计（亿元）	45.76	41.03	33.28	11.53
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.27	-0.11	5.11	-0.56
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.16	-2.95	-8.29	-4.06
筹资活动现金流量净额（亿元）	2.07	5.93	4.67	-1.67
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.35	0.29	0.27	--
存货周转次数（次）	0.20	0.17	0.13	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	0.03	--
现金收入比（%）	51.54	59.87	114.04	175.61
营业利润率（%）	22.82	27.10	31.80	30.15
总资本收益率（%）	0.83	0.77	0.64	--
净资产收益率（%）	1.61	1.54	1.28	--
长期债务资本化比率（%）	37.64	36.54	30.95	34.52
全部债务资本化比率（%）	49.58	51.82	52.93	52.99
资产负债率（%）	55.13	57.08	58.96	59.05
流动比率（%）	291.91	247.56	191.89	208.92
速动比率（%）	227.09	191.70	149.86	161.78
经营现金流动负债比（%）	-1.38	-0.10	3.24	--
现金短期债务比（倍）	0.20	0.16	0.14	0.10
EBITDA 利息倍数（倍）	0.59	0.58	0.55	--
全部债务/EBITDA（倍）	44.64	49.10	62.88	--

注：1.2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末（间）数；2.2025 年一季度财务数据未经审计；3.本报告合并口径将其他流动负债带息部分纳入短期债务核算，长期应付款带息部分纳入长期债务核算；4.2024 年和 2025 年 1—3 月，公司其他收益分别为 16.38 万元和 10.22 万元；5.“--”表示数据不适用。

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季度财务报表及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	8.58	10.00	11.21	4.92
应收账款（亿元）	47.65	49.16	37.67	36.92
其他应收款（亿元）	164.60	189.61	227.04	228.86
存货（亿元）	47.64	53.16	53.96	56.85
长期股权投资（亿元）	6.65	5.38	6.59	6.59
固定资产（亿元）	0.63	0.59	0.55	0.52
在建工程（亿元）	14.45	14.53	18.84	18.84
资产总额（亿元）	379.38	414.54	448.31	445.98
实收资本（亿元）	57.88	57.88	57.88	57.88
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	159.14	160.16	160.35	160.50
短期债务（亿元）	35.03	43.46	80.58	65.67
长期债务（亿元）	90.59	86.25	67.08	81.15
全部债务（亿元）	125.62	129.72	147.66	146.82
营业总收入（亿元）	5.31	4.64	3.98	0.51
营业成本（亿元）	4.04	3.24	2.97	0.21
其他收益（亿元）	0.36	0.32	0.00	0.00
利润总额（亿元）	1.46	1.36	0.25	0.19
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.99	0.92	1.24	1.02
经营活动现金流入小计（亿元）	40.17	34.35	36.04	7.29
经营活动现金流量净额（亿元）	1.91	0.95	-2.02	1.15
投资活动现金流量净额（亿元）	-5.15	-2.48	-6.29	-4.05
筹资活动现金流量净额（亿元）	0.74	6.94	8.47	-3.39
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.12	0.10	0.09	--
存货周转次数（次）	0.09	0.06	0.06	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	18.60	19.74	31.19	199.23
营业利润率（%）	22.53	29.25	22.82	58.76
总资本收益率（%）	0.39	0.38	0.10	--
净资产收益率（%）	0.69	0.64	0.12	--
长期债务资本化比率（%）	36.28	35.00	29.50	33.58
全部债务资本化比率（%）	44.11	44.75	47.94	47.77
资产负债率（%）	58.05	61.37	64.23	64.01
流动比率（%）	255.65	209.50	167.67	181.76
速动比率（%）	210.43	172.66	140.30	150.28
经营现金流动负债比（%）	1.81	0.66	-1.02	--
现金短期债务比（倍）	0.24	0.23	0.14	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注: 1.2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末(间)数; 2.2025 年一季度财务数据未经审计; 3. “/”代表数据未获得; 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; 4. “--”代表数据不适用。

资料来源：联合资信根据公司审计报告和 2025 年一季度财务报表整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) /上期×100%
净资产年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年)^ (1/(n-1)) -1]×100%
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 4-1 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 4-2 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 4-3 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