

2012 年泰州市姜堰国有资产投资集团有限公司

公司债券 2019 年跟踪 信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2012年泰州市姜堰国有资产投资集团有限公司 公司债券2019年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【111】号 01

债券简称：

12姜堰国投债/PR姜国
资

增信方式：

国有土地使用权抵押担
保

债券剩余规模：1.4亿元

债券到期日期：2019年
12月03日

债券偿还方式：

每年付息，存续期内第3
年至第7年每年末偿还
发行总额的20%

分析师

杨培峰 毕柳

电话：
021-51035670

邮箱：
yangpf@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法已
披露于公司官方网站。

中证鹏元资信评估有限
公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019年05月29日	2018年05月22日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对泰州市姜堰国有资产投资集团有限公司（以下简称“姜堰国投”或“公司”）及其2012年12月3日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2019年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司获得的外部支持力度仍较大，并且国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，有息债务规模较大，面临一定的即期偿债压力，对外担保面临一定的或有负债损失风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。姜堰区经济稳步增长，2018年实现地区生产总值715.58亿元，同比增长6.8%，为公司发展提供了良好基础。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。为支持公司的发展，2018年地方政府继续给予公司较大力度支持，全年向公司本部及其下属子公司提供补助合计3.57亿元，使得公司的利润水平得到一定提升。
- 土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的安全性。公司用于本期债券抵押的土地使用权2018年12月31日的评估价值14.44亿元，为本期债券未偿还本金的10.31倍，有效地提升了本期债券的安全性。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2018 年末，公司资产中其他应收款、存货合计占比 76.60%，其他应收款金额大且回收期不确定，存货主要为变现能力较弱的工程项目及土地，且存货中已抵押土地使用权资产账面原值为 48.98 亿元，占待开发土地账面价值的 66.78%，抵押比例较高，公司资产流动性较弱。
- **公司有息债务规模较大，面临一定的即期期偿债压力。**2018 年末公司有息债务规模为 111.41 亿元，较上年末增加 43.57%，占负债总额的比重为 52.66%，有息债务规模较大，公司面临一定的即期偿付压力。
- **公司对外担保面临一定的或有负债损失风险。**截至 2018 年末，公司对外担保余额为 88.94 亿元，为公司期末所有者权益的 74.28%，虽然被担保单位系区域内国有企业，但金额较大，且无相应的反担保措施，存在一定或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	3,312,796.97	2,621,957.36	2,442,422.44
所有者权益	1,197,360.82	1,166,495.63	1,210,898.66
有息债务	1,114,094.00	776,001.00	797,773.00
资产负债率	63.86%	55.51%	50.42%
流动比率	2.47	2.89	3.63
营业收入	119,013.27	99,777.70	106,323.42
其他收益	35,397.42	27,582.02	-
营业外收入	543.24	493.22	36,576.88
利润总额	15,254.50	18,546.40	17,392.35
综合毛利率	27.56%	20.39%	16.39%
EBITDA	75,889.02	73,396.62	73,216.71
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.36	1.34
经营活动现金流净额	-35,531.99	-172,108.84	-121,946.01

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

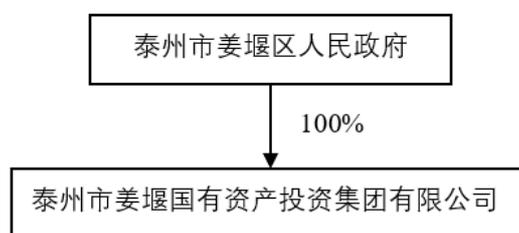
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年12月3日公开发行7亿元公司债券，本期债券为7年期固定利率债券，票面利率为6.85%，债券募集资金主要用于姜堰市区域供水项目、姜堰市农村饮水安全工程、天目山景区保护与开发工程建设项目三个项目建设。截至2019年4月13日，本期债券募集资金专户余额为0。

二、发行主体概况

2018年，公司注册资本、实收资本未发生变化，期末金额均为11.18亿元。公司控股股东及实际控制人仍为泰州市姜堰区人民政府，持股比例为100%。公司从事的主要业务包括土地开发整理、基础设施建设、自来水销售等。公司产权及控制关系如下图所示。

图1 截至2018年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

当期新纳入合并范围的一级子公司共3家，无减少的一级子公司，具体情况如下表所示。

表1 2018年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
泰州市姜堰区粮食购销总公司	100%	952.24	粮食、油料收购、销售、仓储服务	划拨转入
泰州市姜堰保安服务公司	100%	1,000.00	保安服务[门卫、巡逻、守护(含武装守护)]	划拨转入
江苏正建控股有限公司	51.25%	8,000.00	对建筑业投资	投资设立

资料来源：公司2018年度审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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”),明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文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,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将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,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时,鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型,进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月,财政部发布《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),从出资人问责角度,严堵地方违规融资。5月,财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号),明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”,增加了一般债券和普通专项债券的期限类型,有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年,随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台,城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月,国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展,确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施,引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月,国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号),明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	发展改革委、财政部	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,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将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,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债

			务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法依规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年泰州市经济规模持续增长,五大主导产业发展势头良好

2018年泰州市经济总量持续增长,全年实现地区生产总值5,107.63亿元,增长6.7%。其中,第一产业增加值为280.05亿元,增长2.7%;第二产业增加值为2,434.01亿元,增长6.8%;第三产业增加值为2,393.57亿元,增长7.0%。三次产业结构由2017年的5.60:47.10:47.30调整为5.48:47.65:46.86,第三产业的经济占比小幅下降。

工业经济方面,2018年泰州市全年规模以上工业增加值增长5.5%,规模以上工业总产值增长9.8%,经济增长势头较好。全年高新技术产业产值增长11.8%,占规模以上工业产值比重为44.2%,比上年提高1.2个百分点,高新技术产业产值增长较快。战略性新兴产业产值增长15.6%,占规模以上工业产值比重为22.0%。全年五大主导产业产值增长11.6%,其中生物医药及高新型医疗器械产值增长16.8%,高端装备制造及高技术船舶产值增长11.6%,新一代信息技术产业产值增长33.3%,五大主导产业发展势头良好。

泰州市2018年固定资产投资增长9.2%,固定资产投资主要集中在第二、第三产业。其中第一产业投资下降54.9%,第二产业投资增长8.9%,第三产业投资增长11.6%。2018年全市社会消费品零售总额为1,282.87亿元,同比增长5.8%;全年完成进出口总额为147.30亿美元,增长13.8%,对外贸易总额持续较高速增长。

表 3 2017-2018 年泰州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	5,107.63	6.7%	4,744.53	8.2%
第一产业增加值	280.05	2.7%	264.08	2.8%
第二产业增加值	2,434.01	6.8%	2,238.13	7.3%
第三产业增加值	2,393.57	7.0%	2,242.32	10.0%
固定资产投资	-	9.2%	3,623.33	14.5%
社会消费品零售总额	1,282.87	5.8%	1,254.22	12.2%
进出口总额（亿美元）	147.30	13.8%	129.48	24.8%
存款余额	6,119.38	6.8%	5,732.30	8.7%
贷款余额	4,784.04	14.6%	4,173.85	14.1%
人均 GDP（元）	109,988	6.8%	102,058	8.1%
人均 GDP/全国人均 GDP		170.14%		171.07%

注：“-”的数据未公告

资料来源：泰州市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018 年泰州市完成一般公共预算收入 366.64 亿元，增长 6.6%，其中税收收入 294.86 亿元，占比为 80.4%。同期泰州市一般公共预算支出 532.65 亿元，增长 12.0%。财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 68.83%。

2018年姜堰区经济稳步增长，第三产业占比小幅下降

2018年姜堰区实现地区生产总值715.58亿元，增长6.8%。其中，第一产业增加值为47.47亿元，增长2.6%；第二产业增加值为327.91亿元，增长7.0%；第三产业增加值为340.20亿元，增长7.2%。三次产业结构之比由2017年的6.6:45.6:47.8调整为6.6:45.9:47.5，第三产业占比小幅下降。

工业经济方面，2018年姜堰区478家规模以上工业企业产值增长7.5%。其中，轻、重工业产值分别增长5.7%和8.3%。同时，企业效益也在不断提高，全区规模以上工业企业实现主营业务收入增长9.8%，实现利润增长9.2%。高新技术产业产值增长10.2%，总量占规模以上工业比重达49.4%，比上年提高1.0个百分点。

姜堰区2018年固定资产投资比上年增长12.0%，其中产业投资增长21.7%，房地产开发投资下降14.0%。产业投资中工业投资增长20.8%。2018年全区社会消费品零售总额为180.55亿元，同比增长6.6%；全年完成进出口总额为13.93亿美元，增长17.4%。

表 4 2017-2018 年姜堰区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	715.58	6.8%	668.81	7.3%

第一产业增加值	47.47	2.6%	44.27	2.8%
第二产业增加值	327.91	7.0%	305.09	6.6%
第三产业增加值	340.20	7.2%	319.45	8.6%
固定资产投资	-	12.0%	560.10	13.2%
社会消费品零售总额	180.55	6.6%	192.57	11.7%
进出口总额（亿美元）	13.93	17.4%	11.86	24.1%
存款余额	789.77	9.91%	718.54	8.1%
贷款余额	634.22	15.94%	547.03	12.5%
人均 GDP（元）		97,951		91,492
人均 GDP/全国人均 GDP		151.52%		153.36%

资料来源：姜堰区 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018 年姜堰区实现一般公共预算收入 37.79 亿元，增长 11.3%，其中税收收入占比为 83.8%。同期姜堰区一般公共预算支出 71.61 亿元，增长 8.9%。财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 52.77%。

四、经营与竞争

公司经营范围包括土地开发整理（拆迁）项目、公建项目、自来水销售、担保业务、拍卖业务等，2018 年新增粮食销售、保安服务及服务费业务，其中粮食销售业务由子公司泰州市姜堰区粮食购销总公司（以下简称“粮食公司”）运营，保安服务由子公司泰州市姜堰保安服务公司（以下简称“保安公司”）运营，服务费主要系中天二村保障性住房项目、南苑市场及周边地块棚户区改造安置项目前期服务费。土地开发整理（拆迁）项目和公建项目系公司最主要的两类业务，公司其他业务收入主要包括利息和房租收入。公司 2018 年公建项目收入结算规模大幅下降，当期确认的公建项目收入较上年下降 63.42%，而土地开发整理（拆迁）项目收入规模较大，较上年增长 381.91%，公司营业收入为 11.90 亿元，同比上升 19.28%。由于土地开发整理业务毛利率、公建项目毛利率和自来水销售业务毛利率均有所上升，2018 年公司综合毛利率上升至 27.56%，较上年增长 7.17 个百分点。

表 5 2017-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	115,804.63	28.44%	96,785.13	19.80%
其中：土地开发整理（拆迁）项目收入	60,121.36	20.42%	12,475.73	19.47%
公建项目收入	27,320.39	19.80%	74,693.20	16.47%
自来水销售收入	6,851.70	33.63%	6,603.17	23.70%

担保业务收入	3,385.42	88.66%	3,003.63	95.11%
拍卖业务收入	-	-	9.38	100.00%
服务费	9,653.21	100%	-	-
粮食销售	7,427.06	0.66%	-	-
保安服务	1,045.49	23.30%	-	-
其他业务	3,208.64	-4.37%	2,992.58	39.73%
合计	119,013.27	27.56%	99,777.70	20.39%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司土地开发整理业务收入大幅回升,但该业务收入未来面临一定的波动风险

公司土地开发整理（拆迁）项目收入全部来自于其子公司泰州市姜堰城市建设投资发展有限公司（以下简称“姜堰城投”）。根据《姜堰市政府关于明确市城投公司受托拆迁项目有关事项的通知》（姜政发[2007]73号），姜堰区城区地块拆迁项目原则上统一由姜堰城投负责组织实施，拆迁项目具体运作由区相关业务部门负责业务指导，拆迁项目成本支出则由财政局负责审核。待项目完工后，由区政府或者其他委托方按照审核确认的项目成本进行回购，并按项目成本的10%向姜堰城投支付服务费，姜堰城投则按项目成本和服务费合计金额确认土地开发整理（拆迁）项目收入。2010年姜堰区政府批复了姜堰城投关于调整项目服务费比例的请示，同意将服务费的比例由原来的10%提高至20%。具体实施时，就公司拆迁、在建项目成本由审计局出具审计报告，公司与委托代建方在审计报告的基础上综合考虑近期的融资成本率、工期协商确定项目回购价，不同项目的毛利率有所不同。

2018年，子公司姜堰城投土地开发整理业务规模大幅回升，当期主要确认了河东街地段ABC段、渔业社地段和中心超市地段等的拆迁收入，土地开发整理（拆迁）项目收入6.01亿元，同比增长381.91%，主要系当年完工决算规模大幅上升所致。由于土地开发整理业务易受房地产市场行情、政府资金安排影响，土地开发整理成本因土地位置不同有所波动，公司土地开发整理（拆迁）项目收入面临一定的波动风险。

公司目前在建项目较多，未来会带来一定收入

公司公建项目收入来自于姜堰区内市政设施代建业务，具体业务由其子公司姜堰城投负责，包括市政基础设施及保障性住房项目。根据《姜堰市政府关于明确公司受托代建项目服务费标准的通知》（姜政发[2007]66号），姜堰城投先自行垫付代建项目建设资金，待项目建设完工后，将由市政府或者项目委托方按照审核确认的成本进行回购并按项目成本的10%支付项目服务费。2010年姜堰市人民政府批复了姜堰城投关于调整项目服务费比例的请示，同意将服务费的比例由原来的10%提高至20%。2018年1月3日，泰州市姜堰区人民政府办公室印发《区政府关于同意由兴都资产管理公司承建姜堰区市政建设项目的通

知》，同意将原由区政府对外委托建设的姜堰城区市政设施建设项目统一改由泰州市姜堰区兴都资产经营管理有限公司（以下简称“兴都资管”）集中管理，并由兴都资管作为委托发包人对外委托发包。并将原由区政府委托给姜堰城投截至2017年末仍未完工的市政工程项目转交给兴都资管负责管理、现场督察、完工验收及资产的接收。公司于2018年1月5日与兴都资管签署委托代建协议，协议约定根据项目建设周期、工程质量、施工安全、成本控制等代建项目完成实际情况，由双方共同协商确认结算最终金额，但最终结算金额应不低于工程审计决算报告确认的金额。姜堰城投垫付款项在项目完工结算前计入预付款项或存货科目。

2018年公司实现公建项目业务收入2.73亿元，较上年下降63.42%。公建项目具体结算时点除了受工程施工进度影响外，还受姜堰区政府资金支出安排影响较大，预计公建项目收入波动性较大。

表 6 2018 年公司公建项目收入明细（单位：万元）

项目	成本	收入
城市道路建设及零星工程	9,811.30	12,135.92
长江西路改造工程	3,139.75	4,029.13
姜堰市民体育公园	1,655.25	2,038.83
药厂路	1,918.78	2,378.64
中干河滨河绿化工程（新）	1,106.77	1,383.50
老通扬运河滨河长廊景观建设	2,044.26	2,587.38
中天智慧社区项目建设工程	2,235.53	2,766.99
合计	21,911.65	27,320.39

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司正在建设的主要公建项目包括陈庄路、老小区出新整治工程等，存货中待结转开发成本--建设项目余额为8.71亿元，公司主要在建项目预计总投资6.74亿元，已投资6.41亿元，公司在建项目尚需投资合计0.33亿元，未来结转会带来一定收入。

表 7 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资
陈庄路	29,054.23	28,601.32	452.91
老小区出新整治工程	7,641.26	7,314.42	326.84
三水大道（新）	6,472.00	5,898.41	573.60
振兴路（鸡鸣路-长江东路）2017 新	5,736.50	5,431.63	304.87
人民路道路（淮海路-328 国道）改造工程 2015 年	4,458.72	4,136.89	321.83
上海路（新）	3,578.82	3,339.59	239.23
城市绿地（时庄河公园）	2,876.40	2,604.55	271.85

城东健身公园（新建）2017 新	2,701.84	2,438.85	262.99
东海南路及北路	2,527.00	2,185.49	341.51
天目路（新）	2,378.68	2,155.58	223.10
合计	67,425.45	64,106.72	3,318.73

资料来源：公司提供

公司自来水销售业务经营稳定，业务毛利率有所提高

公司自来水销售收入全部来自于子公司姜堰市自来水公司（以下简称“自来水公司”）。自来水公司以每吨0.94元的价格从泰州市三水厂采购自来水，再按照政府指导价对外销售。此外，为新的用户安装自来水供水系统也是自来水公司销售收入的来源之一，相关收入一并计入自来水销售收入中，且该部分业务毛利率较销售自来水业务毛利率高。

2018年自来水公司新增用户500户，公司实际售水量较上年增长11.88%，自来水销售收入较上年增长3.76%。由于公司2017年底改清水采购为浑水采购，经公司浑改清工程后对外销售，销售单价不变，浑水采购成本降低，使得公司2018年自来水销售业务毛利率升至33.63%，较上年增加9.93个百分点。总体来看，公司自来水销售业务经营稳定，目前姜堰区已基本实现自来水全覆盖，且单个家庭用水量波动较小，该项业务收入规模稳定性较好。

表 8 公司自来水销售情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年
自来水用户数（万户）	31.66	31.61	31.58
设计供水能力（万吨/日）	15.00	15.00	15.00
实际供水量（万吨/年）	4,360.00	3,890.00	3,707.00
实际售水量（万吨/年）	3,815.00	3,410.00	3,183.00
平均单位水价（元/吨）	3.15	3.15	3.15

注：表中实际供水量与实际售水量之间的差异主要系公共用水及运输过程中水量损耗所致，平均单位水价中含替政府代收的部分，此部分未列入自来水销售收入中。公司平均单位水价中包含代政府收取的污水处理费。

资料来源：公司提供

2018年公司担保业务收入为3,385.42万元，毛利率为88.66%，主要是为区内关联国有企业担保所取得的收入。粮食销售业务由粮食公司运营，主要为贸易业务，因此毛利率水平较低。保安服务由保安公司运营，部分收入为提供安保服务所得，部分为销售消防器材。服务费主要系中天二村保障性住房项目、南苑市场及周边地块棚户区改造安置项目前期服务费，仅确认了纯收入部分，因此毛利率水平为100%。

公司获得的外部支持力度较大

为支持公司的发展，2018年地方政府继续给予公司较大力度支持，全年向公司本部及其下属子公司提供补助合计3.57亿元，较大规模的补助使得公司的利润水平得到提升，一

定程度保障了公司的可持续发展能力。

表 9 2018 年公司获外部支持情况（单位：万元）

补贴对象	补贴金额	依据文件
泰州市姜堰国有资产投资集团有限公司	18,320.00	泰姜财融发【2018】5号
泰州市姜堰城市建设投资发展有限公司	4,000.00	泰姜财融发[2018]2号
泰州市姜堰城市建设投资发展有司	10,000.00	泰姜财融发[2018]3号
泰州市姜堰城市建设投资发展有限公司	2,979.10	泰姜财融发[2018]4号
泰州市国信担保有限公司	300.00	泰姜财融发【2018】6号
泰州市姜堰区粮食购销总公司	98.32	
合计	35,697.42	-

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年度审计报告，报告均采用新会计准则编制。当期纳入合并范围的一级子公司共7家，具体情况如附录二所示。

资产结构与质量

公司资产规模稳中有增，但资产中其他应收款和存货占比较大，资产整体流动性较弱
 截至2018年末，公司资产总额为331.28亿元，同比增长26.35%。公司资产以流动资产为主，期末流动资产占总资产的比重为91.57%，为303.37亿元。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货所构成。2018年末公司货币资金余额为32.49亿元，占资产总额的9.81%，主要是银行存款和其他货币资金，其中使用受限的货币资金规模为8.93亿元，占货币资金总额的27.47%，主要系定期存单质押保证金和承兑汇票保证金。公司2018年末应收账款账面价值为9.16亿元，主要是其子公司姜堰城投应收泰州市姜堰区兴都资产经营管理有限公司的土地购置款以及工程款，较大规模的应收款项挤占了公司的营运资金。公司其他应收款期末账面价值为138.43亿元，同比增长29.19%，占总资产的41.79%。其他应收款主要是应收其他单位的往来款，欠款对象集中度较高，前五大欠款对象分别为泰州市姜堰区财政局、泰州市天目建设发展有限公司、泰州市姜堰区国有资产管理委员会办公室、泰州市民生建设有限公司和泰州市姜堰绿源环境科技发展有限公司，欠款金额占其他应收款总额的比重分别为44.57%、14.52%、

7.63%、7.14%、4.42%，合计为78.01%。欠款对象主要是区财政局和工程项目施工方，所以款项回收风险较小，但其他应收款金额大且回收期限不确定，对公司资金形成较大占用。公司存货包括原材料、库存商品、拆迁项目、建设项目、待开发土地，2018年末存货账面价值为115.30亿元，占总资产的比重为34.81%，规模较大。其中，拆迁项目为公司开发整理的土地，账面价值为33.01亿元；建设项目为公司代建的道路、房屋等市政工程，账面价值为8.71亿元；待开发土地为商住用地或城镇住宅商服用地，账面价值为73.34亿元。截至2018年末，公司存货中已抵押土地使用权资产账面原值为48.98亿元，占待开发土地账面价值的66.78%，抵押比例较高，流动性较弱。公司其他非流动资产2018年末余额为18.76亿元，主要为公司对泰州普罗新能源汽车股权投资合伙企业（有限合伙）等基金的投资。

总体来看，2018年公司资产持续增长，虽然公司资产以流动资产为主，但其他应收款和存货占比较大，其他应收款金额大且回收期限不确定，存货多为变现能力较弱的土地及建筑工程，且存货受限比例较高，公司资产整体的流动性较弱。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	324,949.80	9.81%	244,422.89	9.32%
应收账款	91,573.16	2.76%	1,168.16	0.04%
其他应收款	1,384,331.06	41.79%	1,071,537.96	40.87%
存货	1,153,046.28	34.81%	1,001,427.57	38.19%
流动资产合计	3,033,656.52	91.57%	2,510,778.50	95.76%
其他非流动资产	187,563.97	5.66%	53,038.96	2.02%
非流动资产合计	279,140.45	8.43%	111,178.85	4.24%
资产总计	3,312,796.97	100.00%	2,621,957.36	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司营业收入规模及毛利率水平均有所上升，盈利水平对政府补助依赖性较高

公司2018年的营业收入主要来自于土地开发整理（拆迁）项目和公建项目。公司公建项目收入结算规模大幅下降，当期确认的公建项目收入较上年下降63.42%，而土地开发整理（拆迁）项目收规模较大，较上年增长381.91%。

业务毛利率方面，由于土地开发整理业务毛利率、公建项目毛利率和自来水销售业务毛利率较上年均有所上升，2018年公司综合毛利率上升至27.56%，较上年增长7.17个百分点。2018年公司共获得政府补助3.57亿元，利润总额为1.53亿元，同比下降17.75%，公司

盈利主要依赖于政府补助。

总体来看，公司营业收入规模及毛利率水平均有所上升，盈利水平对政府补助依赖性较高。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	119,013.27	99,777.70
其他收益	35,397.42	27,582.02
营业利润	14,992.32	18,471.99
利润总额	15,254.50	18,546.40
综合毛利率	27.56%	20.39%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流持续净流出，随着土地开发整理（拆迁）项目的逐渐推进，存在一定资金压力

公司经营活动现金流主要反映了土地开发整理（拆迁）、基础设施建设、自来水销售等业务相关的现金流入流出以及与其他单位的往来款的流入流出。2018年收现比为0.46，较上年大幅下降。由于公司与其他单位之间往来款净流出规模较大、公司代建项目及土地整理业务垫资金额较大且工程款回收期较长，2018年公司经营活动现金净流出3.55亿元，净流出金额较上年减少79.35%。

公司投资活动现金流主要反映了银行理财产品投资活动及与其他单位资金拆借活动，公司2018年投资活动现金流入规模较上年下降58.30%，投资活动现金流出规模较上年上升271.85%，当期投资活动现金净流出17.19亿元。为满足公司经营活动所需资金，公司主要通过银行借款、发行债券等方式筹措资金。公司当期对外筹资规模大幅增加，2018年公司筹资活动实现现金净流入33.28亿元，较上期上升390.61%。

总体来看，经营活动现金流持续净流出，随着土地开发整理（拆迁）项目的逐渐推进，存在一定资金压力。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.46	1.06
销售商品、提供劳务收到的现金	54,258.73	105,904.32
收到的其他与经营活动有关的现金	132,037.80	82,415.56
经营活动现金流入小计	186,296.53	188,319.88

购买商品、接受劳务支付的现金	196,063.48	130,803.90
支付的其他与经营活动有关的现金	21,188.76	224,270.68
经营活动现金流出小计	221,828.52	360,428.72
经营活动产生的现金流量净额	-35,531.99	-172,108.84
投资活动产生的现金流量净额	-171,920.14	58,500.32
筹资活动产生的现金流量净额	332,758.35	67,825.32
现金及现金等价物净增加额	125,306.21	-45,783.20

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，面临一定的即期偿债压力

2018年末公司所有者权益总额为119.74亿元，较上年末上涨2.65%。公司期末负债总额增至211.54亿元，同比增长45.34%。综合影响下，2018年末公司产权比率升至176.67%。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	2,115,436.15	1,455,461.73
所有者权益	1,197,360.82	1,166,495.63
产权比率	176.67%	124.77%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司流动负债和非流动负债占负债总额的比重分别为58.16%、41.84%。公司2018年末有息债务规模为111.41亿元，占负债总额的比重为52.66%，有息债务规模较大。

公司流动负债主要包括短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。2018年公司短期借款期末余额为1.81亿元，较上期期末下降63.91%。公司2018年末应付票据余额为6.32亿元，同比上升34.04%。公司应付账款主要是其子公司姜堰城投应付其他单位的项目工程款，期末余额为5.47亿元。公司其他应付款主要是与其他单位的往来款，2018年末余额为88.77亿元，较上期期末增加64.33%，主要是与关联单位的往来款。一年内到期的非流动负债系2018年到期的长期借款及应偿付的债券本金，2018年末账面余额为14.41亿元。

公司非流动负债主要包括长期借款和应付债券。公司2018年末长期借款期末余额增至62.32亿元，较上期期末上升117.83%。公司应付债券系本期债券及其子公司姜堰城投发行的“13姜堰发展债”、“16姜堰发展债”、“16姜城01债券”、“16姜城02债券”，期末余额合计为23.68亿元。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	18,100.00	0.86%	50,150.00	3.45%
应付票据	63,200.00	2.99%	47,150.00	3.24%
应付账款	54,719.43	2.59%	85,678.91	5.89%
其他应付款	887,704.98	41.96%	540,193.85	37.11%
一年内到期的非流动负债	144,110.58	6.81%	100,600.00	6.91%
流动负债合计	1,230,370.73	58.16%	868,860.73	59.70%
长期借款	623,219.00	29.46%	286,101.00	19.66%
应付债券	236,800.00	11.19%	292,000.00	20.06%
非流动负债合计	885,065.42	41.84%	586,601.00	40.30%
负债合计	2,115,436.15	100.00%	1,455,461.73	100.00%
其中：有息债务	1,114,094.01	52.66%	776,001.00	53.32%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从公司有息债务偿还期限的分布看，公司 2019 年至 2021 年到期的有息债务分别为 23.23 亿元、14.28 亿元和 27.86 亿元，公司有息债务面临一定的即期偿付压力。

表 15 截至 2018 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年及以后
到期有息债务本金	232,284.58	142,789.83	278,606.19	460,413.41

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债能力指标看，2018 年末公司资产负债率为 63.86%，较上期增加 8.35 个百分点。公司 2018 年末流动比率、速动比率分别为 2.47、1.53，较上期期末均有所下降，主要系公司其他应付款大幅增加所致。因 2018 年公司 EBITDA 基本稳定，而有息债务规模大幅上升，EBITDA 利息保障倍数小幅下降至 1.29，有息债务/EBITDA 升至 14.68，盈利对债务的保障程度略有减弱。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	63.86%	55.51%
流动比率	2.47	2.89
速动比率	1.53	1.74
EBITDA（万元）	75,889.02	73,396.62
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.36
有息债务/EBITDA	14.68	10.57

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

土地使用权抵押担保为本期债券的本息偿付提供了进一步的保障,提升了本期债券的信用水平

为了保证本期债券持有人的利益,公司以溱湖医院北侧地段、渔业社东侧地段、328国道北侧地段的3宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保,抵押土地登记用途为城镇住宅商服用地,土地登记面积共计1,491,451平方米。

根据公司与华泰联合证券有限责任公司(债权代理人)及交通银行股份有限公司泰州分行(抵押资产监管人)签订的《抵押资产监管协议》,在本期债券存续期间,公司应聘请经债权代理人认可的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告;在本期债券本息全部清偿完毕前,抵押资产的最近一期评估值与本期债券未偿还本金的比率(下称简称“抵押率”)不得低于2。

根据江苏宁达不动产评估咨询有限公司出具的评估报告(评估基准日2018年12月31日),用于本期债券抵押担保的土地面积合计为1,491,451.00平方米,评估总价为144,399.27万元,抵押率为10.31,满足抵押资产监管协议中这一指标不低于2的规定,国有土地使用权为本期债券提供抵押担保有效提升了本期债券的信用水平。

表 17 2018 年 12 月 31 日本期债券抵押土地评估情况

序号	权证编号	土地位置	面积 (平方米)	评估价值 (万元)
1	姜土国用(籍16)第11366号	溱湖医院北侧地段	86,470.00	6,831.13
2	姜土国用(籍16)第11357号	渔业社东侧地段	1,000,270.00	71,519.31
3	姜土国用(籍16)第11358号	328国道北侧地段	404,711.00	66,048.84
合计		-	1,491,451.00	144,399.27

资料来源:(江苏)金宁达(2018)(估)字第JY123101-123107号,公司提供

七、或有事项分析

(一) 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告,从2016年1月1日至报告查询日(2019年5月17日),公司本部不存在未结清不良类信贷记录,公司各项债务融资工具均按时偿付利息,无逾期未偿付或逾期偿付情况。

(二) 或有事项分析

截至2018年12月31日,公司及其子公司对外担保余额为88.94亿元,为公司期末所有者权益的74.28%,虽然被担保单位系区域国有企业,但金额较大,且无相应的反担保措施,

存在一定的或有负债风险。公司对外担保具体情况请参考附录三。

八、评级结论

2018年,泰州市和姜堰区经济规模持续增长,为公司发展提供了较好的外部经营环境;公司作为姜堰区重要的国有资产运营主体,公司获得的外部支持力度仍较大;同时,国有土地使用权抵押的抵押担保有效提升了本期债券的安全性。

但我们也关注到,2018年公司资产中其他应收款和存货占比较大,其他应收款回收期不确定,存货多为流动性较弱的工程项目及土地,且存货中土地资产抵押比例较大,公司资产流动性较弱;公司有息债务规模较大且面临一定的即期偿付压力;公司期末对外担保余额较大,存在一定的或有负债风险等风险因素。

基于以上情况,中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA,维持本期债券信用等级为AA+,维持评级展望为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	324,949.80	244,422.89	319,655.89
其他应收款	1,384,331.06	1,071,537.96	783,655.65
存货	1,153,046.28	1,001,427.57	1,018,097.42
流动资产合计	3,033,656.52	2,510,778.50	2,355,187.86
资产总计	3,312,796.97	2,621,957.36	2,442,422.44
短期借款	18,100.00	50,150.00	28,485.00
其他应付款	887,704.98	540,193.85	296,266.03
一年内到期的非流动负债	144,110.58	100,600.00	73,377.00
流动负债合计	1,230,370.73	868,860.73	648,612.78
长期借款	623,219.00	286,101.00	260,911.00
应付债券	236,800.00	292,000.00	322,000.00
非流动负债合计	885,065.42	586,601.00	582,911.00
负债合计	2,115,436.15	1,455,461.73	1,231,523.78
有息债务	1,114,094.01	776,001.00	797,773.00
所有者权益	1,197,360.82	1,166,495.63	1,210,898.66
营业收入	119,013.27	99,777.70	106,323.42
其他收益	35,397.42	27,582.02	-
营业利润	14,992.32	18,471.99	-19,060.93
营业外收入	543.24	493.22	36,576.88
利润总额	15,254.50	18,546.40	17,392.35
经营活动产生的现金流量净额	-35,531.99	-172,108.84	-121,946.01
投资活动产生的现金流量净额	-171,920.14	58,500.32	-163,475.96
筹资活动产生的现金流量净额	332,758.35	67,825.32	301,819.50
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	27.56%	20.39%	16.39%
收现比	0.46	1.06	1.05
产权比率	176.67%	124.77%	101.70%
资产负债率	63.86%	55.51%	50.42%
流动比率	2.47	2.89	3.63
速动比率	1.53	1.74	2.06
EBITDA（万元）	75,889.02	73,396.62	73,216.71
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.36	1.34
有息债务/EBITDA	14.68	10.57	10.90

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的一级子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
泰州市姜堰城市建设投资集团有限公司	260,000.00	100.00%	受市政府委托；经营城市土地资产；经营城市地下管网、地面构筑物租赁；筹措城市建设资金；城市建设项目决策咨询；城市市政工程基础设施建设；房地产开发；物业管理；为招商引资提供咨询服务。
泰州市姜堰区城市水利投资开发有限公司	10,036.78	95.16%	城市防洪及河道综合整治工程项目的投资、开发、建设、管理；金属材料、建筑材料、装饰材料销售。
泰州市国信担保有限公司	30,000.00	53.27%	融资性担保业务；贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用保证担保。其他业务：诉讼保全担保、尾付款如约偿付担保等履约担保业务；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务；以自有资金进行投资；动产质押监管。
泰州市姜堰自来水公司	30,548.03	100.00%	自来水生产、供应；纯净水制造、自销（限分支经营）；自来水管道的安装；自来水管道的零售。
泰州市姜堰区粮食购销总公司	952.24	100%	粮食、油料收购、销售、仓储服务
泰州市姜堰保安服务公司	1,000.00	100%	保安服务[门卫、巡逻、守护(含武装守护)]
江苏正建控股有限公司	8,000.00	51.25%	对建筑业投资

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 截至2018年12月31日公司对外担保明细（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否民企
泰州市天能城乡建设发展有限公司	2,730.00	2034/8/24	否
泰州市天能城乡建设发展有限公司	9,100.00	2034/8/24	否
泰州市天能城乡建设发展有限公司	27,300.00	2034/8/24	否
泰州市天能城乡建设发展有限公司	18,200.00	2034/8/24	否
泰州市天能城乡建设发展有限公司	9,400.00	2034/8/24	否
泰州市天能城乡建设发展有限公司	25,400.00	2034/8/24	否
泰州市天能城乡建设发展有限公司	28,200.00	2034/8/24	否
泰州市天能城乡建设发展有限公司	18,200.00	2034/8/24	否
泰州市天能城乡建设发展有限公司	14,000.00	2026/12/31	否
泰州市天能城乡建设发展有限公司	1,000.00	2026/12/31	否
泰州市民生建设有限公司	1,000.00	2019/1/26	否
泰州市民生建设有限公司	10,500.00	2019/9/21	否
泰州市民生建设有限公司	10,500.00	2019/9/21	否
泰州市民生建设有限公司	10,500.00	2019/9/21	否
泰州市民生建设有限公司	10,500.00	2019/9/21	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	13,336.00	2022/10/21	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	8,000.00	2019/1/4	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	5,000.00	2019/1/9	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	2,500.00	2020/9/30	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	2,500.00	2019/3/23	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	2,500.00	2019/9/23	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	2,500.00	2020/3/30	否
泰州市金姜堰旅游发展有限公司	1,000.00	2019/5/7	否
泰州市金姜堰旅游发展有限公司	1,000.00	2019/5/29	否
泰州市金姜堰旅游发展有限公司	2,000.00	2019/12/28	否
泰州市金姜堰旅游发展有限公司	2,000.00	2019/4/18	否
泰州市金姜堰旅游发展有限公司	1,000.00	2019/4/15	否
泰州市民生建设有限公司	60,000.00	2028/3/22	否
泰州市民生建设有限公司	50,000.00	2028/3/22	否
泰州市民生建设有限公司	30,000.00	2028/3/22	否
泰州市民生建设有限公司	30,000.00	2028/3/22	否
泰州市民生建设有限公司	59,000.00	2026/6/4	否
泰州市民生建设有限公司	20,000.00	2026/6/4	否
泰州市民生建设有限公司	1,000.00	2026/6/4	否

泰州市民生建设有限公司	64,000.00	2028/9/11	否
泰州市民生建设有限公司	8,000.00	2019/12/18	否
泰州市天目建设发展有限公司	15,000.00	2027/3/14	否
泰州市天目建设发展有限公司	15,000.00	2025/9/14	否
泰州市天目建设发展有限公司	12,000.00	2028/3/14	否
泰州市天目建设发展有限公司	5,000.00	2026/3/14	否
泰州市天目建设发展有限公司	5,000.00	2024/9/14	否
泰州市天目建设发展有限公司	5,000.00	2023/9/14	否
泰州市天目建设发展有限公司	32,200.00	2023/2/23	否
泰州市天能城乡建设发展有限公司	29,880.00	2022/3/26	否
泰州市天能城乡建设发展有限公司	19,820.00	2022/3/26	否
泰州市天能城乡建设发展有限公司	50,000.00	2024/6/20	否
泰州市天能城乡建设发展有限公司	20,000.00	2024/6/20	否
泰州市天能城乡建设发展有限公司	10,000.00	2024/6/20	否
泰州市姜堰绿源环境科技发展有限公司	38,000.00	2021/12/7	否
泰州市姜堰绿源环境科技发展有限公司	5,000.00	2020/2/27	否
泰州市姜堰绿源环境科技发展有限公司	4,000.00	2019/6/12	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	2,500.00	2020/9/23	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	2,500.00	2019/9/23	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	2,500.00	2020/3/23	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	2,500.00	2019/3/23	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	5,850.00	2020/12/25	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	2,925.00	2020/12/25	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	20,000.00	2020/12/23	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	9,932.00	2019/1/12	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	5,896.48	2020/12/25	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	4,100.00	2020/9/23	否
泰州市兴水河道整治建设有限公司	2,947.99	2020/12/25	否
合计	889,417.47	-	-

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+其他流动负债的定向融资+其他非流动负债的定向融资+长期应付款的融资租赁

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。