

2015 年泰州市海陵资产经营有限公司

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：

报告编号:

中鹏信评【2019】跟踪第  
【872】号 01

债券简称: PR 海资债  
/15 海陵债

增信方式: 保证担保

担保主体: 泰州市城市  
建设投资集团有限公司

债券剩余规模: 9.6 亿  
元

债券到期日期: 2022 年  
12 月 14 日

债券偿还方式: 每年付  
息一次, 分次还本, 同  
时设置本金提前偿还条  
款, 分别于本期债券的  
第 3 至第 7 个计息年度  
末偿还本期债券发行总  
额的 20%。

分析师

姓名:  
何馨逸 张旻烁

电话:  
021-51035670

邮箱:  
hexy@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。

中证鹏元资信评估股份  
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

## 2015 年泰州市海陵资产经营有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	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 06 月 27 日	2018 年 06 月 25 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”)对泰州海陵城市发展集团有限公司(以下简称“海陵城发”或“公司”)及其 2015 年 12 月 14 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上调为 AA+, 评级展望维持为稳定。本次评级上调主要是基于外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础; 公司是海陵区主要投融资平台和基础设施建设主体, 业务多元化程度较高, 主要业务可持续性较好, 且公司持续获得外部的大力支持; 担保方泰州市城市建设投资集团有限公司(以下简称“泰州城建”)提供的保证担保仍能一定程度上保障本期债券的安全性。同时中证鹏元关注到公司资产流动性一般, 有息负债保持较大规模, 面临较大的偿债压力以及存在较大或有负债风险等风险因素。

### 正面:

- 外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础。泰州市经济实力较强, 2018 年经济继续稳定增长, 全市完成地区生产总值 5,107.63 亿元, 按可比价计算, 增长 6.7%; 海陵区作为泰州市的主城区和核心区域, 经济规模较大且持续增长, 2018 年海陵区实现地区生产总值 622.02 亿元, 同比增长 6.5%。随着 2019 年海陵区统计口径新增凤凰街道、寺巷街道、明珠街道、红旗街道, 海陵区经济实力将进一步增强。
- 公司业务多元化程度较高, 主要业务可持续性较好。公司是泰州市海陵区主要的投融资平台和基础设施建设主体, 主要从事泰州市海陵区保障性住房和安居工程

<sup>1</sup> 2019 年 5 月 30 日, 公司更名为“泰州海陵城市发展集团有限公司”



建设、土地开发与运营、城市基础设施建设等业务，截至 2018 年末，公司基础设施建设项目仍需进行持续投资，业务持续性较好，且未来完工将确认一定规模收入；公司主要在售安置房项目剩余可供销售面积为 47.82 万平方米，未来该项收入较有保障；公司已整理待出让地块面积为 173.00 万平方米，未来随着这些地块的逐步出让，公司将获得土地出让金返还收入。

- **公司持续获得外部的大力支持。**公司是泰州市海陵区主要投融资平台和基础设施建设主体，持续获得外部的大力支持，2017 年公司得到海陵区财政局批准获得资本性注入 10.00 亿元；2018 年受海陵区财政局资本性注入和公司一家子公司股权划出的综合影响，公司资本公积净增加 13.01 亿元；2019 年 1-6 月，公司股东以货币资金方式向公司增资合计 29.86 亿元，公司资本实力大幅增强；此外，2017 年和 2018 年海陵区财政局分别给予公司城市基础设施建设补助资金 1.09 亿元和 1.00 亿元，一定程度上提升了公司的利润水平。
- **保证担保仍能一定程度保障本期债券的安全性。**泰州城建经营情况良好，其提供的全额不可撤销的连带责任保证担保仍能一定程度保障本期债券的安全性。

### 关注：

- **公司资产流动性一般。**公司资产中存货和应收款项合计占比 73.39%，应收款项整体回款时间存在不确定、较大程度占用公司营运资金；存货中土地变现存在不确定性，整体资产流动性一般。
- **公司负债水平较高，有息债务保持较大规模，面临较大偿债压力。**截至 2018 年末，公司资产负债率 69.36%，有息债务总额为 151.71 亿元，占期末负债总额的比重为 50.80%，仍保持较大规模，EBITDA 利息保障倍数为 0.19，息税前利润对利息支付的保障能力较弱，公司面临较大本息偿付压力。
- **公司对外担保规模较大，面临较大或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 91.16 亿元，占同期末公司净资产的 69.09%，其中对民营企业的担保占比为 6.34%，公司对外担保部分无反担保措施且整体规模较大，面临较大或有负债风险。

### 公司主要财务指标（单位：万元）：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	4,306,113.08	4,525,428.26	3,472,302.59
所有者权益	1,319,464.94	1,163,575.87	1,047,588.58
资产负债率	69.36%	74.29%	69.83%

流动比率	2.70	2.63	3.37
有息债务	1,517,075.01	2,174,332.67	2,001,604.85
营业收入	124,826.51	137,215.72	94,999.71
营业利润	20,678.46	20,501.77	4,458.62
其他收益	10,379.37	11,161.64	-
营业外收入	469.43	497.03	17,581.14
利润总额	21,130.50	20,801.46	21,757.98
综合毛利率	21.10%	19.67%	20.37%
EBITDA	32,706.83	31,207.27	30,889.84
EBITDA 利息保障倍数	0.19	0.20	0.27
经营活动现金流净额	81,511.00	-389,820.47	-817,408.09

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

#### 担保人泰州城建主要财务指标：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产（万元）	5,469,904.66	4,959,962.78	4,079,302.55
所有者权益（万元）	1,941,937.00	2,101,508.70	1,497,632.35
资产负债率	64.50%	57.63%	63.29%
营业收入（万元）	164,331.31	157,129.38	131,332.91
综合毛利率	11.15%	20.13%	22.69%
经营活动现金流净额（万元）	-404,133.13	-313,013.98	-222,327.93

资料来源：泰州城建2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

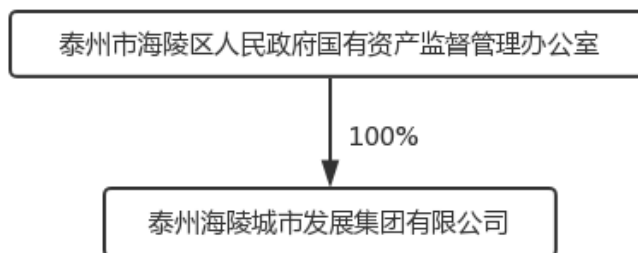
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年12月14日公开发行7年期12亿元公司债券，本期债券募集资金拟用于泰州市韵梅苑工程项目、泰州市朝晖锦苑工程项目以及泰州市智堡安置区三期工程项目的建设。截至2018年12月31日，本期债券募集资金已使用完毕。

## 二、发行主体概况

2019年4月，公司股东泰州市海陵区财政局（以下简称“海陵区财政局”）以货币资金166,000.00万元向公司增资；2019年6月4日，公司向海陵区人民政府提出申请，拟将股东变更为泰州市海陵区人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“海陵区国资办”），根据海陵区人民政府办公室办文单（【2019】海政字309号），公司变更股东请示获得批准，截至本报告出具日，工商变更尚未完成。2019年6月24日，海陵区国资办以货币资金132,590.42万元对公司增资，截至2019年6月25日，公司注册资本和实收资本增至505,800.00万元，公司控股股东及实际控制人变更为海陵区国资办，持股比例为100%。

图1 截至2019年6月25日公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

2018年，公司合并范围新增3家子公司，减少6家子公司，其中新设子公司泰州市海盛贸易有限公司未实际运营，截至2018年底，公司合并范围共有子公司15家，其中一级子公司9家，详见附录二。

表1 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

### 1、2018年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
泰州市古城建设投资有 限公司	100.00%	10,000.00	建设项目投资、管理,历史文化街区修缮、改造、重建,房屋租赁,物业管理,房地产开发经营,城市基础设施建设工程、园林绿化工程施工,建筑材料销售(不仓储)	设立

泰州市海创置业有限公司	100.00%	10,000.00	房地产开发;房屋租赁(不含融资租赁);市政工程、建筑工程、园林绿化工程施工。	设立
泰州市海盛贸易有限公司	51.00%	-	金属材料、建筑材料、金属制品、五金产品、家具、装饰材料(不含危险化学品)、路灯照明设施销售。	设立

## 2、2018年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
上海泽送网络科技有限公司	100.00%	10.00	从事网络科技、计算机科技、电子科技领域内的技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务等。	注销
玛期蒂克实业有限公司	100.00%	0.00	-	股权对外转让
海鹏海外投资有限公司	100.00%	0.00	-	注销
海发实业发展有限公司	100.00%	0.00	-	股权对外转让
润海投资发展有限公司	100.00%	0.00	-	股权对外转让
泰州市鑫海投资有限公司	100.00%	60,080.00	资产经营投资,科技研究,科技信息咨询,厂房租赁,市政工程建设,灯具、太阳能光伏配件、逆变器、电子元器件的生产和销售。	股权划出

资料来源：公司提供，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

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

## （二）区域环境

### 泰州市经济持续稳定增长，第二、第三产业对经济增长的拉动作用较为显著

2018年，泰州市经济持续稳定增长，全市完成地区生产总值5,107.63亿元，按可比价计算，增长6.7%，增速有所放缓。其中，第一产业增加值280.05亿元，增长2.7%；第二产业增加值2,434.01亿元，增长6.8%；第三产业增加值2,393.57亿元，增长7.0%；三次产业结构从2017年的5.6：47.1：47.3调整为5.5：47.7：46.8，第二、第三产业对经济增长的拉动作用较为显著。截至2018年末，按常住人口计算，泰州市全年人均地区生产总值109,988元，是全国人均地区生产总值的1.70倍。

2018年泰州市规模以上工业总产值增长9.8%，增速有所放缓。分轻重工业看，规模以上工业增加值增长5.5%，其中轻工业增加值增长6.2%，重工业增加值增长5.1%；全年支柱产业医药、石化、装备制造、食品产业产值分别增长17.1%、11.0%、7.8%、4.4%。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。

泰州市2018年全年固定资产投资较上年增长9.2%；房地产市场健康发展，全年房地产开发投资353.71亿元，增长21.3%，其中住宅投资281.59亿元，增长19.6%，商品房竣工面积377.75万平方米，增长9.0%。商品房销售面积704.76万平方米，下降20.2%。商品房待售面积283.36万平方米，下降10.8%。2018年泰州市全年社会消费品零售总额1,282.87亿元，较上年增长5.8%，对经济发展形成良好的补充。对外贸易方面，2018年泰州市完成进出口总额147.30亿美元，较上年增长13.8%，其中出口95.31亿美元，增长16.0%，进口51.99亿美元，增长9.9%。

**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%
规模以上工业总产值	-	9.8%	-	17.9%
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%
人均地区生产总值（元）		109,988		102,058

人均 GDP/全国人均 GDP	170.14%	171.07%
-----------------	---------	---------

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

2018年泰州市一般公共预算收入完成366.6亿元，同比增长6.58%，其中税收收入294.86亿元，占一般公共预算收入的比重为80.43%，一般公共预算支出532.65亿元，增长12.0%，财政自给率为68.83%；市本级一般公共预算收入完成26.59亿元，其中税收收入11.9亿元，政府性基金收入完成84.6亿元，一般公共预算支出完成70.35亿元。

### 海陵区作为泰州市的主城区和核心区域，2018年经济保持较快发展

海陵区作为泰州市的主城区和核心区域，经济发展速度较快。2018年海陵区实现地区生产总值622.02亿元，同比增长6.5%，增速有所放缓。三次产业增加值分别为8.47亿元、299.21亿元和314.34亿元，增速分别为2.4%、8.4%和4.8%，第三产业增速显著下滑。三次产业结构由2017年的1.4：46.4：52.2调整为1.4：48.1：50.5，第二产业比重上升1.7个百分点，第三产业比重下滑1.7个百分点。2018年末，海陵区人均地区生产总值达12.94万元，是全国人均地区生产总值的200.13%。

2018年海陵区全年规模以上工业增加值增长9.3%，规模以上工业总产值较上年增长7.2%，分轻重工业看，轻工业产值下降5.2%；重工业产值增15.1%；分重点行业看，电气机械和器材制造业产值下降3.6%；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业产值增长8.0%；化学原料和化学制品制造业产值增长32.5%。工业企业效益提升，全区规模以上工业企业主营业务收入增长6.1%；利润总额增长10.8%。全年固定资产投资增长12.2%，其中，第二产业投资增长14%；第三产业投资增长11.1%。按行业分，工业投资增长14%；服务业投资增长11.1%，其中服务业产业投资增长61.3%。全年新开工亿元以上项目67个，新竣工亿元以上项目47个。全年房地产开发投资36.49亿元，下降38.7%。商品房销售面积94.8万平方米，下降42.6%。商品房销售额79.3亿元，下降33.9%。商品房待售面积90.19万平方米，下降8%。2018年海陵区实现社会消费品零售总额252.86亿元，较上年增长5.8%；全年进出口总额17.13亿美元，增长13%。其中，出口总额14.54亿美元，增长16.8%；进口总额2.59亿美元，下降4.3%。

**表4 2017-2018年海陵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	622.02	6.5%	596.67	8.2%
第一产业增加值	8.47	2.4%	8.15	2.0%
第二产业增加值	299.21	8.4%	277.35	7.0%
第三产业增加值	314.34	4.8%	311.17	9.5%
规模以上工业总产值	-	7.2%	1,138.43	21.9%

固定资产投资	-	12.2%	318.27	16.3%
社会消费品零售总额	252.86	5.8%	271.80	11.8%
进出口总额（亿美元）	17.13	13.0%	15.18	16.9%
存款余额	1,588.39	3.3%	1,626.47	14.9%
贷款余额	1,400.40	15.7%	1,264.26	10.4%
人均 GDP（元）		129,372		124,177
人均 GDP/全国人均 GDP		200.13%		208.14%

资料来源：泰州市海陵区 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报

2018年泰州市海陵区一般公共预算收入完成37.73亿元，同比下滑1.1%，其中税收收入31.76亿元，占一般公共预算收入的比重为84.2%；政府性基金收入完成9.62亿元，同比下滑14.7%；同期海陵区一般公共预算支出34.82亿元，增长6.6%，财政自给率为108.36%。

根据泰州市人民政府办公室2019年6月12日出具的《市政府办公室关于调整海陵区部分街道财政收入统计口径的通知》，将由泰州医药高新区、泰州市农业开发区分别代管的凤凰街道、寺巷街道、明珠街道、红旗街道的街道财力、GDP等统计口径归属海陵区统计，2018年四个街道一般预算收入合计8.85亿元，预计2019年海陵区经济实力将有所增强。

## 四、经营与竞争

公司是泰州市海陵区主要的投融资平台和基础设施建设主体，主要从事泰州市海陵区保障性住房和安居工程建设、土地开发与运营及城市基础设施建设等业务，目前主要业务包括资产经营、代建、房地产和土地开发四大板块。2018年公司实现主营业务收入12.34亿元，同比减少8.87%。2018年，公司确认代建收入2.42亿元，较2017年减少40.84%，主要是受委托方结算安排影响；土地整理业务收入为6.27亿元，同比大幅增长40.90%，主要系2018年整理成交的土地规模增长；公司安置房销售收入为2.23亿元，较上年减少40.60%，主要系2018年实际安置人数大幅减少所致。此外，2018年确认管理费和担保费分别为1.22亿元和0.16亿元，对主营业务收入形成一定补充。

毛利率方面，代建业务毛利率保持为12.50%，较为稳定；2018年土地整理业务毛利率下降至18.73%，主要系受地块区位价格变化与地块拆迁成本变化的综合影响所致。2018年安置房毛利率有所提升，但仍表现为亏损，主要系前期拆迁成本投入较大所致。管理费、担保费以及租赁收入均按净收入核算，毛利率保持为100.00%。2018年公司综合毛利率为21.10%，较上年提升1.43个百分点，基本保持稳定。



**表5 2017-2018 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元）**

业务板块	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务合计	123,405.37	21.13%	135,419.84	19.93%
代建	24,169.15	12.50%	40,850.76	12.50%
土地整理	62,687.39	18.73%	44,490.96	32.62%
安置房销售	22,271.19	-12.50%	37,495.73	-13.89%
管理费	12,234.78	100.00%	10,384.18	100.00%
担保费	1,634.44	100.00%	1,842.41	100.00%
租赁收入	15.76	100.00%	355.80	100.00%
融资租赁利息	392.66	53.20%	-	-
其他业务	1,421.13	19.04%	1,795.89	-0.27%
合计	124,826.51	21.10%	137,215.72	19.67%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

**2018年受委托方结算安排影响，公司代建业务收入规模缩小；在建基础设施项目仍需投入一定规模资金，可持续性较好，未来收入较有保障**

为进一步推进泰州市海陵区城市建设，泰州市人民政府授权泰州市海陵区人民政府（以下简称“海陵区政府”）具体实施棚户区改造、道路桥梁建设、水利基础设施建设、绿化工程等基础设施建设，具体由海陵区政府委托公司进行相关工程的建设。代建模式为：海陵区政府与公司签订项目委托代建协议，委托公司实施部分海陵区基础设施工程的建设，项目建设完成后，公司与海陵区政府协商按照国家有关法律法规和行业规范进行竣工验收，工程验收合格后，海陵区政府负责组织接收。代建费用包括工程代建投资额及工程管理费，代建投资额包含征地拆迁资金、建筑安装费、融资费用<sup>2</sup>等所有工程资金，项目前期建设资金均由公司自行筹措，每年末公司需提交当年度实际支付的工程款项（含融资成本）报海陵区财政局审核，海陵区财政局审核确认后及时结清双方确认的金额。近年公司代建项目均按投资额加成20%的工程管理费确认收入。2018年公司确认收入的代建项目主要为通杨线航道、笔颖楼、京泰路南延、梅兰路东延等，合计实现收入为2.42亿元，较上年减少40.84%，主要系受委托方结算安排影响所致，但该项业务仍是公司收入的主要来源之一。

**表6 2018 年公司代建收入（含税）明细（单位：万元）**

序号	项目名称	收入（含税）
1	站前路汀河西坝大桥	500.95
2	永定路西段快速化	97.71

<sup>2</sup> 融资费用包括实际发生的资金成本、手续费及其他融资费用，经泰州市海陵区财政局复核后，由海陵区政府承担

3	森园路两侧棚改区	27.08
4	庆丰河整治工程	5.24
5	花园农贸市场	41.91
6	乐叶光伏科技公司供电工程	180.52
7	运河东路老东河墓园迁坟工程	170.82
8	京泰路南延、梅兰路东延	2,250.77
9	运河路贯通（京泰路段）	1,119.35
10	海姜大道节点	135.28
11	站前路-渔行社区	280.59
12	沈家河游园	65.90
13	森园路拓宽改造	23.32
14	通杨线航道	16,918.64
15	笔颖楼	2,251.82
16	城东小学	413.75
17	植物园	893.95
<b>合计</b>		<b>25,377.61</b>

资料来源：公司提供

此外，公司根据泰州市人民政府与公司签订的《项目委托代建协议》及《补充协议》，对泰州市级承建项目涉及海陵区范围的动迁项目进行动迁，海陵区人民政府每年根据动迁项目管理费确认明细表对公司确认管理费收入，2018年公司确认管理费收入1.22亿元，毛利率为100.00%，目前公司动迁工程主要为西北片区工程项目。

公司目前在建项目主要为海陵区西北片区的拆迁工程及海陵城区基础设施建设项目<sup>3</sup>，西北片区工程总投资为17.75亿元，截至2018年末已投资11.24亿元，尚需投资6.52亿元，此外，海陵城区基础设施建设项目仍需投入一定规模资金，代建业务持续性较好，但也存在一定资金压力。

**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	总投资	已投资
西北片区	177,525.57	112,368.00
<b>合计</b>	<b>177,525.57</b>	<b>112,368.00</b>

资料来源：公司提供

#### 公司在售安置房项目规模较大，可持续性较好，但盈利能力较差

为了配合土地拆迁任务的开展，公司承担了对动迁居民安置房的建设，并负责按照协定价格销售给拆迁户。公司安置房毛利率变化的主要原因与安置房售价有关，同时安置房成本为暂估价，在后期决算时对总成本进行调整。2018年由于安置房需求量下滑，实际安

<sup>3</sup> 截至本报告出具日，未获取海陵城区在建基础设施建设项目具体情况。

置人数减少，公司安置房销售收入为2.23亿元，较上年大幅减少40.60%，销售毛利率为-12.50%，由于安置房业务多为公益性质的，盈利性较差。截至2018年末，公司主要在售安置房项目剩余可供销售面积为47.82万平方米，未来该项收入较有保障。

**表8 截至2018年末公司主要在售房产<sup>4</sup>项目情况（单位：万元、平方米）**

项目	总投资	总计可销售面积	已销售面积	剩余可销售面积
海曙颐园	92,525.76	223,652.86	98,673.10	124,979.76
三森安置区	25,500.00	74,153.00	71,659.00	2,494.00
兴业紫竹园二期	17,754.77	48,726.00	47,267.53	1,458.47
智堡安置区	20,474.00	39,775.00	35,692.64	4,082.36
智堡安置区（二期）	19,200.00	33,904.00	32,926.26	977.74
兴业五期（紫竹园）	11,000.00	33,332.00	32,351.88	980.12
斜桥安置区	7,560.46	31,829.90	4,986.48	26,843.42
鲍坝安置区（东苑公寓）	12,200.00	30,378.00	28,247.57	2,130.43
梅苑公寓（鲍坝二期）	8,000.00	26,190.00	25,020.00	1,170.00
紫竹园（扩建）	6,700.00	25,088.00	23,900.00	1,188.00
韵梅苑	83,286.00	216,666.00	86,667.00	129,999.00
朝晖锦苑	98,350.00	193,109.00	127,516.86	65,592.14
智堡安置区（三期）	78,000.00	153,675.00	37,418.42	116,256.58
<b>合计</b>	<b>480,550.99</b>	<b>1,130,478.76</b>	<b>652,326.74</b>	<b>478,152.02</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前在建房产项目主要为天韵景园安置房项目，总投资为15.00亿元，截至2018年末已投资9.00亿元，尚需投资6.00亿元。

**表9 截至2018年末公司主要在建房产项目情况（单位：万元）**

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
天韵景园	150,000.00	90,000.00	60,000.00
<b>合计</b>	<b>150,000.00</b>	<b>90,000.00</b>	<b>60,000.00</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2018年公司土地整理业务收入大幅增长；目前正在整理的土地规模较大，未来收入有保障，但土地出让进度受海陵区政府土地出让规划和房地产市场景气度影响较大**

公司土地整理开发业务主要包括海陵区老城区改造涉及的拆迁、破产企业拆迁以及按照区政府的规划征用部分集体土地。公司未与政府签订具体的土地出让金返还协议和返还比例，主要根据财政局出具的土地出让净收益分配决算单确认收入，而成本主要根据相关地块的实际支出确认。公司土地整理开发成本由于出让地块的地理位置不同导致的出让单价差别较大，同时各地块的拆迁难度不同导致拆迁成本相差较大。2018年公司土地整理收

<sup>4</sup> 韵梅苑、朝晖锦苑以及智堡安置区（三期）为本期债券募投项目

入主要来源于海阳东路北侧、东风北路西侧地块，合计收入6.27亿元，同比增长40.90%，但毛利率仅为18.73%，较上年下降13.90个百分点。

**表10 2018年公司土地整理情况（单位：平方米，万元）**

地块位置	面积	开发成本	确认收入
海阳东路北侧、东风北路西侧地块	122,390	509,48.00	62,687.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年底，公司已整理待出让地块面积为173.00万平方米，未来随着这些地块的逐步出让，公司将获得较多土地出让金返还收入，需要关注的是公司土地整理开发收入取决于政府返还金额，同时土地出让进度受海陵区政府土地出让规划和房地产市场景气度影响较大。

**表11 截至2018年12月31日已整理待出让土地情况（单位：平方米）**

地块位置	面积
斜桥街区改造	123,626.00
智堡等三项目	18,000.00
渔网厂周边	23,056.00
智堡后河北侧	40,666.00
五一路北侧	299,000.00
扬桥小学（新）	112,666.00
青年路北延	161,333.00
北荟园北侧	42,000.00
苏中木业周边	75,749.00
阳光新城北侧	100,667.00
斜桥街区改造	122,665.00
智堡等三项目	42,000.00
渔网厂周边	32,669.00
其他	535,903.00
<b>合计</b>	<b>1,730,000.00</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司2018年担保费收入1,634.44万元，主要系子公司泰州市海诚担保公司（以下简称“海诚担保”）为中小企业提供贷款担保的收入，截至2018年末，海诚担保公司在保余额为10.25亿元，2018年担保代偿合计3,959.00万元，未来仍存在一定代偿风险。

#### 公司持续获得外部的大力支持

作为海陵区主要的投融资平台和基础设施建设主体，公司在资本注入和财政补贴等方面持续获得外部的大力支持。

在资本注入方面，2017年海陵区财政局批准将泰州市惠民新城建设有限公司（以下简



称“惠民新城”)对公司的资金往来中10.00亿元转作对公司的资本性注入,作为国有独享资本公积处理;2018年海陵区财政局批准将惠民新城对公司的资金往来中19.00亿元转作对公司的资本性注入,作为国有独享资本公积处理,由于2018年子公司泰州市鑫海投资有限公司(以下简称“鑫海投资”)股权划出使公司资本公积减少6.29亿元,2018年公司资本公积净增加13.01亿元;2019年4月和2019年6月,公司股东分别对公司以货币资金16.60亿元和13.26亿元进行出资并计入公司实收资本,公司资本实力大幅增强。

在财政补贴方面,2017年和2018年海陵区财政局分别给予城市基础设施建设补助资金1.09亿元和1.00亿元,一定程度上提升了公司利润水平。

## 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中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告,2018年公司合并范围新增3家子公司,减少6家子公司,截至2018年底,纳入合并范围的子公司共有15家,其中一级子公司9家,二级子公司6家。

### 资产结构与质量

#### 2018年公司资产规模有所减小,整体资产流动性一般

截至2018年末,公司资产总额430.61亿元,同比减少4.85%,主要系应收款项的减少所致,公司资产仍以流动资产为主,2018年末,流动资产占总资产的比重为96.28%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。截至2018年末,货币资金余额为92.59亿元,货币资金中受限资金包括质押的定期存单4.00亿元和保证金5.40亿元,货币资金受限比例为10.16%;2018年末公司应收账款为2.32亿元,较上年大幅减少78.52%,主要系收回部分应收海陵区财政局的项目款所致,年末主要应收对象仍为海陵区财政局,占比为88.53%,整体回收风险较小,但回收时间存在一定的不确定性。2018年末其他应收款账面价值为35.68亿元,较上年大幅减少31.54%,年末公司前五大其他应收对象分别为泰州海泰新农村建设发展有限公司、泰州市海陵区房屋征收办公室、泰州物资集团物资商城、泰州市新能源产业园区管理委员会和鑫海投资,主要其他应收对象均系地方国有企业及政府单位,合计占比55.13%,其他应收款规模仍较大,回收风险较小但较大程度占用公司营运资金。

**表12 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	925,887.86	21.50%	974,627.22	21.54%
应收账款	23,206.07	0.54%	108,026.96	2.39%
其他应收款	356,775.22	8.29%	521,174.10	11.52%
存货	2,780,169.11	64.56%	2,677,343.96	59.16%
<b>流动资产合计</b>	<b>4,146,125.42</b>	<b>96.28%</b>	<b>4,350,814.33</b>	<b>96.14%</b>
其他非流动资产	99,124.55	2.30%	99,477.68	2.20%
<b>非流动资产合计</b>	<b>159,987.66</b>	<b>3.72%</b>	<b>174,613.93</b>	<b>3.86%</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,306,113.08</b>	<b>100.00%</b>	<b>4,525,428.26</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

存货是公司资产最主要的构成部分，2018年末公司存货规模为278.02亿元，较上年增长3.84%，主要是土地整理和代建工程成本增加，2018年存货占公司总资产的比重为64.56%，存货主要包括开发成本（48.69亿元）、开发产品（10.37亿元）、土地整理成本（205.33亿元）和代建工程（13.09亿元）。其中开发产品主要为已完工的安置房项目，开发成本主要为在建安置房项目的已发生成本，土地整理成本为公司土地开发整理发生的成本，代建工程为公司基础设施代建项目的已发生成本。截至2018年末，存货中的土地无抵押情况。

公司非流动资产主要为其他非流动资产，2018年末账面余额9.91亿元，主要包括售后回租固定资产递延收益1.22亿元、污水管网设施5.09亿元和子公司泰州市海润国有资产经营有限公司收购破产国有企业资产后垫付的后续支出<sup>5</sup>3.60亿元。

综合来看，由于公司存货以土地整理成本、开发成本等为主，土地资产的变现受海陵区建设规划和土地使用规划的影响，此外应收款项中其他应收款规模较大，对公司营运资金形成较大占用，应收账款的回收主要受海陵区政府资金调剂影响，回收时间存在不确定性，公司整体资产流动性一般。

## 盈利能力

### 2018年公司主营业务收入规模减小，但综合毛利率水平有所上升；其他收益对利润贡献较大

公司是海陵区主要基础设施建设主体之一，主要从事泰州市保障性住房和安居工程建设、土地开发与运营及城市基础设施建设等业务，目前主要业务包括资产经营、代建、房

<sup>5</sup> 后续支出实际应由海陵区财政局及其指定单位承担。

地产和土地开发四大板块。2018年公司实现主营业务收入12.34亿元，同比减少8.87%。2018年，公司确认代建收入2.42亿元，较2017年减少40.84%，主要是基础设施建设项目结算减少所致；土地整理业务收入为6.27亿元，同比大幅增长40.90%，主要系2018年整理成交的土地规模增长；公司安置房销售收入为2.23亿元，较上年减少40.60%，主要系2018年实际安置人数大幅减少所致。此外，2018年确认管理费和担保费分别为1.22亿元和0.16亿元，对主营业务收入形成一定补充。

毛利率方面，代建业务毛利率保持为12.50%，较为稳定；2018年土地整理业务毛利率下降至18.73%，主要系受地块区位价格变化与地块拆迁成本变化的综合影响所致。2018年安置房毛利率有所提升，但仍表现为亏损，主要系前期拆迁成本投入较大所致。管理费、担保费以及租赁收入均按净收入核算，毛利率保持为100.00%。2018年公司综合毛利率为21.10%，较上年提升1.43个百分点，基本保持稳定。

2018年，公司资产减值损失844.28万元，主要为坏账损失；公司获得利润总额2.11亿元，同比增长1.58%，较为稳定，当年公司其他收益1.04亿元，其他收益主要为政府补助，占利润总额的比重为49.12%，其他收益对公司利润贡献较大。

**表13 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
营业收入	124,826.51	137,215.72
营业利润	20,678.46	20,501.77
其他收益	10,379.37	11,161.64
资产减值损失	844.28	-249.91
利润总额	21,130.50	20,801.46
综合毛利率	21.10%	19.67%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司经营现金流表现有所改善，但仍存在一定的资金压力

从公司近年的经营现金流表现来看，公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为土地出让金返还收入和回收的前期代建项目工程款，2018年公司收现比为1.59，现金回笼情况表现有所改善。2018年公司仍支付大量工程款和土地整理业务的拆迁款，但与相关业务单位之间的往来款净流入25.05亿元，使当年公司经营现金净流入8.15亿元。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金净流出1.40亿元，主要是公司购建资产以及购买理财产品支付的现金。筹资活动方面，为满足公司持续较大的资金需求，公司主要通

过银行借款和发行债券的方式进行融资，此外，2018年公司收到海陵区财政局拨入的货币资金19.00亿元，但由于2018年公司偿还债务规模较大，使得当年筹资活动现金净流入仅为0.58亿元。截至2018年末，公司在建基础设施项目、在建房地产及土地整理等项目仍需投入一定规模资金，公司存在一定的资金压力。

**表14 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
收现比	1.59	0.78
销售商品、提供劳务收到的现金	198,680.69	106,396.01
收到的其他与经营活动有关的现金	416,129.36	526,197.27
经营活动现金流入小计	614,810.05	632,593.28
购买商品、接受劳务支付的现金	364,799.16	432,296.42
支付的其他与经营活动有关的现金	165,636.69	585,160.85
经营活动现金流出小计	533,299.05	1,022,413.75
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>81,511.00</b>	<b>-389,820.47</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-13,970.38</b>	<b>-10,757.92</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>5,825.93</b>	<b>796,107.47</b>
现金及现金等价物净增加额	73,816.63	395,057.60

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

#### 公司资产负债率较高，且有息债务规模大，面临较大的偿债压力

由于2018年公司偿还债务规模较大，截至2018年底，公司负债总额298.66亿元，较上年减少11.16%；受到股东资本注入和子公司鑫海投资股权划出的综合影响，公司当期所有者权益较上年增长13.40%，随着2019年股东对公司的大规模增资，公司净资产规模将进一步增长。截至2018年底，公司产权比率为226.35%，较上年大幅下降62.57个百分点，整体净资产对负债的保障能力有所改善，但仍然较弱。

**表15 公司资本构成情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
负债总额	2,986,648.13	3,361,852.39
所有者权益	1,319,464.94	1,163,575.87
产权比率	226.35%	288.92%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、应付票据、应付账款、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。2018年末，公司短期借款余额7.15亿元，包括4.95亿元质押借款、1.70亿元保证借款和0.50亿元信用借款；应付票据均为银行承兑汇票，年末余额5.00亿元。



应付账款期末余额4.61亿元，同比减少52.33%，主要是应付工程款到期结算；预收账款期末余额3.95亿元，同比增长9.54%，主要是预收工程款和房屋款增加；2018年末其他应付款账面价值107.35亿元，同比增长11.23%，其他应付款主要系公司与泰州市建业投资建设集团有限公司的往来款，其他应付对象还包括惠民新城、泰州市惠城建设发展有限公司、江苏省城乡建设投资有限公司和泰州市泰政交通投资有限公司等公司。2018年末一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款14.28亿元和一年内到期的应付债券4.93亿元。2018年公司其他流动负债主要是子公司海诚担保计提的准备金1.20亿元以及公司于2018年11-12月发行的2018海陵基建私募债（“18海陵基建”），总额为2.40亿元，期限一年，票面利率7.30%。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债构成。2018年末，长期借款余额74.09亿元，包括11.34亿元信用借款、41.95亿元保证借款、6.00亿元抵押借款和14.80亿元质押借款。应付债券期末余额43.87亿元，详见下表。2018年末公司长期应付款余额24.80亿元，均为专项应付款，主要包括13.89亿元城市基础设施建设专项资金、6.30亿元棚改专项资金和2.27亿元保障性住房建设资金。公司其他非流动负债主要为棚改专项债券和应付破产企业职工安置款等，2018年末余额2.11亿元，同比大幅减少94.65%，主要系原地方政府债券置换资金根据财政局文件要求均转至专项应付款核算。

**表16 截至2018年末公司应付债券情况（单位：万元）**

债券简称	发行总额	期末余额	期限
15 海陵债	120,000.00	71,627.17	7 年
16 海陵 01、16 海陵 02	200,000.00	198,194.93	5 年
16 海陵 03	50,000.00	49,620.60	5 年
17 海陵 02	25,000.00	24,862.82	3 年
17 海陵 03	85,000.00	84,411.78	3 年
南京银行债权融资计划	10,000.00	9,988.60	3 年

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务总额为151.71亿元，同比减少30.23%，占期末负债总额的50.80%，仍保持较大规模。有息债务构成方面，2018年末由短期借款、应付票据、一年内到期的长期负债以及其他流动负债中的私募债构成短期有息债务合计为33.75亿元；长期有息债务由长期借款和应付债券构成，2018年末长期有息债务合计为117.96亿元，公司整体面临较大的本息偿付压力。

**表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	比重	金额	比重
短期借款	71,500.00	2.39%	95,332.88	2.84%
应付票据	50,000.00	1.67%	40,000.00	1.19%
应付账款	46,109.49	1.54%	96,720.40	2.88%
预收账款	39,535.79	1.32%	36,091.25	1.07%
其他应付款	1,073,546.82	35.94%	943,135.20	28.05%
一年内到期的非流动负债	192,075.39	6.43%	368,280.79	10.95%
其他流动负债	35,874.61	1.20%	30,317.78	0.90%
<b>流动负债合计</b>	<b>1,537,942.43</b>	<b>51.49%</b>	<b>1,653,810.27</b>	<b>49.19%</b>
长期借款	740,900.57	24.81%	788,869.37	23.47%
应付债券	438,705.91	14.69%	477,056.40	14.19%
长期应付款	248,012.54	8.30%	48,098.10	1.43%
其他非流动负债	21,086.68	0.71%	394,018.25	11.72%
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,448,705.70</b>	<b>48.51%</b>	<b>1,708,042.12</b>	<b>50.81%</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,986,648.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>3,361,852.39</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	1,517,075.01	50.80%	2,174,332.67	64.68%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

随着公司整体债务规模有所减小，截至2018底，公司资产负债率为69.36%，较上年下降4.93个百分点，负债水平仍较高。2018年末公司的流动比率和速动比率分别为2.70和0.89，考虑到公司流动资产实际流动性较弱，流动资产对流动负债的保障程度较弱。2018年公司EBITDA利息保障倍数为0.19，有息债务与EBITDA的比值降至46.38，息税前利润对利息支付的保障能力仍然较弱。

**表18 公司偿债能力指标**

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	69.36%	74.29%
流动比率	2.70	2.63
速动比率	0.89	1.01
EBITDA（万元）	32,706.83	31,207.27
EBITDA 利息保障倍数	0.19	0.20
有息债务/EBITDA	46.38	69.67

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

泰州城建经营情况良好，其提供的不可撤销的连带责任保证担保仍能一定程度保障本

## 期债券的安全性

### 1.担保条款

本期债券由泰州城建提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；泰州城建承担保证责任期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

### 2.泰州城建情况

泰州城建是泰州市重要的城市基础设施建设项目投融资和国有资产运营主体，主要从事泰州市基础设施建设、房地产开发和融资担保等业务。泰州城建是泰州市人民政府出资设立的国有独资公司。2018年泰州城建实现主营业务收入15.23亿元，同比减少1.55%，主要系当年商品房建设收入大幅减少所致。2018年泰州城建收入主要来源为基础设施建设和安置房建设，分别实现营业收入13.26亿元和1.54亿元，合计占主营业务的比例为97.20%。毛利率方面，2018年泰州城建主营业务整体毛利率较上年下降14.74个百分点，主要系毛利率较高的商品房建设业务在2018年收入规模较小而毛利率较低的基础设施建设业务收入规模大幅增长703.25%所致。泰州城建2017-2018年主营业务收入构成和毛利率情况如下表所示。

**表19 泰州城建 2017-2018 年主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施建设	132,582.70	1.94%	16,505.87	1.82%
商品房建设	2,768.02	17.07%	44,297.11	36.57%
安置房建设	15,419.93	12.18%	91,935.39	12.29%
担保业务	429.40	98.68%	649.10	93.33%
其他	1,067.25	100.00%	1,276.49	71.78%
<b>合计</b>	<b>152,267.30</b>	<b>4.21%</b>	<b>154,663.96</b>	<b>18.96%</b>

资料来源：泰州城建 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年12月31日，泰州城建资产总额为546.99亿元，同比增长10.28%；所有者权益为194.19亿元，同比下滑7.59%，资产负债率为64.50%；2018年度，泰州城建实现利润总额5.23亿元，较上年增长1.16%，其中获得其他收益3.00亿元，其他收益主要为政府补助，泰州城建盈利一定程度上依赖于其他收益。2018年泰州城建EBITDA为6.84亿元，EBITDA利息保障倍数为0.35，整体盈利水平对利息支付的保障能力有所减弱并保持在较低水平。

**表20 2017-2018年泰州城建主要财务指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
总资产	5,469,904.66	4,959,962.78
所有者权益	1,941,937.00	2,101,508.70
有息债务	3,361,203.00	2,675,700.00
资产负债率	64.50%	57.63%
流动比率	5.90	8.85
速动比率	2.94	4.29
营业收入	164,331.31	157,129.38
营业利润	51,953.13	51,788.31
其他收益	30,000.00	30,000.00
利润总额	52,259.65	51,658.89
综合毛利率	11.15%	20.13%
EBITDA	68,389.93	65,488.87
EBITDA 利息保障倍数	0.35	0.36
经营活动现金流净额	-404,133.13	-313,013.98

资料来源：泰州城建 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

总体来看，泰州城建经营较为稳定，其为本期债券提供的不可撤销的连带责任保证担保可一定程度保障本期债券的安全性。

## 七、其他事项分析

### （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4月16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，公司及子公司对外担保金额为80.91亿元（见附录三），此外，公司子公司海诚担保在保余额10.25亿元，年末公司担保金额合计91.16亿元，占同期末公司净资产的69.09%，其中对民营企业的担保占比为6.34%，公司部分对外担保无反担保措施。海诚担保主营业务即为中小企业提供贷款担保，担保对象主要为中小企业。整体来看，公司对外担保规模较大，面临较大或有负债风险。

## 八、评级结论

2018年外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；公司是泰州市海陵区重要的基础设施建设主体之一，业务多元化，基础设施建设、安置房销售及土地整理等业务可持续性较好；公司作为泰州市海陵区基础设施建设主体，持续获得外部的大力支持，2018年公司资本公积净增加13.01亿元，2019年1-6月，公司股东以货币资金方式向公司增资合计29.86亿元，公司资本实力大幅增强；此外，由泰州城建提供的全额不可撤销的连带责任保证担保仍能一定程度保障本期债券的安全性。

同时中证鹏元也关注到，公司资产以存货和应收款项为主，资产流动性一般；截至2018年末，公司资产负债率69.36%，有息债务总额为151.71亿元，占期末负债总额的比重为50.80%，负债水平较高，面临较大的偿债压力；截至2018年末，公司对外担保金额合计91.16亿元，占同期末公司净资产的69.09%，对外担保规模较大，面临较大或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元将公司主体长期信用等级上调为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	925,887.86	974,627.22	635,701.55
其他应收款	356,775.22	521,174.10	305,063.19
存货	2,780,169.11	2,677,343.96	2,185,331.12
其他流动资产	57,132.68	64,538.75	72,569.39
<b>资产总计</b>	<b>4,306,113.08</b>	<b>4,525,428.26</b>	<b>3,472,302.59</b>
短期借款	71,500.00	95,332.88	151,514.00
其他应付款	1,073,546.82	965,160.47	213,286.73
一年内到期的非流动负债	192,075.39	368,280.79	273,243.13
长期借款	740,900.57	788,869.37	624,894.30
应付债券	438,705.91	477,056.40	431,118.07
长期应付款	248,012.54	48,098.10	24,241.48
<b>负债合计</b>	<b>2,986,648.13</b>	<b>3,361,852.39</b>	<b>2,424,714.02</b>
有息债务	1,517,075.01	2,174,332.67	2,001,604.85
所有者权益	1,319,464.94	1,163,575.87	1,047,588.58
营业收入	124,826.51	137,215.72	94,999.71
营业利润	20,678.46	20,501.77	4,458.62
其他收益	10,379.37	11,161.64	-
营业外收入	469.43	497.03	17,581.14
净利润	17,010.88	16,747.72	17,120.62
经营活动产生的现金流量净额	81,511.00	-389,820.47	-817,408.09
投资活动产生的现金流量净额	-13,970.38	-10,757.92	-6,940.25
筹资活动产生的现金流量净额	5,825.93	796,107.47	906,503.37
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	21.10%	19.67%	20.37%
收现比	1.59	0.78	0.78
产权比率	226.35%	288.92%	231.46%
资产负债率	69.36%	74.29%	69.83%
流动比率	2.70	2.63	3.37
速动比率	0.89	1.01	1.14
EBITDA（万元）	32,706.83	31,207.27	30,889.84
EBITDA 利息保障倍数	0.19	0.20	0.27
有息债务/EBITDA	46.38	69.67	64.80

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至 2018 年末公司合并范围子公司情况

企业名称	实收资本	持股比例	取得方式	级次
泰州市海润国有资产经营有限公司	25,000.00	100.00%	股权划入	1
泰州优龙光伏科技有限公司	3,500.00	100.00%	出资	2
泰州市海汇置业有限公司	800.00	90.00%	出资	2
泰州市海企投资有限公司	5,000.00	100.00%	出资	2
泰州市海润影剧院有限公司	100.00	100.00%	出资	2
泰州市海陵房产开发公司	10,123.74	100.00%	股权划入	1
泰州市海发建设投资有限公司	30,720.00	100.00%	出资	1
泰州市海阳给排水管理有限公司	1,000.00	100.00%	出资	1
泰州市惠泰建设发展有限公司	20,000.00	100.00%	出资	1
泰州市海诚担保有限公司	26,100.00	51.53%	股权划入、货币增资	1
泰州国锐融资租赁有限公司	195,189.00	100.00%	股权收购	2
泰州兴海城市发展投资基金管理中心(有限合伙)	10,000.00	100.00%	设立	2
泰州市古城建设投资有限公司	10,000.00	100.00%	出资	1
泰州市海创置业有限公司	10,000.00	100.00%	出资	2
泰州市海盛贸易有限公司	-	51.00%	出资	1

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

### 附录三 截至2018年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位名称	担保到期时间	担保余额
泰州市少年宫	2019/2/7	2,800.00
泰通(泰州)工业有限公司	2019/3/20	14,000.00
泰通(泰州)工业有限公司	2019/12/27	4,500.00
江苏海阳化纤有限公司	2019/6/6	12,000.00
泰州浩博投资发展有限公司	2019/6/19	5,000.00
江苏璞瑞电池有限公司	2020/3/2	1,000.00
江苏申视新材料科技有限公司	2019/9/3	4,300.00
泰州市九龙污水处理厂	2019/5/21	4,300.00
泰州市九龙污水处理厂	2019/9/24	3,600.00
泰州市九龙污水处理厂	2019/12/2	10,000.00
泰州市九龙污水处理厂	2023/6/8	15,000.00
泰州市九龙污水处理厂	2023/1/10	15,000.00
泰州德通电气有限公司	2019/10/30	2,000.00
泰州鼎鑫智能产业园投资发展有限公司	2021/4/26	7,000.00
泰州市城市建设投资集团	2021/5/3	25,000.00
泰州市城市建设投资集团	2026/4/25	235,000.00
泰州市第四人民医院	2020/12/27	2,000.00
泰州市第四人民医院	2019/2/27	4,000.00
泰州市第四人民医院	2019/4/28	2,500.00
泰州市第四人民医院	2019/5/8	1,100.00
泰州市第四人民医院	2019/8/28	5,000.00
泰州市第四人民医院	2020/8/17	2,000.00
泰州市第四人民医院	2019/10/12	1,000.00
泰州市第四人民医院	2019/12/21	2,600.00
泰州市第四人民医院	2019/12/21	2,400.00
泰州市海达多式联运管理有限公司	2019/4/10	4,500.00
泰州市海融园区管理有限公司	2019/4/4	4,500.00
泰州市海阳投资有限公司	2020/11/19	30,000.00
泰州市昊天新能源产业发展有限公司	2019/7/23	1,500.00
泰州市金太阳能有限公司	2021/10/27	16,000.00
泰州市金太阳能有限公司	2019/7/1	4,000.00
泰州市梅香食品有限公司	2019/7/10	1,500.00
泰州市润河新能源有限公司	2019/3/9	4,900.00
泰州市市政工程有限公司	2019/9/19	1,000.00
泰州市市政工程有限公司	2019/7/18	1,200.00

泰州市双羊精密无缝钢管有限公司	2019/6/10	1,600.00
泰州市双羊精密无缝钢管有限公司	2019/2/27	2,500.00
泰州市双羊精密无缝钢管有限公司	2019/6/1	1,600.00
泰州市天啸环保科技有限公司	2019/7/10	1,500.00
泰州市天啸环保科技有限公司	2019/7/10	3,000.00
泰州市天啸环保科技有限公司	2019/3/9	5,500.00
泰州市天啸环保科技有限公司	2019/3/9	5,500.00
泰州市天阳建设发展有限公司	2019/6/2	7,000.00
泰州市鑫鸿文化产业发展有限公司	2022/12/18	67,000.00
泰州市鑫园置业有限公司	2020/12/12	26,000.00
泰州市鑫园置业有限公司	2021/4/26	10,000.00
泰州市中天新能源产业发展有限公司	2019/4/29	30,000.00
泰州市中天新能源产业发展有限公司	2022/5/17	20,000.00
泰州市中天新能源产业发展有限公司	2019/5/29	10,000.00
泰州市中天新能源产业发展有限公司	2019/6/1	20,000.00
泰州苏城投资发展有限公司	2022/4/1	10,000.00
泰州天冶金属制品有限公司	2019/3/9	600.00
泰州祥和老年康乐中心	2020/3/1	10,000.00
泰州欣泰新农村建设发展有限公司	2021/4/26	25,600.00
泰州鑫泰集团有限公司	2020/6/16	30,000.00
中盛阳光新能源（南京）有限公司	2019/3/21	9,000.00
中城建第十三工程局有限公司	2019/6/1	5,000.00
中城建第十三工程局有限公司	2019/10/11	6,500.00
泰州海泰新农村建设发展有限公司	2019/6/27	9,750.00
江苏飞翔精密机械制造有限公司	2019/7/24	900.00
泰州港丰物流有限公司	2019/3/17	5,000.00
泰州市海陵市政工程处	2019/3/14	5,000.00
泰州市海企投资有限公司	2019/7/10	2,998.00
泰州市江城市政设施养护有限公司	2019/3/11	5,000.00
泰州市天阳建设发展有限公司	2019/7/23	5,000.00
泰州市天一物流有限公司	2019/3/29	5,000.00
泰州双羊精密无缝钢管有限公司	2019/3/26	2,340.00
泰州物资集团物资商城	2019/7/10	3,000.00
亚细亚石化集团有限公司	2019/7/10	5,000.00
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>809,088.00</b>

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

## 附录四 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/分配股利、利润或偿付利息支付的现金
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年内到期的长期有息债务+其他流动负债（应付私募债券）+长期借款+应付债券+其他非流动负债中的有息债务



## 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。