



2015年泰兴市虹桥园工业开发有限公司 公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



2015年泰兴市虹桥园工业开发有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-6-26	2020-6-23

评级观点

- 中证鹏元对泰兴市虹桥园工业开发有限公司（以下简称“泰兴虹桥园”或“公司”）及其2015年10月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：区域经济总量持续增长，为公司发展提供良好外部环境，公司业务可持续性仍然较好，继续获得较大力度外部支持；同时中证鹏元也关注到公司物资销售业务毛利率较低，资产流动性较弱，资金支出压力较大，面临较大偿债压力以及存在较大或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

债券简称：PR 泰虹桥/15 泰兴虹桥债

债券剩余规模：2.40 亿元

债券到期日期：2022-10-29

偿还方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第3至7年末，分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	234.43	229.64	212.58	176.79
所有者权益	71.61	71.09	65.46	50.36
总债务	--	136.86	134.48	106.44
资产负债率	69.45%	69.04%	69.20%	71.51%
现金短期债务比	--	0.30	0.47	0.51
营业收入	3.69	17.02	12.73	14.58
其他收益	0.49	1.88	1.10	1.72
利润总额	0.52	2.26	1.70	2.36
销售毛利率	5.14%	5.62%	6.59%	6.02%
EBITDA	--	2.47	1.76	2.40
EBITDA 利息保障倍数	--	0.23	0.17	0.27
经营活动现金流净额	3.13	-16.36	-25.69	5.15
收现比	1.38	0.99	0.71	1.21

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **区域经济总量持续增长，工业经济发展较好，为公司发展提供良好的外部环境。**2020年泰兴市实现地区生产总值1,127.47亿元，按可比价格计算，同比增长3.90%。泰兴市重点产业增长平稳，机电、化工、医药三大支柱产业实现规模以上产值同比增长8.0%。
- **业务可持续性较好。**公司存货中在建的市政工程项目规模较大，业务可持续性较好。
- **公司继续获得较大力度外部支持。**股东泰兴市中鑫投资集团有限公司（以下简称“泰兴中鑫投资”）于2020年向公司货币增资5亿元，公司实收资本增加至25亿元。2020年泰兴虹桥工业园区管理委员会给与公司财政补贴1.88亿元，较大力度的外部支持一定程度上提升了公司资本实力和盈利水平。

关注

- **资产流动性较弱。**公司其他应收款和存货占总资产比重较高，其他应收款规模较大，对营运资金形成较大占用，且回收时间具有一定的不确定性；存货包括安置房、道路、桥梁基础设施的投入和土地资产，且部分存货已抵押，整体资产流动性较弱。
- **资金支出压力较大。**公司承担工程项目较大，近年经营活动现金流整体表现较差，面临较大资金支出压力。
- **有息债务增长较快，面临较大偿债压力。**公司负债经营程度仍较高，有息债务规模较大，现金短期债务比低，面临较大偿债压力。
- **存在较大或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保余额为46.86亿元，占同期末净资产比重的65.92%，被担保对象主要为国有企业，公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，存在较大或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年10月29日发行6亿元公司债券，募集资金原用于四海家园安置房建设和兴虹家园安置房建设项目，截至2021年6月9日，本期债券募集资金专项账户余额为1,407,515.93元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，2020年9月公司股东泰兴中鑫投资对公司增资50,000.00万元，公司注册资本和实收资本变更为250,000.00万元，截至2021年5月底，公司注册资本和实收资本为250,000.00万元。泰兴中鑫投资持股比例100%，实际控制人为泰兴市人民政府国有资产监督管理委员会办公室。

2020年公司合并范围新增三家子公司，减少两家子公司，具体情况如下表。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
江苏中泰友伟国际贸易集团有限公司*	10,000	40%	商品销售	投资设立
江苏宏福造船有限公司	10,000	100%	铁路、航空航天和其他运输设备制造业	投资设立
泰兴虹桥物业管理服务有限公司（二级）	100	100%	房地产业	投资设立

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	不再纳入的原因
江苏江天农业科技发展有限公司	20,000	100%	污水处理	划拨
泰兴市鑫乐盛实业有限公司	10,000	100%	污水处理	投资设立

注：2021年3月，公司将子公司江苏中泰友伟国际贸易集团有限公司40%股权转让给泰兴市虹桥港口有限公司。
资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全

球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.8%。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2018年下半年至2019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，城投公司融资环境有所改善。2020年疫情爆发以来，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2018年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；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。2018年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，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。10月，国办发[2018]101号文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。

2019 年仍延续 2018 年下半年的政策定调，2019 年 3 月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。5 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

2020 年泰兴市经济持续增长，但增速放缓，但整体工业经济发展依然较好

2020 年泰兴市实现地区生产总值 1,127.47 亿元，按可比价格计算，同比增长 3.90%，增速放缓，三次产业结构比为 6.2: 50.1: 43.7，仍以二三产业为主。工业经济方面，目前泰兴市重点产业增长平稳，机电、化工、医药三大支柱产业实现规模以上产值同比增长 8.0%，同时，泰兴市持续推进开发园区提档升级，泰兴经济开发区创成国家绿色化工园区，连续八年保持全国化工园区 10 强；黄桥经济开发区获批筹建中国生物发酵与未来食品城，泰兴高新区创成国家绿色产业示范基地，虹桥工业园区获批省示范物流园区；农产品加工园区创成国家农村产业融合发展示范园，城区工业园区创成省级军民融创科技企业孵化器。2020 年泰兴市全年规模以上工业增加值增长为 6.4%，增速较上年有所下降，工业经济发展较好。

固定资产投资方面，2020 年泰兴市固定资产投资增速大幅下滑。从固定资产投资投向看，2020 年泰兴市规模以上工业投资下降 2.2%，服务业投资下降 10.6%。2020 年泰兴市房地产市场平稳发展，全年商

品房销售面积167.59万平方米，同比增长1.3%，增速较上年由负转正，关注泰兴房地产市场情况对土地市场影响。2020年泰兴市进出口总额较上年变化不大，存贷款余额保持两位数增速。

表2 2019-2020年泰兴市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,127.47	3.9%	1,083.90	6.8%
第一产业增加值	69.51	3.0%	65.41	2.2%
第二产业增加值	564.97	3.6%	556.20	5.9%
第三产业增加值	492.99	4.5%	462.29	8.6%
工业增加值	-	6.4%	-	7.0%
固定资产投资	-	-5.2%	-	10.9%
社会消费品零售总额	274.73	0.2%	253.57	7.0%
进出口总额（亿美元）	43.25	-0.2%	43.36	-16.7%
存款余额	1,302.99	10.1%	1,183.74	8.5%
贷款余额	1,107.12	14.8%	964.65	14.7%
人均GDP（元）		105,371		101,157
人均GDP/全国人均GDP		146.35%		142.69%

资料来源：2019-2020年泰兴市国民经济和社会发展统计公报

2020年泰兴市实现公共财政收入85.43亿元，较上年增长6.0%；其中，税收收入67.25亿元，较上年增长1.5%，税收收入占公共财政收入比重的78.72%，公共财政收入质量较好；2020年泰兴市实现政府性基金收入125.65亿元，同比增长35.35%。2020年泰兴市公共财政支出为108.36亿元，较上年增长1.82%，2020年泰兴市财政自给率为78.84%。

泰兴虹桥工业园区组建于2009年，与虹桥镇实行“镇区合一”运行模式，（镇）区先后创成国家产学研合作创新示范基地、省两化融合试验区、省知识产权试点园区、省建筑产业现代化示范园区、省新型工业化产业示范基地、省高技术船舶特色产业基地，虹桥镇被评为全国文明镇、全国重点镇、国家级生态镇、国家级卫生镇，2017年11月获批开展经济发达镇行政管理体制改革试点，2019年10月通过江苏省经济发达镇行政管理体制改革评估验收并正式获批，按副县级管理。泰兴虹桥工业园区地处泰兴西南端，西濒长江，与无锡、常州、镇江隔江相望，拥有15.8公里长江黄金岸线和8平方公里江心洲，位于上海、南京两小时交通圈和苏锡常一小时经济圈。虹桥工业园主导产业为高端装备制造、临港物流业、绿色智能装配建筑产业、汽车零部件及新一代智能交通装备产业。

五、经营与竞争

公司是泰兴市重要的市政项目投融资与建设主体之一，主要负责泰兴市虹桥新城基础设施建设、安置房建设等业务。2020年公司工程项目建设 and 安置房开发等代建业务较上年变化不大，物资销售收入增幅较大，主要系子公司泰兴市鼎济富商贸有限公司（以下简称“鼎济富”）2020年铜杆贸易量增长所

致。2020年公司新增污水处理收入、担保费等业务收入，但收入规模较小，对公司收入及利润贡献很小。2020年公司销售毛利率下降，系毛利率较低的物资销售业务收入增长所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程项目建设	29,616.85	16.67%	25,332.91	16.67%
安置房开发	18,529.44	16.67%	22,220.81	16.67%
物资销售	121,374.39	1.06%	79,663.06	0.50%
污水处理收入	298.35	16.16%	-	-
担保费收入	28.40	100%	-	-
物业及租赁收入	361.81	49.62%	62.13	100%
合计	170,209.23	5.62%	127,278.91	6.59%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建收入（包括工程项目建设和安置房业务）较上年变化不大，目前公司在建项目规模较大，代建收入来源有一定的保障，但同时也面临较大的资金压力

工程项目建设收入为公司主要收入来源之一，其运营模式为：根据泰兴市人民政府委托，公司负责工程项目的投融资与建设，并与泰兴市人民政府签订投资建设回购协议，项目完工后由泰兴市人民政府在项目投入成本的基础上加成一定的建设服务费进行回购，建设服务费比例一般为20%。但是在具体结算中系公司同泰兴市虹桥园工业园管委会结算。

公司安置房业务运作模式与工程项目建设业务类似，公司受泰兴市人民政府委托，负责项目的投融资与建设，在项目完工或部分完工后，根据施工进度进行结算，在核算项目投入成本的基础上加成一定的投资回报进行回购，投资回报比例一般为20%，公司据此确认收入、结转成本。根据公司提供的2020年建设项目中期结算确认书，2020年公司中期结算项目包括双越路道路工程、虹桥新城项目和同德安置小区一期项目工程，结算金额48,146.29万元。公司本期债券募投项目为四海家园安置房建设和虹兴家园安置房（项目名称变更为虹兴华苑安置房）建设项目，根据公司提供的存货在建工程明细，四海家园安置小区项目工程期末余额159,010.46万元，虹兴华苑安置房小区期末余额32,826.03万元，2019年虹兴华苑已结转21,575.95万元，2020年未结转。

截至2020年，公司存货中主要在建工程余额为63.67亿元，在建项目规模较大，业务可持续性较好，未来收入有一定的保障，但在建项目的持续投入规模较大，面临较大资金压力。

表4 截至 2020 年末公司主要在建工程项目情况（单位：万元）

项目名称	期末余额
四海家园安置小区项目工程（虹泰小区）	159,010.46
农业复垦	141,610.35

虹桥新城项目工程	109,852.60
学校、医院项目工程	65,244.87
物流园区一期项目工程	34,445.62
虹兴花苑安置小区项目工程	32,826.03
ITS 项目	15,004.22
沿江生态示范廊	14,753.63
污水处理项目	10,271.36
焦土港风光带项目工程	9,400.47
同德安置小区二期项目工程	6,585.67
同德安置小区一期项目工程	5,225.07
备土绿化工程	4,950.51
标房	4,812.31
长江生态走廊	4,695.69
虹桥园区亮化工程	3,626.79
边检营房项目工程	3,476.66
同德中沟东段南岸项目工程	2,158.60
六圩港内港池	1,580.86
虹桥新城建设	1,475.43
四通路道路工程	1,276.99
污水处理项目工程	1,258.87
法律服务中心	1,075.64
边防站	1,036.22
广福小区项目工程	1,030.64
合计	636,685.53

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司物资销售业务销售收入增长，但物资销售毛利率较低，对公司利润贡献较小

公司物资销售业务由鼎济富经营，其中泰兴市虹福泰实业有限公司主要负责煤炭销售业务，已于2019年10月转出，不再纳入公司合并范围。目前物资销售业务主要由鼎济富负责。跟踪期内公司物资销售业务模式未发生较大变化，公司通过市场上的物资需求方的需求，从中选取经营状况稳定、业务规模大、财务管理规范、信誉良好的客户，进行洽谈，并确定合作意向，根据采购成本，确定一个合理的利润空间，并与客户签订协议，通过进销差价盈利，公司采用以销定购，锁定上下游，签订采购合同和销售合同时确定相关价款，销售结算价格基本上是在采购价格的基础上加上相关费用从而锁定利润。结算方式一般为货到一个月内付款或提货时付款，采用电付或银行转账等方式。2020年主要贸易品种为铜杆、电解铜及乙二醇，贸易品种同2019年未发生变化，但铜杆的贸易量增幅较大，但公司根据各品种贸易量有变化，2020年铜杆贸易量大幅增长，电解铜和乙二醇下滑。

表5 公司 2019-2020 年主要贸易品种采购、销售情况

年份	物资品种	购进量 (吨)	购进金额 (万元)	销售量 (吨)	销售金额 (万元)
2020 年	铜杆	14,106.93	67,392.85	14,106.93	67,898.88
	电解铜	6,173.07	20,705.10	6,173.07	20,911.78
	乙二醇	-	27,020.27	-	27,085.66
	合计		115,118.22		115,896.32
2019 年	电解铜	10,295.16	48,258.12	10,295.16	48,572.55
	乙二醇	-	30,554.87	-	30,620.80
	铜杆	1,294.14	6,171.51	1,294.14	6,223.30
	合计	-	84,984.50	-	85,416.65

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司前五大销售客户有一定变化，前五大销售金额合计占比89.49%，客户集中度较高。

表6 公司 2019-2020 年物资销售前五名情况 (单位：万元)

序号	客户名称	销售金额	占比	是否为关联方
2020 年	盐城欧路尚贸易有限公司	47,003.98	38.73%	否
	滨海首亚富丰实业有限公司	27,085.66	22.32%	否
	盐城斯科塞贸易有限公司	16,245.27	13.38%	否
	江西宸顺发金属材料有限公司	12,866.26	10.60%	否
	常州迅沃商贸有限公司	5,418.58	4.46%	否
	合计	108,619.75	89.49%	
2019 年	上海拓钰金属材料有限公司	33,959.35	42.63%	否
	滨海首亚富丰实业有限公司	24,601.50	30.88%	否
	盐城欧路尚贸易有限公司	6,223.30	7.81%	否
	无锡东风宇翔金属制品有限公司	3,077.95	3.86%	否
	上海勃舞实业有限公司	2,330.85	2.93%	否
	合计	70,192.95	88.11%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司采购模式未发生较大变化，公司材料采购一般在采购协议书签订后2~3日内按合同总价的 20%金额支付供应商（以现款或现汇方式）保证金，并按照先付款后提货（供应商款到发货）以及付多少款提多少货的原则进行提货，且公司最迟应在供货商向其上游付款之日起90日内以现款方式付清采购协议中的全部款项。

公司前五大供应商变化较大，合计占采购总额的89.57%，供应商集中度较高。

表7 公司 2019-2020 年物资采购前五名情况表 (单位：万元)

序号	客户名称	采购金额	占比	是否为关联方
2020 年	淮安申腾达新材料科技有限公司	58,156.89	47.92%	否
	无锡瑞博特纺织品有限公司	26,261.59	21.64%	否
	佰所仟讯（上海）电子商务有限公司	17,239.12	14.20%	否
	深圳市尹颖鸿福贸易有限公司	3,986.68	3.28%	否
	温州星展贸易有限公司	3,071.11	2.53%	否

	合计	108,715.38	89.57%	
2019年	上海周秀实业有限公司	23,375.18	29.49%	否
	江阴翔冠国际贸易有限公司	19,995.00	25.22%	否
	江苏嘉奕和铜业科技发展有限公司	14,532.00	18.33%	否
	上海胤创贸易有限公司	9,763.43	12.32%	否
	无锡悟联科技有限公司	6,647.24	8.39%	否
	合计	74,312.85	93.75%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得较大力度的外部支持

公司股东泰兴中鑫投资于2020年向公司货币增资5亿元，公司实收资本增加至25亿元。2020年泰兴虹桥工业园区管理委员会给与公司财政补贴1.88亿元，较大力度的外部支持一定程度上提升了公司资本实力和盈利水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2019-2020年审计报告及2021年未经审计一季度报，报告均采用新会计准则编制。2020年合并范围减少2家子公司，新增3家子公司（详见表1），截至2020年底公司合并范围子公司11家。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但应收款项和存货占比较大，整体资产流动性较弱

2020年末公司总资产规模同比增长8.03%，主要系存货规模的增长。从资产结构来看，主要以流动资产为主，2020年末占总资产的96.85%。

公司2020年末货币资金规模为22.44亿元，其中使用受限货币资金12.05亿元，主要为银票保证金和存单质押、担保保证金，受限比例为53.70%。应收账款期末账面价值14.73亿元，同比增长21.77%，主要为应收江苏省泰兴虹桥工业园区管理委员会13.58亿元，占期末应收账款余额比重的92.21%。公司其他应收款规模较大，2020年末账面价值93.14亿元，占总资产比重的40.56%，其中与政府往来和关联方往来款合计金额86.94亿元，按金额归集的前五名应收对象分别为江苏省泰兴虹桥工业园区管理委员会、泰兴市双越投资有限公司、江苏虹越市政工程有限公司、泰兴市虹桥产业投资发展有限公司，泰州市长江新农村建设开发有限公司，合计金额61.02亿元，占比65.15%，公司应收账款、其他应收款占用公司较大营运资金，且未来回收存在一定的不确定性。

随着公司对基础设施和安置房建设的持续投入，存货规模持续增长，截至2020年末，公司存货账面

价值为84.57亿元，同比增长17.02%，包括安置房建设、道路、桥梁基础设施及土地资产，截至2020年末，账面价值合计为8.35元的土地已设立抵押。

总体来看，2020年公司资产规模有所增长，货币资金抵押受限比例高，公司存货和应收款项占比较大，存货中部分土地资产已用于融资抵押，应收款项较大程度占用公司营运资金，且回收具有一定不确定性，整体资产流动性较弱。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	30.14	12.86%	22.44	9.77%	21.65	10.18%
应收账款	13.79	5.88%	14.73	6.41%	12.09	5.69%
其他应收款	84.91	36.22%	93.14	40.56%	93.93	44.19%
存货	94.16	40.16%	84.57	36.83%	72.27	34.00%
流动资产合计	227.13	96.89%	222.40	96.85%	206.72	97.24%
长期股权投资	5.08	2.17%	5.00	2.18%	5.00	2.35%
非流动资产合计	7.30	3.11%	7.24	3.15%	5.86	2.76%
资产总计	234.43	100.00%	229.64	100.00%	212.58	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2020年物资销售收入增长带动公司营业收入上升，但公司物资销售毛利率较低，利润主要依赖财政补贴

2020年公司代建业务收入变化不大，物资销售收入增幅较大，带动公司营业收入增长。2020年公司新增污水污水处理收入、担保费收入，但收入规模较小，对公司收入及利润贡献小。公司物资销售主要为转手贸易，毛利率低，其收入规模及占比的上升，拉低了公司销售毛利率。

2020年公司收现比0.99，经营收现能力有所提升，其他收益1.88亿元，系收到当地政府给与公司的安置房、工程建设的财政补贴。整体来看，物资销售规模较大，但毛利率较低，在建项目销售规模较低，利润主要依赖政府补贴。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2021年3月	2020年	2019年
营业收入	3.69	17.02	12.73
收现比	1.38	0.99	0.71
营业利润	0.60	2.27	1.76
其他收益	0.49	1.88	1.10
利润总额	0.52	2.26	1.70
销售毛利率	5.14%	5.62%	6.59%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司有息负债规模持续增长，存在较大的偿债压力

2020年公司负债总额158.56亿元，同比增长7.78%；2020年9月，泰兴中鑫投资对公司增资5.00亿元，公司注册资本金增加至25.00亿元；2020年公司无偿受让泰兴市虹桥新农村建设有限公司10%股权，资本公积增加0.19亿元。根据2020年泰兴市虹桥园工业园区管委会《关于明确泰国用（2013）第0007号地块划出通知》文件，将公司持有的泰国用（2013）第0007号地块无偿划出，土地账面价值1.48亿元冲减公司资本公积，上述事项减少公司资本公积1.29亿元，2020年末公司产权比率为223.04%，净资产对负债的保障能力较弱。

图 1 公司资本结构

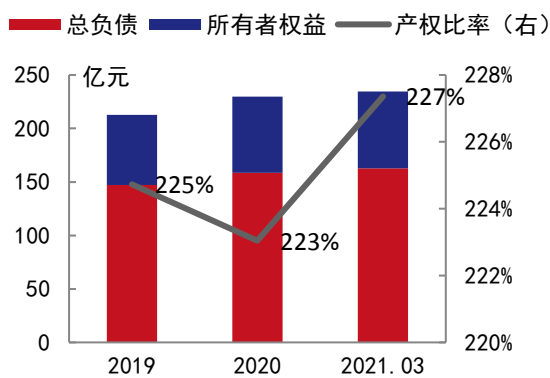
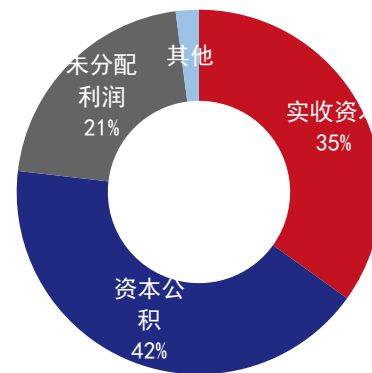


图 2 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020年公司债务结构变化较大，长期债务规模有所减少，短期债务规模大幅上升，流动负债占比提升19.88个百分点，流动负债主要以短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债等刚性债务为主，短期债务偿还压力大幅增长。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.29	7.55%	11.60	7.32%	6.29	4.27%
应付票据	24.41	14.99%	18.03	11.37%	10.90	7.41%
应付账款	2.86	1.76%	2.21	1.39%	5.72	3.89%
其他应付款	12.58	7.73%	16.67	10.51%	8.92	6.06%
一年内到期的非流动负债	34.07	20.93%	42.69	26.92%	23.44	15.93%
流动负债合计	90.96	55.87%	96.02	60.56%	59.84	40.68%
长期借款	31.24	19.19%	32.17	20.29%	49.16	33.41%
应付债券	28.84	17.71%	19.15	12.08%	24.80	16.86%

长期应付款	11.78	7.23%	11.21	7.07%	13.32	9.05%
非流动负债合计	71.86	44.13%	62.53	39.44%	87.28	59.32%
负债合计	162.81	100.00%	158.56	100.00%	147.12	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司总债务规模较大，资产负债率较高，2020年公司短期有息负债大幅攀升，短期债务占总债务的比重上升，现金短期负债比较低，且货币资金受限比例高，公司EBITDA利息保障倍数有较低，债务偿付压力较大。

图 3 公司总债务占总负债比重

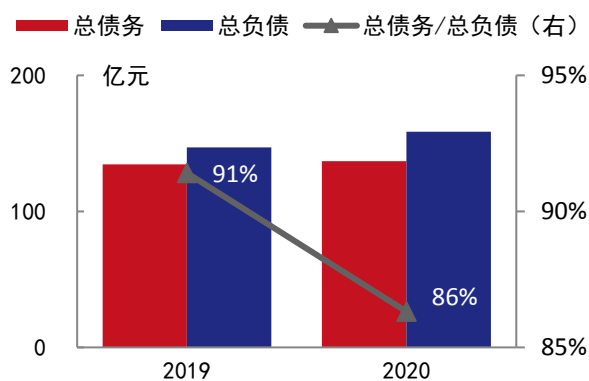
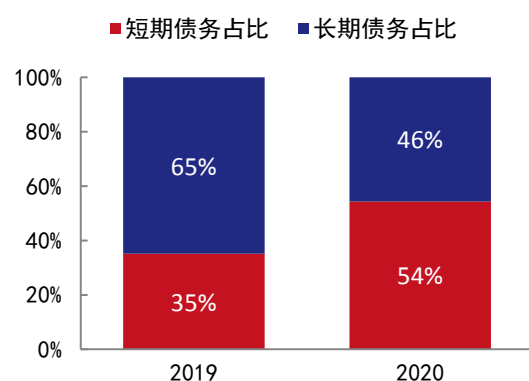


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

表11 公司偿债能力指标

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	69.45%	69.04%	69.20%
现金短期债务比	--	0.30	0.47
EBITDA 利息保障倍数	--	0.23	0.17

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月20日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保余额为46.86亿元（详见附录五），占同期末净资产比重的65.92%，公司对外担保规模较大，主要以国有企业为主，且均未设置反担保措施，存在较大或有负债风险。

八、结论

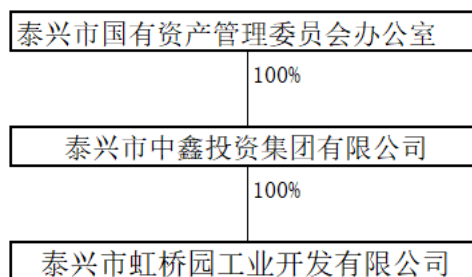
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	30.14	22.44	21.65	22.28
其他应收款	84.91	93.14	93.93	64.49
存货	94.16	84.57	72.27	69.40
流动资产合计	227.13	222.40	206.72	171.06
非流动资产合计	7.30	7.24	5.86	5.74
资产总计	234.43	229.64	212.58	176.79
短期借款	12.29	11.60	6.29	9.98
应付票据	24.41	18.03	10.90	9.50
一年内到期的非流动负债	34.07	42.69	23.44	21.35
流动负债合计	90.96	96.02	59.84	64.02
长期借款	31.24	32.17	49.16	29.78
应付债券	28.84	19.15	24.80	12.91
长期应付款	11.78	11.21	13.32	0.00
非流动负债合计	71.86	62.53	87.28	62.42
负债合计	162.81	158.56	147.12	126.43
总债务	--	136.86	134.48	106.44
所有者权益	71.61	71.09	65.46	50.36
营业收入	3.69	17.02	12.73	14.58
营业利润	0.60	2.27	1.76	2.36
其他收益	0.49	1.88	1.10	1.72
利润总额	0.52	2.26	1.70	2.36
经营活动产生的现金流量净额	3.13	-16.36	-25.69	5.15
投资活动产生的现金流量净额	1.74	-6.72	0.32	-0.04
筹资活动产生的现金流量净额	-3.08	23.39	29.44	-13.65
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	5.14%	5.62%	6.59%	6.02%
收现比	1.38	0.99	0.71	1.21
资产负债率	69.45%	69.04%	69.20%	71.51%
现金短期债务比	--	0.30	0.46	0.51
EBITDA（亿元）	--	2.47	1.76	2.40
EBITDA 利息保障倍数	--	0.23	0.17	0.27

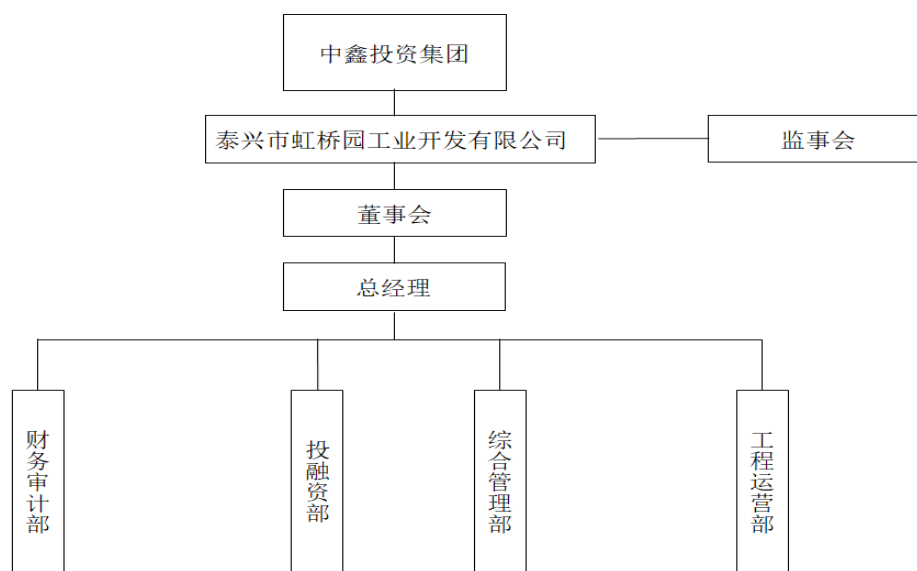
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供



附录四 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务	取得方式
泰兴市虹桥新农村建设有限公司	20,000	90%	基础设施建设	投资设立
泰兴市虹越水利建设开发有限公司	10,000	100%	贷款担保	投资设立
泰兴市虹桥中剑污水处理有限公司	20,000	100%	贵金属贸易	投资设立
泰兴市兴虹城镇建设综合开发有限公司	60,000	100%	贵金属贸易	投资设立
泰兴市润虹融资担保有限公司	10,000	100%	安置房建设	投资设立
泰兴市鼎济富商贸有限公司	10,000	100%	标房建设	投资设立
泰兴市虹兴置业有限公司	10,000	100%	基础设施建设	投资设立
泰兴市虹兴标房建设有限公司（二级）	10,000	90%	贷款担保	投资设立
江苏中泰友伟国际贸易集团有限公司*	10,000	40%	商品销售	投资设立
江苏宏福造船有限公司	10,000	100%	铁路、航空航天和其他运输设备制造业	投资设立
泰兴虹桥物业管理服务有限公司（二级）	100	100%	房地产业	投资设立

注：江苏中泰友伟国际贸易集团有限公司已于 2021 年 3 月转出。

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 2020年12月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保起始日	担保到期日	担保金额
	2020/12/31	2028/12/29	20,000.00
	2020/12/25	2022/12/25	6,950.00
	2020/12/29	2022/12/29	4,860.00
泰兴市长江新农村建设开发有限公司	2020/12/24	2021/12/24	2,330.00
	2020/12/25	2022/6/25	1,350.00
	2020/12/29	2022/6/29	1,180.00
	2020/12/28	2021/12/28	1,000.00
泰兴市泰通投资发展有限公司	2020/5/19	2021/5/19	5,000.00
	2020/8/28	2025/8/28	9,555.82
泰兴市金燕仓储有限公司	2020/8/28	2025/8/28	9,555.82
	2020/7/17	2023/7/17	8,307.82
	2020/1/16	2021/1/15	2,700.00
泰兴市虹桥生态园建设开发有限公司	2020/3/10	2023/2/27	2,850.00
	2020/6/5	2021/6/5	3,900.00
泰兴市虹福泰实业有限公司	2020/12/21	2021/12/17	5,400.00
	2019/7/1	2021/7/1	4,420.00
	2019/6/3	2021/6/3	3,080.00
	2019/4/26	2021/4/26	3,020.00
	2019/6/14	2021/6/14	2,570.00
	2019/5/17	2021/5/17	2,490.00
	2019/6/21	2021/6/21	2,370.00
泰兴市创源建设有限公司	2019/7/4	2021/7/4	1,850.00
	2019/7/17	2021/5/31	8,330.00
	2019/6/14	2021/5/31	5,400.00
	2019/7/5	2021/5/31	4,510.00
	2019/5/31	2021/5/31	4,230.00
	2019/6/28	2021/5/31	4,000.00
	2019/6/21	2021/5/31	1,860.00
	2019/7/23	2021/5/31	1,670.00
	2018/11/28	2021/11/28	4,190.00
	2018/10/19	2021/10/19	1,740.00
	2018/11/16	2021/11/16	1,140.00
	2018/12/6	2021/12/6	900.00
	2018/10/19	2021/10/19	570.00
	2019/8/23	2021/9/23	15,970.00
泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司	2019/8/30	2021/8/30	7,330.00
	2019/9/20	2021/9/20	5,410.00
	2019/9/27	2021/9/27	1,290.00
	2019/5/17	2021/5/17	19,040.00
	2019/4/30	2021/4/30	13,440.00
	2019/4/26	2021/4/26	13,380.00
	2019/5/8	2021/5/8	8,190.00
	2019/5/29	2021/5/29	6,420.00

	2019/5/15	2021/5/15	5,970.00
	2019/5/22	2021/5/22	5,350.00
	2019/5/10	2021/5/10	5,230.00
	2019/5/24	2021/5/24	4,000.00
	2019/4/28	2021/4/28	3,960.00
	2019/6/5	2021/6/5	3,110.00
	2019/5/31	2021/5/31	1,510.00
	2019/6/6	2021/6/6	400.00
	2019/8/23	2021/8/23	25,000.00
	2019/8/23	2022/8/23	200.00
	2020/3/31	2022/3/31	20,000.00
泰兴市滨江新农村建设发展有限公司	2020/7/1	2023/7/1	7,605.63
泰兴市滨江污水处理有限公司	2020/9/4	2024/9/4	18,750.00
	2020/12/31	2021/12/30	5,000.00
泰兴市滨江管廊建设有限公司	2019/11/19	2023/11/17	3,375.00
	2019/11/19	2023/11/17	3,375.00
	2020/4/28	2027/11/27	8,000.00
泰兴虹柏重工机械制造有限公司	2020/12/21	2021/12/17	3,900.00
	2020/1/19	2021/1/18	4,000.00
江苏源峰市政工程有限公司	2019/3/8	2021/3/5	2,800.00
	2020/3/27	2021/3/26	400.00
江苏盛中机械制造设备有限公司	2019/10/9	2021/10/7	3,500.00
	2020/9/27	2021/9/27	2,800.00
	2020/12/3	2021/12/2	9,800.00
	2020/12/22	2021/12/17	3,700.00
江苏江天农业科技发展有限公司	2017/6/7	2022/6/7	3,000.00
	2019/12/1	2021/12/1	30,000.00
	2019/5/10	2021/5/10	19,529.00
	2019/6/5	2021/6/5	471.00
江苏江大电力设备制造有限公司	2020/8/5	2021/8/4	1,950.00
	2020/4/23	2023/2/27	2,900.00
江苏虹越市政工程有限公司	2019/5/17	2021/5/14	3,800.00
	2020/12/18	2021/12/18	2,800.00
江苏虹桥港口开发有限公司	2020/10/12	2023/10/12	5,000.00
	2020/9/22	2023/9/22	9,056.90
江苏光辉环保科技有限公司	2020/3/13	2021/3/12	4,200.00
	2020/11/30	2021/11/25	400.00
合计			468,591.99

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录七 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。