

# 2015 年泰州市海陵资产经营有限公司公 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年泰州市海陵资产经营有限公司<sup>1</sup>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	2021-6-28	2020-6-4

## 债券概况

**债券简称:** PR 海资债/15 海陵债

**债券剩余规模:** 4.8 亿元

**债券到期日期:** 2022-12-14

**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%。

**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

## 联系方式

**项目负责人:** 张旻熳  
zhangmy@cspengyuan.com

**项目组成员:** 何馨逸  
hexy@cspengyuan.com

**联系电话:** 0755-82872897

## 评级观点

- 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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务多元化，主营业务持续性仍然较好，泰州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“泰州城建”或“担保方”）提供的保证担保仍能一定程度上保障本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，偿债压力较大，且存在较大的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，业务日益多元化且盈利质量加强。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：万元）

项目	2020	2019	2018
总资产	4,468,438.13	4,338,068.43	4,306,113.08
所有者权益	1,595,760.48	1,579,408.97	1,319,464.94
总债务	2,252,062.42	2,082,727.09	1,958,086.00
资产负债率	64.29%	63.59%	69.36%
现金短期债务比	0.50	2.28	3.22
营业收入	373,935.20	136,067.96	124,826.51
其他收益	202.20	17,198.93	10,379.37
利润总额	32,515.94	22,506.40	21,130.50
销售毛利率	11.90%	14.25%	21.10%
EBITDA	33,574.77	28,947.22	32,706.83
EBITDA 利息保障倍数	0.17	0.13	0.20
经营活动现金流净额	-246,178.25	-186,234.68	81,511.00
收现比	0.93	0.91	1.59

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **外部环境较好，为公司发展提供良好基础。**海陵区作为泰州市的主城区和核心区域，2020年实现地区生产总值620.19亿元，按可比价计算，增长3.5%，第三产业比重持续提升，房地产市场快速回暖。
- **公司业务日益多元化，主营业务持续性较好。**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建设、土地开发与运营及城市基础设施建设等业务，截至2020年末，公司在建项目和在售房产规模较大，存货中尚有一定规模已整理待出让土地，主营业务未来持续性较好。
- **保证担保仍能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

- **公司资产流动性较弱。**截至2020年末，公司存货和应收款项合计占总资产的比重较大，应收款项整体回款时间存在不确定性、较大程度占用公司营运资金，民营企业应收款项存在一定回收风险；存货中土地变现存在不确定性，整体资产流动性较弱。
- **公司负债水平仍较高，面临较大的偿债压力。**截至2020年末，公司资产负债率有所提升，总债务规模继续增长、规模仍较大，2021年到期的债务规模较大，公司现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数表现欠佳，公司面临较大本息偿付压力。
- **公司对外担保规模较大，面临较大的或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保金额42.69亿元，占年末净资产的比重为26.76%，其中对民营企业担保2.00亿元，且被担保对象中，泰州市双羊精密无缝钢管有限公司被列为失信被执行人，其实控人被限制高消费，该笔担保被列为不良担保，但尚未发生代偿。公司对外担保均有反担保措施，但整体规模较大，存在较大的或有负债风险。

## 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

<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”

## 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2020年12月31日，本期债券募集资金已使用完毕，募集资金专户已销户。

## 三、发行主体概况

2020年7月，经泰州市人民政府批准，公司控股股东由泰州市海陵区人民政府国有资产监督管理委员会变更为泰州市政府国有资产监督管理委员会（以下简称“泰州市国资委”），持股比例为100.00%，实际控制人变更为泰州市人民政府。截至2020年末，公司注册资本仍为505,800万元。2021年1月，根据公司公告，公司经营范围新增住房租赁，根据公司股东决定，免去周维民、吴伟立的公司董事职务，同时委派刘峰、储新易为公司新任董事，任期三年。

2020年，公司主营业务未发生变化，合并范围新增10家子公司，减少1家子公司，详见下表。截至2020年末，公司合并范围子公司共21家子公司，其中一级子公司共11家，具体见附录四。

**表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

1、跟踪期内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
泰州市海陵区广厦绿化工程有限公司	100.00%	5,000.00	园林绿化工程	划拨
泰州市茗果汇商贸有限公司	100.00%	500.00	百货商贸	划拨
江苏海宇建设工程有限公司	100.00%	750.70	工程建设	划拨
泰州市海盛广告传媒有限公司	100.00%	200.00	广告策划	出资、收购
泰州市海之隆百货商贸有限公司	100.00%	30.00	百货商贸	新设
泰州市海泓测绘地理信息有限公司	100.00%	500.00	测绘、地理遥感信息服务	新设
江苏艾斯蔻环境工程科技有限公司	51.00%	1,000.00	工程建设	新设
江苏坤奇智能工程有限公司	51.00%	1,800.00	工程建设	新设
江苏海新建设工程有限公司	100.00%	1,000.00	工程建设	新设
江苏麦隆咖啡有限公司	66.00%	10,000.00	食品经营	新设
2、跟踪期内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	不再纳入的原因
泰州市海诚融资担保有限公司	60.34%	26,100.00	担保业务	股权无偿划出



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%，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。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（以下简称“‘两新一重’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。

2020 年以来受疫情影响，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

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，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。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。

## 区域经济环境

### 2020年泰州市综合实力稳步提升，产业结构持续优化；但疫情对消费品市场和旅游市场有所冲击

2020年泰州市综合实力稳步提升，全年实现地区生产总值5,312.77亿元，按可比价计算，比上年增长3.6%。全年三次产业增加值比重由上年的5.7：49.2：45.1调整为5.8：47.8：46.4，第三产业占比较上年提升1.3个百分点。按第七次人口普查泰州市常住人口数据计算，2020年泰州市人均地区生产总值117,727元，是全国人均GDP的162.50%，高于全国平均水平。

2020年，泰州市全年规模以上工业增加值1,357.51亿元，增长6.4%，其中轻工业增长9.0%，重工业增长4.9%。先进制造业加快发展，全年高新技术产业产值增长9.3%，快于规模以上工业产值增速1.5个百分点，高新技术产业产值占规模以上工业产值比重为45.9%，比上年提高0.9个百分点；战略性新兴产业产值占规模以上工业产值比重为37.6%，比上年提高5.4个百分点。规模以上工业中，化学药品原药、锂离子电池、太阳能电池、工业自动调节仪表与控制系统等产品产量分别比上年增长47.4%、70.4%、66.2%、29.3%。2020年，泰州市固定资产投资较上年增长0.2%，较为稳定，其中第一产业投资增长5,607.6%，第二产业投资下降5.6%，第三产业投资增长7.6%。全年房地产市场开发投资498.47亿元，比上年增长41.4%，其中住宅投资409.67亿元，增长43.8%。

受疫情影响，2020年消费品市场略有下降。旅游市场受疫情冲击较为明显，全年接待国内游客1,266.96万人次，比上年下降59.9%；全年实现旅游总收入154.11亿元，下降62.8%；实现旅游外汇收入1604.03万美元，下降66.6%。

2020年对外贸易基本稳定，全年完成进出口总额146.43亿美元，比上年增长1.2%，其中出口96.05亿美元，增长0.8%；进口50.38亿美元，增长2.1%。2020年金融信贷规模不断扩大，年末金融机构人民币存款余额7,889.89亿元，比上年增长14.7%，其中住户存款余额3,722.47亿元，增长14.0%。金融机构人民币贷款余额6,385.10亿元，增长16.2%。

**表2 泰州市主要经济指标及同比变化情况（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）	5,312.77	3.6%	5,133.36	6.4%
第一产业增加值	307.10	3.0%	292.50	2.3%
第二产业增加值	2,541.10	3.3%	2,525.98	5.9%
第三产业增加值	2,464.57	4.1%	2,314.88	7.6%
规模以上工业增加值	1,357.51	6.4%	-	6.4%
固定资产投资	-	0.2%	-	6.0%
社会消费品零售总额	1,333.26	-1.3%	1,348.94	5.2%
进出口总额（亿美元）	146.43	1.2%	144.66	-1.8%
存款余额	7,889.89	14.7%	6,879.13	12.4%
贷款余额	6,385.10	16.2%	5,493.92	14.8%
人均GDP（元）		117,727		110,731
人均GDP/全国人均GDP		162.50%		171.29%

注：“-”表示未获取相关数据，人均GDP=地区生产总值/第七次人口普查泰州市常住人口数（451.28万人）

资料来源：泰州市2019-2020年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年泰州市一般公共预算收入完成375.20亿元（不含江阴靖江园区），同比增长2.6%，其中税收收入282.06亿元，占一般公共预算收入的比重为75.2%；实现政府性基金收入550.23亿元，同比增长51.6%<sup>2</sup>；同期一般公共预算支出627.67亿元，增长5.6%，财政自给率为59.78%。

### 2020年海陵区经济增速继续放缓，第三产业比重持续提升

2020年海陵区实现地区生产总值620.19亿元，按可比价计算，增长3.5%，增速继续放缓。三次产业结构由2019年的1.5：42.7：55.8调整为2.2：40.8：57.0，第三产业比重持续提升。按海陵区第七次人口普查常住人口数据计算，2020年末，海陵区人均地区生产总值达10.75万元，是全国人均地区生产总值的148.36%。

<sup>2</sup> 2020年全市政府性基金收支增幅较大，主要原因是土地出让金超收较多、土地出让成本也相应增加，以及省转贷泰州市专项债券和抗疫特别国债增长较多。



2020年海陵区全年规模以上工业增加值增长率为5.5%，增速有所回升；固定资产投资增速由负转正，增速达11.1%，按行业分，工业投资增长18.9；服务业投资增长5.9%。房地产市场发展快速回升，2020年全年海陵区房地产开发投资63.15亿元，同比上涨36.8%；商品房销售面积85.67万平方米，同比增长23.8%。受疫情影响，2020年海陵区实现社会消费品零售总额214.55亿元，同比下滑5.9%。对外贸易方面，2020年海陵区进出口总额为17.00亿美元，同比下滑3.1%。

**表3 海陵区主要经济指标及同比变化情况（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）	620.19	3.5%	595.66	6.0%
第一产业增加值	13.57	3.1%	9.11	2.0%
第二产业增加值	253.22	2.9%	254.17	4.9%
第三产业增加值	353.40	3.9%	332.39	7.0%
规模以上工业增加值	-	5.5%	-	3.0%
固定资产投资	-	11.1%	-	-3.7%
社会消费品零售总额	214.55	-5.9%	260.63	3.1%
进出口总额（亿美元）	17.00	-3.1%	17.35	1.8%
人均GDP（元）		107,485		114,616
人均GDP/全国人均GDP		148.36%		161.68%

注：人均GDP=地区生产总值/第七次人口普查海陵区常住人口数（57.70万人）

资料来源：泰州统计局网站数据泰州，中证鹏元整理

2020年海陵区实现一般公共预算收入36.01亿元，同比增长3.5%，其中税收收入28.88亿元，占一般公共预算收入的比重为80.20%；实现政府性基金收入28.86亿元，同比增长110.5%；同期一般公共预算支出38.35亿元，同比增长6.9%，财政自给率为93.90%。

## 五、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。2020年，公司营业收入同比大幅增长174.82%，主要系土地整理、安置房销售及商品销售业务规模均大幅增长所致。公司土地整理及安置房销售业务仍为公司最为主要的收入来源，合计占营业收入比重达74.94%，此外，2020年，随着公司合并范围的扩大，商品销售业务规模占比提升至15.22%。公司收入日益多元化，未来有望进一步增长。

毛利率方面，2020年公司销售毛利率较上年下滑2.35个百分点，主要系毛利率较低的商品销售业务规模增长所致。2020年土地整理、代建工程等主要业务毛利率相对保持稳定，安置房业务具有公益属性，由政府限定价格出售，2020年受限定售价提高影响，毛利率较上年大幅提升12.08个百分点。

**表4 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
土地整理	151,913.53	8.70%	91,755.77	8.70%
安置房销售	128,296.18	11.55%	20,247.40	-0.53%
商品销售	56,930.16	3.31%	468.72	4.06%
工程施工	16,363.49	17.31%	31.16	15.67%
代建工程	8,881.86	12.50%	12,311.72	12.29%
代建管理费	5,338.53	100.00%	6,323.51	100.00%
融资租赁利息	3,337.16	86.23%	2,135.79	46.58%
资金拆借	1,200.38	96.93%	868.86	100.00%
担保业务	373.49	100.00%	1,482.32	100.00%
租赁业务	847.53	76.09%	253.95	36.25%
其他	452.87	51.00%	188.77	100.00%
<b>合计</b>	<b>373,935.20</b>	<b>11.90%</b>	<b>136,067.96</b>	<b>14.25%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

#### 受委托方结算安排影响，公司代建业务收入规模缩小，但未来持续性仍较好

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。2020年代建模式未发生变化，代建项目仍按投资额加成20%的工程管理费再扣除增值税后确认为代建工程收入。2020年公司代建项目确认收入0.89亿元，较上年下滑27.86%，主要系受委托方结算安排影响所致。

**表5 公司 2020 年代建收入明细（单位：万元）**

项目名称	收入
植物园	4,582.75
京泰路南延、梅兰路东延	2,277.52
花园农贸市场	745.33
其他项目	1,276.26
<b>合计</b>	<b>8,881.86</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，管理费按照动迁资金投入的 8%（含税）收取，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，2020 年公司确认管理费收入 5,338.53 万元，毛利率为 100.00%。

截至 2020 年末，公司在建基础设施项目总投资 49.96 亿元，尚需投资逾 8.72 亿元，项目均已签订委托代建协议，未来代建业务持续性较好，但收入确认受到委托方资金结算安排影响，未来收入规模存在不确定性。

**表6 截至 2020 年末公司在建基础设施工程情况（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	项目已投资	开工时间	预计完工时间
<b>代建工程项目</b>				
永定路西段快速化	6,500.00	5,646.45	2014.3	2021.3
森园两侧棚改区	19,500.00	18,914.08	2014.3	2021.3
晨光路	750.00	744.32	2015.6	2021.6
京泰路南延、梅兰路东延	34,000.00	31,815.94	2016.4	2021.4
站前路-渔行社区	26,000.00	14,154.95	2017.9	2021.9
通扬线航道	41,000.00	15,920.79	2018.9	2020.9
城东小学	120.00	371.69	2017.2	2021.8
植物园	500.00	4,776.71	2017.2	2020.8
污水治理村镇建设办公室	2,000.00	1,993.48	2018.5	2020.5
老小区治理项目	13,000.00	2,491.85	2019.3	2021.9
<b>代建动迁管理费项目</b>				
青年北路非住宅区	28,500.00	33,497.60	2017.2	2020.5
涵东地块	24,000.00	19,406.81	2017.1	2021.1
扬州西路两侧	56,000.00	62,118.68	2016.3	2021.3
站前路	17,000.00	21,066.79	2016.3	2020.3
鼓楼路北延	35,200.00	53,444.70	2012.6	2021.6
开发路、天韵路北延（江州公寓西侧）	9,900.00	11,348.17	2017.6	2020.6
城东派出所北侧	18,000.00	13,363.89	2017.8	2020.8
青年北路肉联地块	33,909.00	40,001.84	2017.9	2020.9
凤凰路东延	38,000.00	37,747.25	2017.9	2021.9
青年北路晓庄地块	34,755.00	31,634.81	2017.3	2021.3
人民医院南院西侧	36,000.00	12,444.44	2017.3	2020.7
阳光新城北侧	25,000.00	25,572.41	2017.1	2021.1
<b>合计</b>	<b>499,634.00</b>	<b>458,477.65</b>	-	-

注：部分项目已投额已经超过总投资额，无法测算尚需投资金额；部分项目进度有所延缓，未按预计时间完工  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2020年公司安置房业务盈利能力改善，且在售安置房项目规模较大，可持续性较好**

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。公司安置房销售业务主要由子公司泰州海陵房产开发有限公司（以下简称“海陵房开”）负责，海陵房开拥有房地产开发二级资质，其业务模式为：海陵房开按照海陵区的规划投资建设安置房，项目完工后按照政府限定的价格全部出售给特定对象，从而形成公司的安置房销售收入。公司确认收入时，结转的安置房成本为暂估价，在后期决算时对总成本进行调整，同时安置房销售价格有所差异，故公司安置房毛利率有所波动。

2020年安置房需可售面积增加，安置需求人数增多，安置规模提升，公司实现安置房销售收入达12.83亿元，较上年大幅增长533.64%，且由于限定售价的提高，当年安置房销售毛利率为11.55%，较上年提升12.08个百分点。截至2020年末，公司主要在售安置房项目剩余可供销售面积为46.22万平方米，未来该项收入仍较有保障。

**表7 截至2020年末公司主要在售房产项目情况（万元、万平方米）**

项目	总投资	总计可售面积	已售面积	剩余可售面积
兴业一期	4,969.49	3.44	3.39	0.05
兴业二期	13,223.19	8.80	8.67	0.13
紫竹院	11,000.00	5.87	3.58	2.29
紫竹院二期	17,754.77	8.33	7.98	0.35
紫竹园扩建	6,030.66	4.03	3.89	0.14
智堡安置小区	20,474.00	4.51	2.54	1.97
三森安置区	25,500.00	11.00	9.49	1.51
东苑公寓	12,200.00	5.57	5.15	0.42
智堡二期	19,200.00	3.59	3.42	0.17
海曙颐园	92,525.76	22.38	17.85	4.53
斜桥安置区	7,560.46	3.14	2.45	0.69
智堡三期	78,000.00	20.12	3.20	16.92
斜桥二期	11,425.71	1.33	0.36	0.97
天韵景园	128,919.42	27.01	11.92	15.09
海发商厦	1,353.81	0.16	0.16	0
斜桥一期续建	4,587.12	1.90	1.77	0.13
美好易居城云庭轩	7,932.00	0.96	0.10	0.86
<b>合计</b>	<b>462,656.39</b>	<b>132.14</b>	<b>85.92</b>	<b>46.22</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森园路北侧地块安置区和智堡学校南侧地块安置区，截至2020年末，在建房产项目总投资为12.60亿元，尚需投资12.20亿元。公司在售房产规模较大，在建房产项目未来建成销售将会形成一定规模的收入，该项业务整体持续性较好。

**表8 截至2020年末公司主要在建房产项目情况（单位：亿元）**

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
森园路北侧地块安置区	7.06	0.20	6.86

智堡学校南侧地块安置区	5.54	0.20	5.34
<b>合计</b>	<b>12.60</b>	<b>0.40</b>	<b>12.20</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2020年公司土地整理业务收入持续大幅增长，毛利率水平稳定；目前已整理待出让土地规模较大，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。2019年以前公司均按土地出让金返还方式确认土地整理收入，2019年公司土地整理收入确认模式发生变化，公司与海陵区政府签订《土地整理之补充协议》，约定受托人受托整理的地块符合国家土地出让条件时，由区政府授权区财政局对地块进行结算回购，将地块挂牌出让，受托人土地整理收益为参照同行业标准，在区财政局审核通过的土地整理成本基础上加成15%（含税）进行回购，地块后期挂牌出让金与受托人无关，未来均按此方式确认土地整理收入，不再按土地出让金返还方式确认土地整理收入，不再享有土地增值红利。

2020年公司土地整理收入合计收入15.19亿元，同比大幅增长65.56%，毛利率保持为8.7%。

**表9 2020年公司土地整理情况（单位：平方米，万元）**

地块	面积	确认成本	确认收入
海陵区迎春东路北侧、泰和路东侧；海陵区迎春东路北侧、春兰路东侧	232.66	68,304.65	74,809.85
海陵区南通路南侧、老东河东侧、海陵区南通路南侧、老东河西侧	193.31	70,399.01	77,103.68
<b>合计</b>	<b>425.97</b>	<b>138,703.66</b>	<b>151,913.53</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年底，公司已整理待出让地块账面价值为135.69亿元（详见附录五）。此外，公司存货中尚有账面价值68.56亿元的土地仍在整理中，未来随着这些地块的逐步整理和出让结算，公司土地整理业务收入较有保障，需要关注的是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，未来该项业务收入规模存在一定不确定性。

#### **随着合并范围的扩大，公司业务日益多元化，对营业收入形成良好补充**

2020年，公司实现商品销售收入5.69亿元，实现爆发性增长，但整体毛利率水平较低。该项业务主要由子公司泰州康庄商务管理有限公司、泰州市海名荟商贸有限公司以及泰州市茗果汇商贸有限公司负责，销售商品主要为钢材、水果鲜花、日用品等。商品销售板块的主要业务模式为批发销售，采取以销定采的方式进行上游采购和下游销售。结算方面，预收一部分资金，交易完成后支付尾款，结算周期较短。上游主要供应商有明态实业股份有限公司、云南咖拓贸易有限公司和普洱润源农业有限公司等，下游主要客户有泰州市海陵区飞鹏物资贸易有限公司和上海麦隆贸易有限公司等。

2020年，公司实现工程施工收入1.64亿元，同比大幅增长，主要系公司调整业务结构，当期合并范围新增多家工程建设公司，使收入规模激增。



公司2020年担保费收入373.49万元，同比大幅下滑，主要系泰州市海诚融资担保有限公司2020年划出合并范围后公司不再产生担保费收入所致。公司融资租赁业务由子公司泰州国锐融资租赁有限公司（以下简称“国锐融资租赁”）负责，2020年融资租赁业务收入同比增长56.25%，截至2020年末，国锐融资租赁主要客户包括诸暨蓝德环保工程有限公司、新余市蓝德环保科技有限公司等，暂未发生任何逾期。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

### 资产结构与质量

**公司资产规模稳定增长，可支配现金规模下滑，资产仍以应收类款项和存货为主，资产流动性仍较弱**

2020年公司资产规模小幅增长3.01%，基本保持稳定，公司资产仍以流动资产为主。

2020年公司现金类资产大幅减少，货币资金中受限资金主要是定期存单和保证金，受限货币资金合计8.94亿元，年末货币资金受限比为24.26%，可支配现金规模下滑。公司应收账款主要系应收泰州市海陵区财政局、泰州钰龙置业有限公司（民企）、泰州市海陵区飞鹏物资贸易有限公司（民企）、泰州市海陵区市政工程养护服务中心和泰州市海陵区住房和城乡建设局的业务相关款项，合计占比76.75%，主要应收对象系地方政府和地方国企，部分为民营企业，需关注回收风险。公司其他应收款规模较大，主要系与地方国有企业和政府的往来款，整体回收风险较小，但由于其规模较大且回收时间存在不确定性，对公司资金形成较大占用。公司存货仍系最为主要的资产，2020年末，存货包括247.14亿元土地整理成本（包含土地资产）、33.54亿元代建安置房开发成本、16.19亿元工程施工成本、14.64亿元已完工安置房项目，年末公司存货中包含公益性资产7.34亿元；土地资产42.89亿元，主要为商住用地及城镇住宅用地，性质主要为出让，土地资产抵押比率为60.80%，存货整体变现难度较大。公司其他非流动资产主要包括污水管网设施5.09亿元，系公益性资产。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	368,295.39	8.24%	705,917.37	16.27%
应收账款	67,820.45	1.52%	28,866.54	0.67%
其他应收款	578,494.03	12.95%	423,250.69	9.76%

存货	3,157,116.38	70.65%	2,941,193.91	67.80%
<b>流动资产合计</b>	<b>4,278,493.75</b>	<b>95.75%</b>	<b>4,168,975.48</b>	<b>96.10%</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>189,944.38</b>	<b>4.25%</b>	<b>169,092.95</b>	<b>3.90%</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,468,438.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>4,338,068.43</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

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，且应收民营企业款项存在一定回收风险，公司整体资产流动性较弱。

## 收入质量与盈利能力

### 2020年公司收入规模大幅增长，盈利能力增强

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。2020年，公司营业收入同比大幅增长174.82%，主要系土地整理、安置房销售及商品销售业务规模均大幅增长所致。公司土地整理及安置房销售业务仍为公司最为主要的收入来源，合计占营业收入比重达74.94%，公司收入日益多元化，未来有望进一步增长。2020年公司销售毛利率较上年下滑2.35个百分点，主要系毛利率较低的商品销售业务规模增长所致。

2020年，公司收现比较上年基本保持稳定，公司资金回笼情况一般。利润方面，2020年公司利润总额同比增长44.47%，但其他收益规模大幅下滑，当年公司获得政府补助规模较小，利润主要来源于经营所得，公司整体盈利能力增强。

**表11 公司主要盈利指标（单位：万元）**

指标名称	2020年	2019年
营业收入	373,935.20	136,067.96
收现比	0.93	0.91
营业利润	32,527.12	22,504.07
其他收益	202.20	17,198.93
利润总额	32,515.94	22,506.40
销售毛利率	11.90%	14.25%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

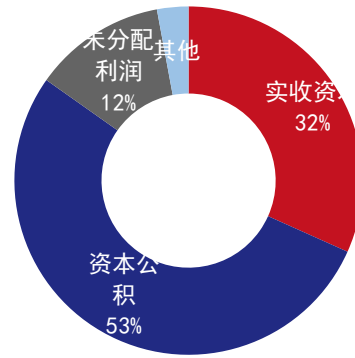
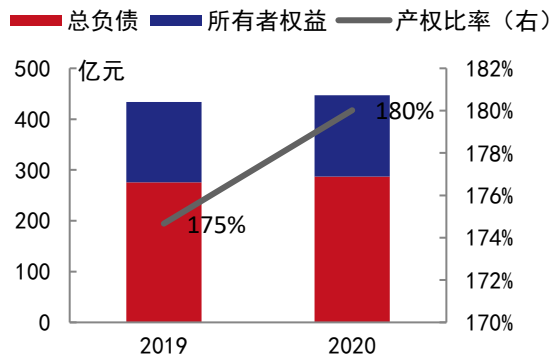
### 公司负债水平进一步攀升，2021年需偿还债务规模大，整体面临较大的偿债压力

2020年公司负债规模及净资产规模变化较小，同比分别增长4.13%和1.04%，产权比率提升至

180.02%，公司净资产对总负债的覆盖程度进一步减弱。2020年末，公司净资产仍主要由资本公积、实收资本等构成，2020年公司资本公积因无偿划入股权、资产及无偿划出股权净增加1,698.06万元。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



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 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司负债仍以非流动负债为主。2020年末，公司短期借款规模同比大幅增长134.74%，主要系保证借款和信用借款的增长所致；年末公司应付票据包含7.10亿元银行承兑汇票和2.00亿元信用证；公司其他应付款主要包括泰州市建业投资集团有限公司和江苏省城乡建设投资有限公司的借款，2020年由于偿还部分借款，其他应付款规模同比有所下滑；年末一年内到期的非流动负债同比大幅增长87.42%，主要系一年内到期的应付债券规模大幅增长所致；此外，公司非流动负债中还包括2020年发行的1年期2.11亿元海陵基建私募债（票面利率7.00%）和1年期10.00亿元短期公司债券（第一期）（票面利率4.50%）。整体来看，公司2021年到期债务规模较大。

非流动负债方面，公司仍主要通过长期借款以及发行债券进行外部融资。2020年末，公司长期借款规模下滑，公司长期借款以保证和抵押借款为主。年末公司应付债券情况详见表13。公司长期应付款均为专项应付款，无融资租赁借款等非标借款。

表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	43,896.50	1.53%	18,700.00	0.68%
应付票据	91,000.00	3.17%	60,000.00	2.17%
其他应付款	436,171.78	15.18%	675,986.10	24.50%
一年内到期的非流动负债	479,137.19	16.68%	255,643.20	9.27%
<b>流动负债合计</b>	<b>1,391,034.92</b>	<b>48.42%</b>	<b>1,210,720.45</b>	<b>43.89%</b>
长期借款	545,978.77	19.01%	686,011.51	24.87%
应付债券	657,171.10	22.88%	613,086.81	22.22%
长期应付款	277,150.04	9.65%	243,451.99	8.83%

非流动负债合计	1,481,642.73	51.58%	1,547,939.01	56.11%
负债合计	2,872,677.65	100.00%	2,758,659.46	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

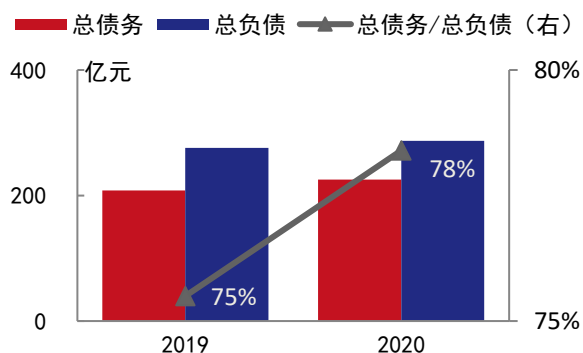
**表13 截至 2020 年末公司应付债券情况（单位：万元）**

债券简称	发行总额	期末余额	票面利率	期限
本期债券-15 海陵债	120,000.00	23,924.16	4.60%	7 年
2017 年非公开发行公司债券（第三期）(17 海陵 03)	85,000.00	44,871.40	6.00%	3+2 年
泰州市海陵资产经营有限公司 2019 年度第一期债券融资计划	50,000.00	39,820.16	7.50%	3 年
泰州市海陵资产经营有限公司 2019 年度第二期非定向债务融资工具	200,000.00	199,193.68	7.50%	3 年
2020 海陵基建私募债	5,640.00	5,612.56	7.30%	2 年
2020 年非公开发行公司债券（第一期）	85,000.00	84,668.44	6.97%	5 年
2020 年非公开发行公司债券（第二期）	50,000.00	49,746.13	5.50%	5 年
2020 年非公开发行公司债券（第三期）	110,000.00	109,451.60	5.50%	5 年
2020 年债券融资计划（20 苏海陵城发 ZR002）	100,000.00	99,882.96	5.89%	5 年
<b>合计</b>	<b>805,640.00</b>	<b>657,171.10</b>	-	-

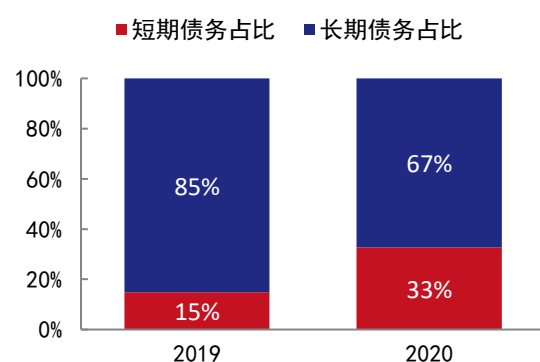
资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020 年末，公司总债务规模小幅增长 8.13%，债务构成来看，公司短期债务由短期借款、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；长期债务由长期借款、应付债券、其他应付款中的有息借款和其他非流动负债中的有息负债构成。从债务结构来看，由于 2021 年到期债务规模的增加，公司短期债务占比较上年提升 18 个百分点，公司总债务仍以长期债务为主。

**图 3 公司债务占负债比重**



**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

2020 年公司负债水平进一步提升，且随着短期债务规模的大幅攀升，现金短期债务比大幅下滑至 0.50，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱，面临较大的短期偿债压力。此外，公司 EBITDA 利息保障倍数仅为 0.17，公司息税折旧和摊销前利润对利息支付的保障能力仍然较弱，整体偿债压力较大。

**表14 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	64.29%	63.59%
现金短期债务比	0.50	2.28
EBITDA 利息保障倍数	0.17	0.13

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，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6月1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，公司对外担保金额42.69亿元，占年末净资产的比重为26.76%，其中对民营企业担保2.00亿元，占有对外担保的比重为4.69%，且民营企业被担保对象中，泰州市双羊精密无缝钢管有限公司（担保金额为2,500万元）被列为失信被执行人，其实控人被限制高消费，从公司提供的企业信用报告来看，该笔担保被列为不良担保，但尚未发生代偿。公司对外担保均有反担保措施，但规模较大，整体存在较大的或有负债风险。

**表15 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	公司性质	担保余额	担保期限
泰州恒冠塑胶科技有限公司	民营企业	4,300.00	2019.09.03-2022.08.26
泰州市海通资产管理有限公司	国有企业	10,000.00	2020.12.24-2021.09.10
泰州市翔泰创意传媒有限公司	国有企业	500.00	2020.05.21-2021.05.19
		500.00	2020.11.16-2021.11.15
泰州市工商经济服务公司	国有企业	1,000.00	2020.11.12-2021.11.11
泰州市涌水农副产品市场经营管理有限公司	国有企业	500.00	2020.04.16-2021.04.14
		500.00	2020.11.11-2021.11.10
泰州市海润国有资产经营有限公司	国有企业	10,935.00	2020.01.20-2021.07.19
		4,495.00	2020.01.20-2023.01.20
泰州海泰控股（集团）有限公司	国有企业	9,000.00	2020.10.30-2021.10.29
		3,000.00	2020.12.18-2021.10.14
泰州物资集团物资商城	国有企业	500.00	2020.06.23-2021.06.22
泰州祥和老年康乐中心	社会组织	3,867.92	2017.03.27-2020.05.17
泰州市海企投资有限公司	国有企业	500.00	2020.06.23-2021.06.22



		4,900.00	2020.07.02-2021.12.01
泰州市广厦物业管理中心	国有企业	4,500.00	2020.09.18-2021.09.17
泰兴市惠民新城建设发展有限公司	国有企业	8,500.00	2020.12.25-2021.12.24
海阳科技股份有限公司	民营企业	6,120.00	2020.04.13-2021.04.13
		3,000.00	2019.07.08-2022.07.15
泰州市天啸环保科技有限公司	国有企业	1,500.00	2019.07.08-2022.07.15
		5,500.00	2020.05.21-2021.04.19
泰州市双羊精密无缝钢管有限公司	民营企业	2,500.00	2019.04.30-2020.03.06
泰州市梅香食品有限公司	民营企业	1,500.00	2019.07.10-2022.07.08
泰州市海融园区管理有限公司	国有企业	4,498.00	2020.03.12-2021.02.03
泰州市海达多式联运管理有限公司	国有企业	4,500.00	2020.03.19-2021.02.25
泰州天冶金属制品有限公司	民营企业	600.00	2020.06.04-2021.05.21
泰州市润河新能源有限公司	国有企业	4,900.00	2020.06.10-2021.06.01
泰州市天一物流有限公司	国有企业	5,000.00	2020.10.09-2025.10.09
		9,400.00	2016.04.26-2021.04.15
泰州市鑫园置业有限公司	国有企业	6,000.00	2019.12.19-2022.12.18
泰州鼎鑫智能产业园投资发展有限公司	国有企业	6,400.00	2016.04.26-2021.04.15
泰州欣泰新农村建设发展有限公司	国有企业	22,475.00	2020.09.02-2024.11.30
泰州市鑫海投资有限公司	国有企业	1,500.00	2020.09.29-2023.09.23
		3,000.00	2020.03.20-2021.03.20
		3,500.00	2020.05.09-2021.05.09
泰州市第四人民医院	事业单位	3,000.00	2020.09.02-2021.09.02
		3,000.00	2020.09.30-2021.09.29
		3,000.00	2020.10.28-2021.10.28
		2,600.00	2020.12.01-2021.11.24
		5,063.49	2019.07.25-2024.07.25
		16,909.00	2019.09.30-2021.09.30
泰州市中天新能源产业发展有限公司	国有企业	20,000.00	2019.11.28-2021.11.28
		15,000.00	2020.01.20-2021.01.20
		14,800.00	2019.12.19-2021.12.27
泰州鑫顺德园林绿化工程有限公司	国有企业	18,366.74	2020.01.14-2025.01.10
泰州市金太阳能源有限公司	国有企业	3,500.00	2020.07.07-2021.07.06
		10,200.00	2016.05.03-2021.04.27
泰州市城市建设投资集团有限公司	国有企业	119,790.00	2016.04.25-2026.04.25
		27,328.00	2019.09.10-2024.09.10
锦宸集团有限公司	民营企业	5,000.00	2020.03.26-2021.09.17
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>426,948.15</b>	<b>-</b>

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 九、本期债券偿还保障分析

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。2020年泰州城建实现主营业务收入50.85亿元，收入仍主要来源于工程施工、基础设施建设和贸易板块，收入结构未发生重大变化。毛利率方面，2020年公司主营业务毛利率下滑至9.46%，主要系毛利率水平较低的贸易业务收入占比有所提升所致。泰州城建2019-2020年主营业务收入构成和毛利率情况如下表所示。

**表16 担保方主营业务收入及毛利率构成（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	25.23	11.64%	17.94	9.98%
基础设施建设	11.62	1.90%	3.98	1.66%
贸易收入	9.89	0.47%	5.14	0.45%
自来水水费	2.11	47.61%	0.58	46.32%
房屋开发	0.47	-0.37%	1.16	28.26%
其他	1.53	39.35%	0.63	50.61%
<b>合计</b>	<b>50.85</b>	<b>9.46%</b>	<b>29.44</b>	<b>9.51%</b>

注：其他业务主要包括自来水安装、物业管理、医废处置和广告业务等  
 资料来源：公开资料，中证鹏元整理

截至2020年末，泰州城建资产和净资产规模持续增长，负债水平进一步攀升，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。2020年，泰州城建EBITDA为9.49亿元，EBITDA利息保障倍数为4.37，整体盈利水平对利息支付的保障能力较好，但现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱，仍面临一定的短期偿债压力。

**表17 担保方主要财务指标（单位：亿元）**

项目	2020年	2019年
总资产	689.80	631.56
所有者权益	222.96	214.81



总债务	427.99	377.64
资产负债率	67.68%	65.99%
营业收入	51.54	30.27
其他收益	3.08	3.00
利润总额	6.65	5.19
销售毛利率	10.48%	11.88%
EBITDA	9.49	6.50
经营活动现金流净额	-1.11	2.00
收现比	0.78	0.59

资料来源：公开资料，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。

## 十、结论

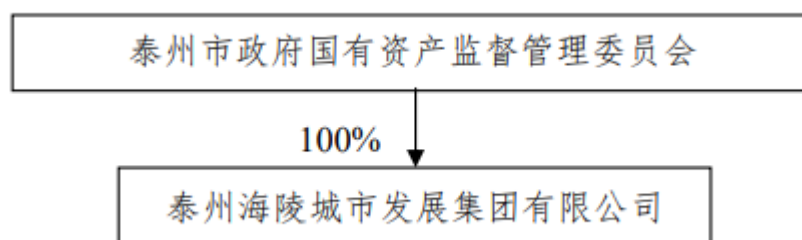
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

## 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：万元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	368,295.39	705,917.37	925,887.86
其他应收款	578,494.03	423,250.69	356,775.22
存货	3,157,116.38	2,941,193.91	2,780,169.11
流动资产合计	4,278,493.75	4,168,975.48	4,146,125.42
非流动资产合计	189,944.38	169,092.95	159,987.66
资产总计	4,468,438.13	4,338,068.43	4,306,113.08
短期借款	43,896.50	18,700.00	71,500.00
其他应付款	436,171.78	675,986.10	1,057,852.49
一年内到期的非流动负债	479,137.19	255,643.20	192,075.39
流动负债合计	1,391,034.92	1,210,720.45	1,537,942.43
长期借款	545,978.77	686,011.51	740,900.57
应付债券	657,171.10	613,086.81	438,705.91
长期应付款	0.00	243,451.99	0.00
非流动负债合计	1,481,642.73	1,547,939.01	1,448,705.70
负债合计	2,872,677.65	2,758,659.46	2,986,648.13
总债务	2,252,062.42	2,082,727.09	1,958,086.00
所有者权益	1,595,760.48	1,579,408.97	1,319,464.94
营业收入	373,935.20	136,067.96	124,826.51
营业利润	32,527.12	22,504.07	20,678.46
其他收益	202.20	17,198.93	10,379.37
利润总额	32,515.94	22,506.40	21,130.50
经营活动产生的现金流量净额	-246,178.25	-186,234.68	81,511.00
投资活动产生的现金流量净额	-25,043.64	-55,324.21	-13,970.38
筹资活动产生的现金流量净额	-83,121.41	43,045.36	5,825.93
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	11.90%	14.25%	21.10%
收现比	0.93	0.91	1.59
资产负债率	64.29%	63.59%	69.36%
现金短期债务比	0.50	2.28	3.22
EBITDA（亿元）	3.36	2.89	3.27
EBITDA 利息保障倍数	0.17	0.13	0.20

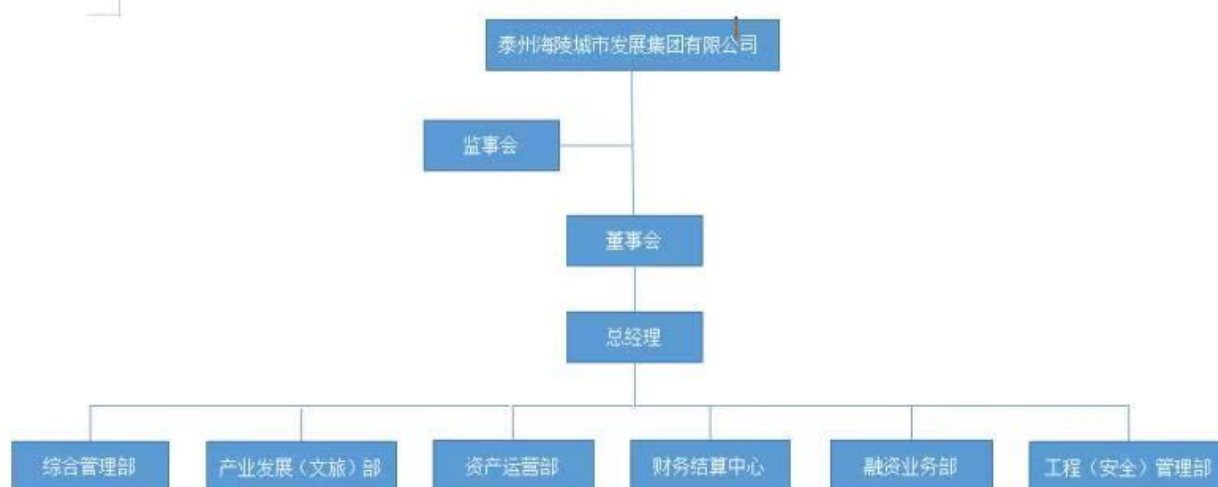
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供



## 附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元、%）

子公司全称	注册资本	持股比例	经营范围
泰州市海陵房产开发公司	30,123.80	100.00	主营房地产开发，兼营城市基础设施建设、资产经营，室内装饰装璜；批发（不仓储）建筑材料、装璜材料、建筑五金、管道件、照明电器。
泰州市海发建设投资有限公司	130,720.00	100.00	建设项目投资及经营管理；资产经营运作；房屋建筑工程、市政道路工程、管道工程、房屋装饰装修工程施工、建筑幕墙工程、园林古建筑工程专业承包。
泰州市海阳给排水管理有限公司	1,000.00	100.00	自来水管网投资管理、污水管网投资管理、污水收集排放、污水管网设施维护。
泰州市惠泰建设发展有限公司	100,000.00	100.00	物业管理；投资咨询服务；房屋、设备租赁；普通货物仓储（不含危险化学品）；销售建筑材料、办公设备、通信器材；计算机硬件、空调及制冷设备、家用电器的销售、安装、维修、服务、城市基础设施建设；服装、五金产品批发。
泰州市海名荟商贸有限公司	58,300.00	51.00	日用品、工艺品、家用电器、体育用品、电子产品、金属材料、金属制品、水果、制冷设备、橡塑制品、玻璃制品、针纺织品、皮革制品、箱包、服装、鞋帽、化妆品、办公用品、计算机、软件及辅助设备、五金产品、卫生洁具、普通劳保用品、电线电缆、防腐防水材料、建筑材料（不仓储）、装饰装潢材料（不含油漆）、管材销售；金属门窗制作安装，食品经营（销售类）（按《食品经营许可证》所列项目经营）；卷烟、雪茄烟零售；家用电器、制冷设备、制暖设备安装维修；一般商务信息咨询；企业管理咨询。
泰州市海之隆百货商贸有限公司	30.00	100.00	日用百货、工艺品、家用电器、办公用品、体育用品、电子产品、金属材料、金属制品、水果、制冷设备、橡塑制品、玻璃制品、针纺织品、皮革制品、箱包、鞋帽、化妆品、普通劳保用品、计算机及辅助设备、五金产品、卫生洁具销售；食品经营（销售类）（按《食品经营许可证》所列项目经营）；烟草零售；一般商务信息咨询；企业管理咨询。
江苏麦隆咖啡有限公司	10000.00	66.00	许可项目：食品经营；食品经营（销售预包装食品）；农作物种子进出口；食品进出口；技术进出口；货物进出口；一般项目：食用农产品零售；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；日用百货销售；会议及展览服务；组织文化艺术交流活动；婚庆礼仪服务；广告设计、代理；财务咨询；工艺美术品及收藏品零售（象牙及其制品除外）；广告制作；图文设计制作；企业管理咨询；农副食品加工专用设备销售；市场营销策划；体育用品及器材零售。
泰州市海盛广告传媒有限公司	200.00	100.00	设计、制作、代理、发布国内各类广告（固定形式印刷品广告除外），公关活动策划，文化艺术交流活动策划，展览展示服务，一般商务信息咨询，房地产营销策划，办公用品销售，花卉租赁、销售。许可项目：住宅室内装饰装修；公章刻制（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）一般项目：建筑装饰材料销售；建筑材料销售；防腐材料销售；保温材料销售；办公用品销售；建

			筑防水卷材产品销售；家用电器销售；五金产品零售；服装服饰零售。
泰州国锐融资租赁有限公司	195,189.00	75.00	融资租赁业务；租赁业务；向国内外购买租赁资产；租赁财产的残值处理及维修；租赁交易咨询和担保；兼营与主营业务相关的商业保险业务（非银行融资类）。
泰州市古城建设投资有限公司	10,000.00	100.00	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（不含仓储）。
泰州市海创置业有限公司	10,000.00	100.00	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，建设工程咨询（不含投资咨询）。
江苏海宇建设工程有限公司	750.70	100.00	市政公用工程施工总承包三级、房屋建筑工程施工总承包三级、园林古建筑工程专业承包三级、建筑装修装饰工程专业承包三级、金属门窗工程专业承包三级，园林绿化工程、房屋拆除工程、桥梁拆除工程、烟囱拆除工程、锅炉拆除工程、化工设备拆除工程施工，批发零售水暖器材、建筑五金、装潢材料。
泰州市海泓测绘地理信息有限公司	500.00	100.00	许可项目：测绘服务；一般项目：地理遥感信息服务。
江苏坤奇智能工程有限公司	1,800.00	51.00	许可项目：电力设施承装、承修、承试；建设工程设计；各类工程建设活动；房地产开发经营；住宅室内装饰装修；成品油零售（不含危险化学品）；食品经营；烟草制品零售；人防工程设计；建设工程勘察；一般项目：智能控制系统集成；软件开发；软件销售；网络技术服务；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；计算机及办公设备维修；计算机软硬件及辅助设备批发；计算机软硬件及辅助设备零售；信息技术咨询服务；安全系统监控服务；电气设备销售；电气设备修理；数字视频监控系统销售；智能输配电及控制设备销售；配电开关控制设备销售；电子元器件批发；电容器及其配套设备销售；电子元器件零售；电子专用设备销售；电子专用材料销售；机械设备销售；电气机械设备销售；电线、电缆经营；电气信号设备装置销售；灯具销售；照明器具制造；照明器具销售；半导体照明器件销售；半导体器件专用设备销售；太阳能发电技术服务；光伏设备及元器件销售；五金产品批发；五金产品零售；园林绿化工程施工；建筑材料销售；工程管理服务；物业管理；停车场服务；酒店管理；成品油批发（不含危险化学品）；成品油仓储（不含危险化学品）；润滑油销售；食用农产品零售；日用百货销售；办公用品销售；专用化学产品销售（不含危险化学品）；洗车服务；针纺织品销售；服装服饰零售；家用电器销售。
泰州市海盛房地产有限公司	200.00	100.00	房地产经纪，市场营销策划，企业形象策划，一般商务信息咨询，家政服务（不含家教），企业管理咨询，市场信息调查，法律咨询、财务咨询（不含代理记账、不含投资理财金融类），房屋修缮工程、室内装饰工程设计、施工，电脑图文设计制作，展览展示服务，房地产营销策划，一般经济信息咨询，会议服务，房屋租赁（不含融资租赁），软件开发，信息技术、计算机领域的技术开发、技术服务、技术推广、技术咨询，设

			计、制作、代理、发布国内各类广告（不含固定形式印刷品广告），充电桩设施运营，日用百货、办公用品、办公设备销售。
江苏海驰建设有限公司	8,000.00	52.00	房屋建筑工程、室内外装饰装修工程、市政公用工程、建筑智能化工程、建筑幕墙工程、机电设备安装工程、消防设施安装工程、钢结构工程、防水防腐保温工程、古建筑工程、亮化工程、空气净化工程、金属门窗安装工程、体育场地设施安装工程设计、施工；金属材料、装饰装修材料（不含油漆）销售；物业管理；设计、制作、代理、发布国内各类广告（固定形式印刷品广告除外）。
泰州康庄商务管理有限公司	1,000.00	100.00	商务管理咨询，企业管理咨询，工程造价咨询，企业形象策划，企业营销策划，会议及展览服务；设计、制作、代理、发布国内各类广告（不含固定形式印刷品广告）；餐饮管理，物业管理，房地产中介服务，二类医疗器械销售；建筑材料（不含砂石、砖瓦，不仓储）、五金产品、日用百货、服装、鞋帽、电子产品、计算机及辅助设备、汽车配件、工艺美术品、水果、蔬菜、家具、金属材料、塑料制品、办公用品、体育用品销售；食品经营（按《食品经营许可证》所列项目经营），烟草零售（按《烟草专卖零售许可证》核定范围经营）；园林绿化工程设计、施工；室内外装饰设计、施工；建筑工程机械设备租赁；建筑劳务分包。
泰州市海陵区广厦绿化工程有限公司	5,000.00	100.00	园林绿化工程、建筑工程、土石方工程设计、施工，绿化养护，保洁服务，垃圾清运，花卉租赁，建筑劳务分包，园林绿化工程技术咨询、技术服务，建筑材料（不仓储）、装饰材料（不含油漆）销售，花卉、苗木种植、销售。
泰州市茗果汇商贸有限公司	500.00	100.00	水果、花卉、盆景、工艺礼品、水产品、日用百货、蔬菜、鲜肉、初级食用农产品、办公用品、办公设备、化妆品、五金产品、家用电器、卫生用品、电脑耗材销售，食品经营（按《食品经营许可证》核定范围）。
江苏艾斯蔻环境工程科技有限公司	1,000.00	51.00	许可项目：各类工程建设活动；建设工程设计；技术进出口；进出口代理；一般项目：资源再生利用技术研发；环保咨询服务；水污染治理；环境保护专用设备销售；环境保护专用设备制造；环境保护监测；污水处理及其再生利用；工程管理服务；土壤污染治理与修复服务；新材料技术推广服务；标准化服务；固体废物治理。
江苏海新建设工程有限公司	1,000.00	100.00	许可项目：房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包；各类工程建设活动；文物保护工程施工；建筑劳务分包（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）一般项目：市政设施管理；文物文化遗址保护服务；园林绿化工程施工；劳务服务（不含劳务派遣）。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理



## 附录五 截至 2020 年末公司已整理待出让土地明细（单位：万元）

地块名称	账面价值
京泰路南延二期地块	90,325.56
城北棚户区二期地块	84,407.59
古银杏游园地块	72,681.25
东风北路地块	69,464.88
森园路地块	72,056.83
邑庙街地块	63,966.40
森园小区地块	60,764.50
231 省道匝道两侧地块	55,135.26
老东站二期地块	52,908.19
鼓楼路北延地块	45,756.20
梅兰春酒厂周边地块	39,992.27
凤凰路东延地块	39,755.61
车辆厂周边地块	37,172.66
泰九路地块	36,232.22
春兰路东侧地块	34,823.14
春兰学院南侧地块	27,314.97
阳光新城北侧地块	26,933.01
江州公寓西侧地块	26,767.21
斜桥西里地块	25,742.03
江洲北路地块	24,654.98
米厂周边地块	22,500.65
春晖路北延地块	21,207.30
原春兰公司土地	20,008.11
苏中木业地块	19,288.65
运河路周边(城北段)钢厂周边地块	18,516.72
梅兰集团三宗地地块	17,231.35
济川路东延地块	16,036.46
北仓路北延地块	16,832.74
涵东地块	15,173.34
运河路地块	14,700.12
城东派出所北侧地块	14,074.92
人民医院南院西侧地块	13,106.55
元河南侧地块	12,924.38
渔网厂周边地块	12,353.56
吴陵路(头营)社区地块	12,288.22
府前路北侧地块	11,977.62

鲍坝一、二期地块	11,617.88
兴业小区地块	11,580.54
森园路南侧、春兰路西侧地块	11,351.95
原野裙楼土地	10,919.43
碧桂园项目地块	10,176.87
宫氏住宅地块	10,276.08
污水管网工程地块	7,349.17
海源服装(原小电机厂)地块	7,196.04
城南污水厂二期地块	6,905.26
西站片区地块	6,312.77
东风路二期北延地块	6,207.73
斜桥安置区二期地块	6,054.61
人民东路南延地块	5,896.06
合计	1,356,919.84

资料来源：公司提供，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。