

泰州高教投资发展有限公司
及其发行的 18 高教投资 CP001 与 18 高教投资 CP002
跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2019]100013】

评级对象： 泰州高教投资发展有限公司及其发行的 18 高教投资 CP001 与 18 高教投资 CP002

	18 高教投资 CP001	18 高教投资 CP002
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪：	AA/稳定/A-1/2019 年 3 月 13 日	AA/稳定/A-1//2019 年 3 月 13 日
首次评级：	AA/稳定/A-1/2018 年 7 月 24 日	AA/稳定/A-1/2018 年 12 月 24 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	14.23	35.43	37.48	26.44
短期刚性债务	23.93	20.30	23.42	48.44
所有者权益	63.43	63.78	86.78	86.85
现金类资产/短期刚性 债务[倍]	0.71	2.14	2.01	1.30
合并数据及指标：				
流动资产	47.81	84.35	122.02	123.39
货币资金	16.72	38.48	39.82	36.89
流动负债	31.81	34.45	30.56	53.71
短期刚性债务	23.93	20.30	23.42	48.44
所有者权益	63.44	63.78	86.66	86.53
所有者权益*	63.44	63.78	84.66	84.53
营业收入	9.59	10.74	10.82	7.10
净利润	0.81	0.74	0.83	0.003
经营性现金净流入量	2.21	-6.25	-21.92	-5.35
EBITDA	1.99	1.92	2.21	—
资产负债率[%]	47.25	60.80	57.42	58.10
长短期债务比[%]	78.60	187.14	282.41	123.33
流动比率[%]	150.30	244.82	399.31	229.71
现金比率[%]	52.56	111.70	130.32	68.67
利息保障倍数[倍]	0.27	0.18	0.18	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.58	0.44	0.46	—
EBITDA/短期刚性债务 [倍]	0.10	0.09	0.10	—

注1：根据泰州高教经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

注2：泰州高教 2017 年 7 月发行了 2 亿元的永续中票，本评级报告由其他权益工具调至中长期刚性债务，并加*以视与原财务数据相区别。

分析师

刘佳 liujia@shxsj.com
胡颖 huying@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“新世纪评级”或“本评级机构”）对泰州高教投资发展有限公司（简称“泰州高教”、“该公司”或“公司”）及其发行的 18 高教投资 CP001 与 18 高教投资 CP002 的跟踪评级反映了 2018 年以来泰州高教在主业区域垄断经营及高教投资业务前景等方面保持优势，同时也反映了公司在投融资管理、债务扩张快、资金被占用、对外担保及土地资产受限等方面继续面临压力。

主要优势：

- **外部发展环境较好。**高教园区投资建设得到了市政府的高度重视，泰州高教的主业发展机遇较好，在资本金注入、财政补助等方面得到较大的政府支持。
- **区域垄断经营优势。**泰州高教是泰州高教园区的唯一投资建设主体，核心业务具有区域垄断经营优势。
- **教育投资业务前景较好。**泰州高教所建设的高校教学及配套设施已能贡献较为稳定的学费分成及住宿费等收入。随着泰州学院、牧院的建设，未来教育投资业务成长性较好。

主要风险：

- **投融资管理风险。**泰州高教投资运营的城市基础设施项目投入资金量大、投资建设周期长、成本回收慢，增加了公司投融资管理难度与风险。
- **债务扩张风险。**泰州高教债务扩张较快，且短期偿付压力上升。
- **资金被占用风险。**2015 年以来，泰州高教主要向管委会下属公司拆出大额往来款，存在资金被占用及回收的风险。
- **对外担保代偿风险。**截至 2018 年 9 月末，泰州高教对外担保总额达 63.88 亿元，担保比率

为 73.82%，担保规模继续扩大，或面临一定的代偿风险。

- 土地资产受限程度较高。泰州高教无形资产中的大部分土地使用权已用于抵质押，土地受限程度较高。

➤ 未来展望

通过对泰州高教及其发行的上述短券主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述短券还本付息安全性高，并维持上述短券 A-1 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



泰州高教投资发展有限公司

及其发行的 18 高教投资 CP001 与 18 高教投资 CP002

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照泰州高教投资发展有限公司 2018 年度第一期短期融资券和 2018 年度第二期短期融资券(分别简称“18 高教投资 CP001”和“18 高教投资 CP002”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据泰州高教提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第三季度财务报表及相关经营数据,对泰州高教的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

该公司 2016 年以来开始发行债务融资工具。截至本报告出具日,公司应付债券余额为 40 亿元(如图表 1 所示)。

图表 1. 截至 2018 年 11 月末公司已发行债券概况

债项名称	发行金额(亿元)	期限(天/年)	发行利率(%)	发行时间	本息兑付情况
16 高教投资 PPN002	8.00	3 年	4.85	2016 年 3 月	正常付息
17 苏高教投资 ZR001	10.00	3+2 年	6.53	2017 年 6 月	正常付息
17 高教投资 MTN001	2.00	3+N 年	6.83(当期)	2017 年 7 月	正常付息
18 高教投资 MTN001	10.00	3 年	7.50	2018 年 4 月	尚未付息
18 高教投资 CP001	5.00	1 年	7.48	2018 年 9 月	尚未付息
18 高教投资 CP002	5.00	1 年	7.20	2018 年 12 月	尚未付息

资料来源:泰州高教

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

过去的一年中,全球经济增长步伐放缓,美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧,全球货币政策走向趋同,美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显,新兴市场货币普遍承压,全球金融市场波动明显加剧,热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素,

我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。我国产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳的同时增长压力加大，宏观政策向稳增长倾斜且正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，消费者物价水平普遍上升。美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强劲，但增长动能已有所减弱，房地产和资本市场已开始调整，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力；欧盟经济缓慢复苏，欧洲央行货币政策正常化初现端倪，英国央行近十年来再度加息，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险是影响欧盟经济复苏的重要因素；日本经济复苏放缓，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础脆弱，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，大多在增长乏力情况下为应对货币贬值、通货膨胀而被动收紧货币政策；印度经济增长加快，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；俄罗斯、巴西经济复苏随着大宗商品价格下跌而面临挑战；南非经济增长依旧低迷，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

我国就业情况良好、消费者物价水平上涨略有加快，产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳，但受内外部因素短期内集中发酵影响，经济景气度回落，供需两端同时走弱，经济增长压力加大。我国消费新业态继续快速增长，而汽车消费负增长拖累整体消费增速下降明显，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长，而社会团体消费受去杠杆影响较大；创新驱动及前期产能利用率的提升推动制造业投资持续回升，土地购置支出支撑房地产投资较快增长，而基建投资增长大幅放缓导致固定资产投资增速下降至历史低位，随着基建补短板的力度和节奏加快，整体固定资产投资有望探底企稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易战对出口的影响将集中体现，非消费品领域面临的出口压力相对较大。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益整体仍较好，但将随着工业品价格的回落有所放缓，同时存在经营风险上升的可能。房地产调控因城施策、分类指导，市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

随着国内经济增长压力加大及面临的外部环境日趋复杂，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策的协同性明显提升，正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策取向更加积极，减税降费和基建补短板力度不断加大，在扩大内需及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府债务置换基本完成，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性操作的同时逆周期调节力度加大，政策的独立性和灵活性提升，市场流动性合理充裕，但政策传导效果有待提升。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“逆全球化”突起的情况下，我国依然坚持继续扩大改革开放，外商投资准入进一步放松，金融业对外开放步伐明显加快，“引进来”和“走出去”并重，正在构建开放型经济新体制。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量明显扩大，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济因内外因素面临的增长压力加大，但有望在各类宏观政策协同合力下得到对冲。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。⁴³ 号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改

善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018年末，我国城镇化率为59.58%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，

财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号),加强融资平台公司融资管理。5月,财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号),严格规范政府购买服务预算管理,明确列示政府购买服务负面清单。6月,财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券,进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年以来,切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之,但与此同时,扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措,城投企业合理融资需求仍需保障。2月,国家发展改革委和财政部联合发布《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),对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止,进一步强调城投企业不承担政府融资职能。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),明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资,不得违规新增地方政府融资平台公司贷款;不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任;不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作(PPP)项目资本金。

此外,全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程,城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体,化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正,保障城投企业合理融资需求,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,确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施;指出要“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,国务院办公厅下发《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),对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充,明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度,同时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,不得盲目抽贷、压贷或停贷,防范存量隐性债务资金链断裂风险;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。此外,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。

整体来看,自43号文发布以来,国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格,城投企业的政府融资职能剥离,短期看会加大城投企业的融资难度,但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者,中短期内重要性仍将保持,且随着政府预算管理等制度的逐步完善,城投企业的业务开展模式将渐趋规范,市场化转型的进度也将不断推

进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

依托良好的经济背景和区位优势，近年来泰州市经济发展呈现良好态势，总体经济实力不断增强。泰州市工业经济基础较雄厚，近年来着力打造“产城一体”的医药高新区，被纳入国家创新体系。但泰州市土地出让市场波动较大，对政府收入的影响显著。

泰州市地处江苏中部，长江北岸。全市总面积 5,787 平方公里，现辖靖江、泰兴、兴化三个县级市，海陵、高港、姜堰三区和泰州医药高新区。泰州市是上海都市圈、南京都市圈、苏锡常都市圈重要节点城市，具有一定的区位优势，在交通方面的优势较为明显。从陆路交通来看，新长、宁启铁路，京沪、宁通、盐靖、启扬高速公路纵横全境，泰州火车站 6 条黄金始发线路通往全国 60 多个主要城市，江阴长江大桥、泰州长江大桥“双桥飞渡”贯通大江南北；从水路交通来看，泰州港是长江中上游西部地区物资中转运输的重要口岸，已跨入全国亿吨大港行列，该港是江海河联运、铁公水中转、内外贸运输的节点，也是上海组合港中的配套港、国际集装箱运输的支线港和喂给港，具有装卸、仓储、物流服务等综合化功能；从空运交通来看，2012 年 5 月扬泰机场通航，现已开通北京、广州、深圳、成都、哈尔滨等多个城市航线。优越的区位和铁水空一体化格局，为该地区经济发展奠定良好的基础。

泰州市工业经济基础较雄厚，形成以机电、化工、医药、造船、新材料等为主体的支柱产业。建市以来，泰州市经济和社会发展取得了一定的成就，综合实力不断增强，已经发展成为长江三角洲地区工业发达、交通便捷、商贸繁荣的中心城市之一。近年，泰州市着力打造“产城一体”的医药高新区，建成国家级医药高新区，被纳入国家创新体系。

近年泰州市常住人口平稳增长，就业形势整体良好。2015-2017 年，泰州市全市常住人口分别为 464.16 万人、464.58 万人和 465.19 万人，其中 2017 年末城镇人口 302.05 万人，城镇化率达 64.93%，较上年末提高 1.73 个百分点。同期末分别新增城镇就业 9.95 万人、9.96 万人和 10.08 万人，城镇登记失业率分别为 1.89%、1.87%和 1.82%。

依托于良好的经济背景和区位优势，近年泰州市的国民经济保持平稳增长，规模以上工业总产值、固定资产投资和社会消费品零售总额等均保持快速增长。2017 年，泰州市实现地区生产总值 4,744.53 亿元，增长 8.2%。其中，第一产业实现增加值 264.08 亿元，增长 2.8%；第二产业实现增加值 2,238.13 亿元，增长 7.3%；第三产业实现增加值 2,242.32 亿元，增长 10.0%。三次产业结构为 5.6:47.1:47.3，经济发展的重心继续向第三产业聚拢。按常住人口计算，全年人均地区生产总值 102,058 元，增长 8.1%。2017 年，泰州市固定资产投资

资为 3,623.33 亿元，增长 14.5%。根据 2019 年 1 月泰州市政府召开的新闻发布会，2018 年泰州市地区生产总值将达 5107.63 亿元，同比增长 6.7%。其中第一产业增加值 280.05 亿元，增长 2.7%；第二产业增加值 2434.01 亿元，增长 6.8%；第三产业增加值 2393.57 亿元，增长 7.0%。按常住人口计算，泰州全市人均地区生产总值为 109988 元，增长 7.1%。

图表 2. 2015-2017 年泰州市主要经济指标及增速

项 目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	3,655.53	10.2	4,101.78	9.5	4,744.53	8.2
人均生产总值 (元)	78,756	10.1	88,330	9.4	102,058	8.1
规模以上工业增加值 (亿元)	2,465.38	11.0	未公布	10.0	未公布	9.3
全社会固定资产投资 (亿元)	2,695.66	22.6	3,164.12	17.4	3,623.33	14.5
社会消费品零售总额 (亿元)	1,001.64	10.9	1,118.34	11.7	1,254.22	12.2
进出口总额 (亿元或亿美元)	102.30	-6.1	103.81	1.5	129.48	24.8

资料来源：泰州市国民经济和社会发展统计公报

图表 3. 2015-2017 年泰州市主要固定资产投资情况 (单位：亿元，%)

项 目	2015 年		2016 年		2017 年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
工业	1,634.63	36.6	1,957.87	19.8	2,309.89	18.0
基础设施	11.82	-23.2	未公布	未公布	未公布	未公布
房地产	247.48	-14.2	250.71	1.3	291.54	16.3

资料来源：泰州市国民经济和社会发展统计公报

近三年泰州市商品房销售面积保持快速增长，但商品房施工面积和竣工面积呈减少趋势。

图表 4. 2015-2017 年泰州市房屋建设、销售情况

项 目	2015 年		2016 年		2017 年	
	面积	增速 (%)	面积	增速 (%)	面积	增速 (%)
商品房施工面积 (万平方米)	2,296.12	-5.3	2,312.85	0.7	2,256.50	-2.4
商品房竣工面积 (万平方米)	563.48	2.0	525.97	-6.7	346.46	-34.1
商品房销售面积 (万平方米)	529.99	19.8	698.56	31.8	883.33	26.4

资料来源：泰州市统计局

近三年泰州市土地出让总面积呈小幅减少趋势，主要系商住用地出让面积减少较快，而工业用地出让面积稳步增加。土地出让价格方面，工业用地出让单价稳定增长，而商住用地出让单价波动较大，2016 年同比下降 20.74%，2017 年又同比大幅增长 46.43%，导致泰州市近年土地出让总价呈波动态势。

图表 5. 2015-2017 年泰州市土地市场交易情况

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
土地出让总面积 (万平方米)	1432.66	1397.63	1382.45
其中：工业用地出让面积 (万平方米)	814.95	909.89	965.73
商住用地出让面积 (万平方米)	613.50	464.02	409.93
土地出让总价 (亿元)	256.02	174.91	215.97
其中：工业用地出让总价 (亿元)	24.41	33.07	37.18

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
商住用地出让总价（亿元）	229.89	137.82	178.28
土地出让均价（元/平方米）	1787.06	1251.45	1562.40
其中：工业用地出让单价（元/平方米）	299.58	363.48	385.10
商住用地出让单价（元/平方米）	3747.10	2970.12	4349.07

资料来源：泰州市国土资源局

2. 业务运营

跟踪期内，该公司经营稳步发展，主业保持区域垄断经营优势。公司园区基础设施建设及土地开发业务资金投入大，但回款较为滞后；教育投资业务投资大，投资回收期长，但收入以学费分成为主，业务毛利率较高且回款较为及时。未来三年，公司仍持续面临一定的资本性支出压力。

该公司主营业务包括园区基础设施建设及土地开发、教育投资业务等。公司为泰州高教园区建设的唯一投融资主体，高教园区的基础设施投资建设是泰州市政府的重点工作，地方政府支持力度大，为公司主业发展提供了较好的政策环境。

图表 6. 2015-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务类型	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年前三季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	9.59	100.00	10.74	100.00	10.82	100.00	7.10	100.00
园区基础设施建设及土地开发业务	8.26	86.08	9.53	88.72	9.18	84.84	5.81	81.92
教育投资业务	1.34	13.92	1.21	11.28	1.64	15.16	1.28	18.07
其中：学费	0.68	7.13	0.43	4.00	0.69	6.39	0.52	7.31
住宿及房租	0.22	2.32	0.24	2.25	0.35	3.28	0.33	4.61
后勤业务	0.43	4.46	0.54	5.03	0.59	5.49	0.43	6.15
毛利率	10.87		7.88		11.39		11.64	
园区基础设施建设及土地开发业务		6.64		10.71		8.11		6.25
教育投资业务		37.04		13.75		29.75		36.06
其中：学费		73.31		49.00		51.51		51.58
住宿及房租		-15.41		-82.18		22.19		33.44
后勤业务		6.33		-1.25		8.94		19.57

资料来源：泰州高教

2015-2017 年，该公司营业收入分别为 9.59 亿元、10.74 亿元和 10.82 亿元，2016 年增长主要与园区基础设施建设及土地开发业务完工项目结算收入扩大有关。从收入构成来看，公司园区基础设施建设及土地开发业务收入占比最高，教育投资业务规模相对较小，学费、住宿及房租、后勤收入是其主要来源。具体而言，2017 年，公司园区基础设施建设及土地开发业务收入 9.18 亿元，占公司营业收入的 84.84%；当年公司教育投资业务收入 1.64 亿元，占营业收入的 15.16%，增长主要系学费、住宿及房租等所贡献。

2015-2017年，该公司毛利润分别为1.04亿元、0.85亿元和1.23亿元，基本与营业收入保持同向变化。其中，2017年，公司园区基础设施建设及土地开发业务、高教投资业务毛利润分别为0.74亿元、0.49亿元，分别占营业毛利润的60.40%和39.60%。2015-2017年，公司综合毛利率分别为10.87%、7.88%和11.39%。其中，园区基础设施建设及土地开发业务毛利率水平较低，2017年为8.11%，该业务采取委托代建模式，业务毛利润仍呈现小幅增长。近三年教育投资业务毛利率水平呈先降后升变化，2017年为29.75%，较上年增长主要系住宿及房租业务毛利率上升所致。

2018年前三季度，该公司实现营业收入7.10亿元，同比增长9.71%；综合毛利率为11.64%，同比下降0.96个百分点。

(1) 园区基础设施建设及土地开发业务

2015-2017年及2018年前三季度该公司园区基础设施建设及土地开发业务分别确认收入8.26亿元、9.53亿元、9.18亿元和5.81亿元，主要来源于中心共享学区项目。

图表 7. 公司代建项目的成本与收入确认情况（单位：亿元）

年份	项目类型	项目名称	结算收入
2015年	土地开发	中心共享区地块	5.22
		春晖花苑上市地块	3.03
2016年	基础设施建设	中心共享区教学区	9.53
2017年	保障房代建项目	泰东宫涵安置区	0.05
	保障房代建项目	宫涵安置区二期	3.53
	土地开发	春兰路西侧、济川东路北侧拆迁	5.87
2018年 前三季度	基础设施建设	中心共享区教学区	4.79
		地块整理	0.60

资料来源：泰州高教

➤ 园区基础设施建设

根据2005年2月7日泰州市人民政府市长办公会会议纪要(第3号)、2005年6月21日泰州市人民政府市长办公会会议纪要(第14号)、2006年12月21日泰州市人民政府市长办公会会议纪要(第10号)等文件，泰州市高教园区建设参照泰州市经济开发区相关政策，实行独立封闭运作，给予泰州市高教园区拆迁安置主体一定的土地资源以解决园区内被拆迁户的拆迁安置问题，高教园区相关土地上市所筹集资金全部用于园区建设。

该公司与管委会于2009年1月8日签订《委托建设协议》，于2016年4月30日签订《委托建设补充协议》。上述协议明确，公司园区基础设施建设、土地开发及安置房业务主要采取受托开发模式，接受管委会委托，实施高教园区拆迁、安置及相关基础设施建设工程，项目建设完成后由管委会回购，按照项目成本的一定比例（一般为7%~12%）收取代建费，以成本加成代建费确认为业务收入，应收的回购款计入应收账款中，市财政及管委会就项目回购款的

结算进行统筹安排。国发 2014【43】号文出台后，公司无新增 BT 项目，泰州市政府对于已签订项目已按照协议约定回款。

中心共享区教学区项目是该公司近年来投资建设的重点项目。项目为泰州学院的新校区建设工程，项目占地面积约 803.89 亩，总投资额 23.93 亿元，建设内容为校前学术行政区、公共教学区、核心交流共享区及预留发展区等。项目于 2012 年 11 月开工建设（建设期为 2012-2018 年），截至 2018 年 9 月末已投资 22.73 亿元。项目部分工程已完工，因分段确认收入，故公司统计时将部分项目列为已完工项目（如图表 8 所示），剩余列为在建项目（如图表 9 所示）。截至 2018 年 9 月末，项目完工部分投资成本为 8.93 亿元，已确认收入 10.00 亿元，预计 2018-2020 年收到回购额分别为 1.25 亿元、4.02 亿元和 4.26 元。项目在建部分，截至 2018 年 9 月末已投资 13.80 亿元，计划 2018 年 10-12 月投入 1.00 亿元、2019 年投入 0.20 亿元，拟回购金额为 15.46 亿元，具体回购时间尚未确定。此外在线项目还包括牧院生活地块整理项目，预计总投资 2.50 亿元，截至 2018 年 9 月末已投资 2.40 亿元，拟回购金额为 2.80 亿元，预计 2019 年和 2020 年分别回购 1.40 亿元。

图表 8. 2015 年以来基础设施建设业务主要完工项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资	截至 2018 年 9 月末已确认收入	拟收到回购款		
				2018 年	2019 年	2020 年
中心共享区教学区（完工部分）	2012-2018	8.93	10.00	1.25	4.02	4.26

资料来源：泰州高教

图表 9. 截至 2018 年 9 月末基础设施建设业务主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	回购期间	总投资	已投资	拟回购金额	计划投资额		
						2018 年 10-12 月	2019 年	2020 年
中心共享区教学区（未完工部分）	2012-2018	2018-2019	15.00	13.80	15.46	1.00	0.20	-
牧院生活区地块整理	2015-2018	2019-2020	2.50	2.40	2.80	0.10	0	0

资料来源：泰州高教

截至 2018 年 9 月末，该公司拟建项目为泰州学院生活区二期项目，计划投资 6.00 亿元，建设期为 2019-2020 年，计划投资分别为 3 亿元、3 亿元。

图表 10. 基础设施建设业务拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资	计划投资额		
		2018 年	2019 年	2020 年
泰州学院生活区二期	6.00	0.00	3.00	3.00

资料来源：泰州高教（截至 2018 年 9 月末）

➤ 保障房业务

该公司的保障房业务模式与基础设施建设业务模式相同，包括收入确定方式，成本加成比例范围等都在 2009 年 1 月 8 日与管委会签订的《委托建设协议》和 2016 年 4 月 30 日签订的《委托建设补充协议》中做了统一约定。

2015 年以来，该公司保障房代建项目已完工项目为宫涵二期，总投资额为 4.91 亿元（建设期 2012-2016 年），截至 2018 年 9 月末已确认收入为 3.58 亿元，2018 年 10-12 月、2019 年和 2020 年计划收到回购款分别为 1.00 亿元、1.20 亿元和 1.38 亿元。

图表 11. 2015 年以来保障房业务主要完工项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资	已确认收入	计划收到回购款		
				2018 年 10-12 月	2019 年	2020 年
宫涵二期	2012-2016	4.91	3.58	1.00	1.20	1.38

资料来源：泰州高教（截至 2018 年 9 月末）

➤ 土地开发业务

该公司土地整理业务收入确定方式、成本加成比例范围等也是在 2009 年 1 月 8 日与管委会签订的《委托建设协议》和 2016 年 4 月 30 日签订的《委托建设补充协议》中做了统一约定。2015 年，公司土地整理 315 亩，主要完工项目包括高教园区东片区-济川东路南侧地块、同济家园项目地块和今日阳光地块等，当年确认收入 8.25 亿元。2016 年，公司无完工确认收入的土地整理项目。2017 年春兰路西侧、济川东路北侧地块尚未上市出让（计划 2019 年出让），获得收入 5.87 亿元系代建业务收入。

图表 12. 公司已完工土地整理项目（单位：亿元，亩）

项目名称	已投资额	面积	确认收入	已收到回购款	确认收入时间
中心共享区地块整理	4.88	187	5.22	5.22	2015 年
春晖花苑上市地块整理	2.83	128	3.03	3.03	
小计	7.71	315	8.25	8.25	

资料来源：泰州高教

该公司在整理的土地项目为春兰路西侧、济川东路北侧地块拆迁项目，项目计划总投资 7.00 亿元，截至 2018 年 9 月末已投资 6.32 亿元，面积 804 亩。另外，目前公司拟整理的土地项目为海陵区忠南社区地块，面积 130 亩，项目计划总投资 5.65 亿元。

图表 13. 公司在施工土地整理项目情况（单位：亿元、亩）

地块名称	计划投资	2018 年 9 月末已投资	面积	已收到回购款	计划出让时间	计划投资额		
						2018 年 10-12 月	2019 年	2020 年
春兰路西侧、济川东路北侧地块拆迁项目	7.00	6.32	804	5.57	2017-2019	0.20	0.30	0.18

资料来源：泰州高教

图表 14. 公司拟在施工土地整理项目情况（单位：亿元、亩）

地块名称	计划投资	面积	计划出让时间	计划投资额		
				2018年 10-12月	2019年	2020年
海陵区忠南社区土地整理项目	5.65	130	2018年	0.35	5.30	-

资料来源：泰州高教

整体来看，该公司园区基础设施建设及土地开发业务资金投入规模较大，未来存在一定的资金投入压力。上述业务完工后按时确认收入，但实际收到回购款需要 1-3 年，加之项目完工至竣工决算的时间间隔较长，公司面临一定的垫资压力。

(2) 教育投资业务

该公司投资的南师大泰州学院、南理工泰州学院两所院校的办学主体设施均已基本建成并投入使用，所贡献的教育投资业务收入主要包括学费分成收入、住宿费及后勤服务费等。

该公司教育投资项目主要采取合作办学模式，2003 年 12 月公司与南京理工大学和南京师范大学分别签订《关于合作建立南京理工大学泰州科技学院的协议》和《关于合作建立南京师范大学泰州文理学院的协议》，由公司负责教学与配套设施的建设和运营。公司负责学院的基本建设投资 and 办学初期正常运转经费的筹集；负责建设和提供符合办学规模的教育教学条件和工作生活等配套设施建设，截至 2007 年末学校教学相关主体工程全部完工。学校正常运营后，南师大泰州学院 60% 的股权及南理工泰州学院 70% 的股权归公司所有，协议约定自招生开始至 2023 年末，两校每年向公司支付学费收入的 28% 及住宿收入的 100%。2014~2015 年，两校的学费分成直接上缴管委会，再由管委会拨付给公司，公司的学费收入按管委会支付学费到账金额确认，因此公司每年学费收入与两校当年学费分成并不完全一致；2016 年以后，两校学费分成直接支付给公司。2014 年以来两校每年招生人数略有增长，2017 年已达 2 万人的规模，学费约 12,000-15,000 元/人/年。2018 年，两学校在校人数和学费收入保持增长。

图表 15. 南理工泰州学院、南师大泰州学院招生及学费分成

院校名称	在校人数（人）				学费分成收入（万元）			
	2015年	2016年	2017年	2018年	2015年	2016年	2017年	2018年
南师大泰州学院	9,440	10,073	10,339	10,768	3,800	1,419	3,943	4,343
南理工泰州学院	9,786	9,786	9,801	10,030	3,044	2,877	2,972	3,920
合计	19,226	19,859	20,140	20,798	6,844	4,296	6,915	8,263

资料来源：泰州高教

该公司为南京理工大学泰州学院、南京师范大学泰州学院、泰州学院和江苏牧院四所院校提供生活配套设施及后勤支持服务，包括学生公寓和食堂的运

营、校内商铺租赁、物业管理等。

该公司所筹建和运营的学生公寓均为公司独立投资建设并运营的资产，拥有完整的所有权与收益权。其中，南理工泰州学院学生公寓和南师大泰州学院学生公寓已投入运营并实现住宿费收入；泰州师范高等专科学校新校区（高教园区中心共享区）学生公寓及江苏农牧科技职业学院二期学生公寓目前正在建设中，未实现租金收入。2015-2017 年，公司分别实现学生公寓运营总收入 1,785.12 万元、1,655.80 万元和 2,900.88 万元。

该公司出资修建了相关学校校内食堂、校内商铺等，也可获得一定的租金及运营收益。2017 年公司实现食堂运营总收入为 2,289.48 万元。2015-2017 年，公司分别实现校内及周边配套商业物业出租收入 442.24 万元、730.54 万元和 1,182.27 万元。

该公司通过提供物业管理服务向相关学校收取物业管理费。2015-2017 年公司分别实现学校物业管理费收入 634.10 万元、1,279.02 万元和 2,362.09 万元，近三年增长幅度较大。未来公司将进一步拓展其他高校的物业管理业务，该部分业务收入有望进一步增长。

此外，医药城商务中心项目为泰州医药高新技术产业园酒店综合体建设项目，计划建设 358 间客房。该项目预计总投资为 10 亿元，目前已投资 6.18 亿元，建成后将由该公司独立或委托外部酒店管理公司运营。

管理

跟踪期内，该公司管理方面未发生重大的变化。公司股权结构稳定，股东依照相关法律和公司章程等对公司进行监督、管理。公司按照相关法律法规建立并逐步完善其管理制度以及相关内控体系。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司自成立起至 2013 年 11 月，股东为泰州城投集团和泰州交通集团。2013 年 11 月 21 日起，公司股权全部划转至泰州市国资委。截至 2018 年 3 月末，泰州市国资委是公司的唯一股东，泰州市政府是公司的实际控制人。公司与实际控制人关系详见附录一。

(2) 公司治理

该公司为国有独资企业，不设股东会，泰州市国资委作为出资人履行对公司的监督管理职责，公司自主决定内部组织机构和资产经营形式。公司设董事会和监事会，其中董事会由五人组成，设董事长一人，监事会由五人组成，设

监事会主席一人。公司制定了较为完善的议事规则，法人治理结构较规范。

除职工代表外，该公司董事会和监事会成员均由泰州市国资委任免。公司总经理和副总经理各一人，总理由董事会任免，副总经理、财务负责人经总经理提名后由董事会聘任。公司高管人员多数经营管理经验较丰富，近三年管理团队较为稳定。

(3) 主要关联方及关联交易

根据该公司的 2015~2017 年审计报告附注显示，公司无关联方购买和销售；但存在较小规模的资金往来，对公司经营影响不大。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司内设综合部、财务会计部、计划资金部、项目开发部、投资管理部、审计合约部、资产运行部等七个职能部门，部门设置较合理，分工较明晰。公司组织架构详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司结合经营管理需要，对财务管理、投融资管理、对外担保管理等方面建立较为规范的制度化管理体系。

在财务管理方面，该公司制定了《财务管理制度》，规范财务管理基础工作的实施，明确财务计划的考核，监督资金的正常运行。公司财务管理中心对财务管理工作进行组织、实施、检查，综合管理部定期进行财产清查。在投融资管理方面，公司制定了《投融资管理制度》，明确投融资基本原则、实施要求、审批程序、投资项目监督和效益考核等方面。

在对外担保管理方面，该公司制定了《对外担保管理制度》，规定了公司提供担保的主体、担保对象条件、批准要求、信息披露和风险管理等方面。公司对外担保实行统一管理，执行较规范的报批流程，尤其对重大担保事项须提交泰州市国资委审议，并要求对方提供反担保。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

依据该公司本部提供的 2019 年 1 月 17 日查询的《企业信用信息报告》显示，公司跟踪期内无信贷违约记录。根据 2017 年审计报告等资料，未发现公司存在其他不良行为记录。

3. 发展战略

泰州的高教事业已基本完成校园建设为主的规模性扩张，进入提升层次

和丰富内涵的阶段。“十三五”是高教园区转型升级的关键时期，结合医药高新区“两个十年”目标以及《泰州市中长期教育改革和发展规划纲要 2010—2020》总体要求，全面准确地认识高教园区在高校发展、城市建设中的地位，深入推进综合改革，着力为泰州的高等教育事业引入新思路、新方法，初步形成“十三五”期间高教园区总体思路是：围绕积极推进转型升级先导区的总体要求，立足自身特点，集聚优质资源平台，实现优秀高校资源的汇聚；突出产业转型升级，创造迅速发展的内部环境；探索创新服务机制，促进区域经济的快速发展。

作为泰州市高教园区的唯一基础设施建设主体，该公司在做好高教园区总体规划和校园基础设施建设的同时，组织实施好高校周边的商业配套项目，以充分地满足园区的商业服务消费需求，充分融入和推动高新区经济社会的发展。

截至 2018 年 9 月末，该公司在建工程项目计划总投资 26.00 亿元，截至 2018 年 9 月末已投资 17.80 亿元（如下表所示），在建项目批文齐备，未来仍有一定的资本性支出计划。

图表 16. 截至 2018 年 9 月末公司在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	计划投资	已投资	计划投资额		
				2018 年 10-12 月	2019 年	2020 年
牧院生活区二期	2014-2018	10.00	5.11	4.89	0.00	0.00
中心共享区生活区	2012-待定	6.00	6.42	0.50	0.30	0.20
医药城商务中心	2015-2020	10.00	6.27	1.00	2.00	0.73
合计	-	26.00	17.80	6.39	2.30	0.93

资料来源：泰州高教

财务

跟踪期内，该公司主业保持一定的盈利，补贴收入可持续。公司基础设施建设等项目持续投入相当大的资金，主业资金回笼能力仍较弱，公司非筹资环节现金缺口大。公司在较大的筹资需求驱动下，刚性债务继续增长，但得益于股东资本金投入较大，公司资产负债率仍处于适中水平。公司无形资产受限程度高，但整体货币资金存量充裕，可为即期债务偿付提供一定保障。

1. 公司财务质量

江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2016 年及以前年度执行《企业会计制度》及其有关规定，2017 年开始执行《企业会计准则》。上述变化使得公司的净利润、净资产等数据存在口径不一致的问题，但差异不大，对相关财务比率的计算影响也很小。

2017年，财政部发布并于2017年5月28日实施《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》；修订并于2017年6月12日实施《企业会计准则第16号——政府补助》，对2017年初存在的政府补助，采用未来适用法处理；发布了《财政部关于修改印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30号）。上述会计政策变更对公司2017年财务报表形成一定的影响，主要涉及可供出售金融资产/长期股权投资，营业外收入/其他收益等报表项目。

2017年，公司纳入合并范围子公司共4家，较上年末增加1家，系新设成立的孙子公司泰州市恒盛餐饮服务有限公司。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

图表 17. 公司财务杠杆及债务结构变化

项目	2015年末	2016年末	2017年末	2018年9月末
资产负债率[%]	47.25	60.80	57.42	58.10
长短期债务比[%]	78.60	187.14	282.41	123.33

资料来源：泰州高教

近年来，高教园区建设的逐步推进，该公司的项目投资规模扩大，加之国资体系内其他公司占用公司资金规模较大，公司融资规模快速扩大。与此同时，2015年通过股东现金增资，公司自有资本实力大幅增强，年末资产负债率略有上升至47.25%；2016年以来，公司长期借款大幅上升，加之两期定向债务融资工具的发行，年末资产负债率大幅上升至60.80%，负债总额由上年末的56.81亿元增加至98.93亿元。2017年，股东现金增资20亿元，年末净资产增至86.66亿元，资产负债率小幅降至57.42%。公司2015年负债期限结构以流动负债为主，2016年以来以非流动负债为主，2017年末长短期债务比升至282.41%，期限结构较为合理。2018年9月末，公司资产负债率较上年末略有上升，多笔长期借款将于一年内到期，长短期债务比降至123.33%，即期偿债压力加大。

该公司资本补充能力较强，2015年和2017年公司两次获得股东大额现金增资，财务杠杆水平维持在适中水平。

B. 刚性债务

图表 18. 公司核心债务分布

核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
刚性债务 (亿元)	48.93	84.78	111.72	116.68
应付账款 (亿元)	2.64	11.13	3.71	2.88
其他应付款 (亿元)	4.41	2.39	2.98	1.93
刚性债务占比 (%)	86.13	85.70	95.60	97.27
应付账款占比 (%)	4.65	11.25	3.18	2.40
其他应付款占比 (%)	7.76	2.41	2.55	1.61

资料来源：泰州高教

该公司负债构成以刚性债务、应付账款和其他应付款为主。2015 年以来，公司刚性债务快速扩大，截至 2017 年末达 111.72 亿元（2015 年末为 48.93 亿元），占总负债的 95.60%。除刚性债务外，公司应付账款、其他应付款规模相对很小，2017 年末分别为 3.71 亿元和 2.98 亿元，分别占总负债的 3.18%、2.55%，其中应付账款多为应付工程款，账龄以一年以上为主；其他应付款主要为与泰州市地方国企间的资金往来，2017 年末应付泰州城投集团 1.75 亿元。

该公司刚性债务以中长期为主，2017 年末中长期刚性债务达 88.30 亿元，占刚性债务总余额的 79.04%。2018 年 9 月末，公司刚性债务规模比上年末小幅增长，但短期刚性债务较上年末增长 25.02 亿元至 48.44 亿元，占刚性债务比重升至 41.51%，主要因 20 亿元私募债券将于一年内到期。

该公司融资渠道主要以银行借款为主。公司银行借款方式以保证借款、抵质押借款为主，信用借款规模较小，2017 年末信用借款仅 15.33 亿元。2016 年以来公司开始发行长期债券，截至 2018 年 9 月末应付债券余额为 42 亿元（如下表所示，包括一年以内到期债券 20 亿元）。

图表 19. 截至 2018 年 9 月末公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
16 高教投资 PPN001	12.00	3 年	4.98	2016 年 3 月	已兑付
16 高教投资 PPN002	8.00	3 年	4.85	2016 年 3 月	正常付息
17 苏高教投资 ZR001	10.00	3+2 年	6.53	2017 年 6 月	尚未付息
17 高教投资 MTN001	2.00	3+N 年	6.83 (当期)	2017 年 7 月	尚未付息
18 高教投资 MTN001	10.00	3 年	7.50	2018 年 4 月	尚未付息
18 高教投资 CP001	5.00	1 年	7.48	2018 年 9 月	尚未付息

资料来源：泰州高教

截至 2018 年 9 月末，该公司刚性债务较上年末增长 4.45% 至 116.68 亿元，而应付账款较上年末减少 22.52% 至 2.88 亿元，其他应付款较上年末减少 35.13% 至 1.93 亿元。公司合并范围内银行借款合计 69.41 亿元，包括 4.27 亿元短期借款，18.90 亿元一年内到期的长期借款和 46.24 亿元长期借款。从期

限结构看，借款到期日分布较为均衡，集中偿付压力相对较小。

图表 20. 截至 2018 年 9 月末公司银行借款期限结构

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	>5 年	合计
金额（亿元）	16.92	4.21	12.46	19.13	0.00	16.70	69.41
占比（%）	24.37	6.06	17.95	27.56	-	24.06	100.00

资料来源：泰州高教

C. 或有负债

该公司存在一定的或有负债风险。截至 2017 年末，公司对合并范围以外的企业提供担保余额为 47.92 亿元，担保比率为 55.30%。担保主要包括泰州市地方国有企业，其中对泰州城投集团担保余额为 15.80 亿元，对泰州华诚医药投资集团有限公司的担保余额为 10.78 亿元、对泰州华信药业投资有限公司的担保余额为 10.75 亿元，上述企业目前正常运营。截至 2018 年 9 月末，公司对外担保总额达 63.88 亿元，担保比率为 73.83%。

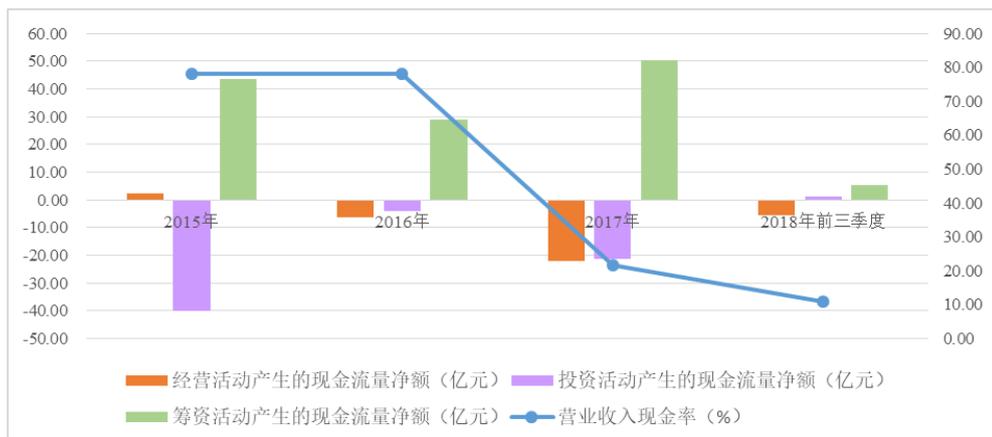
图表 21. 截至 2017 年末公司对外担保前五大客户明细（单位：亿元）

被担保方	担保方	2017 年末
泰州城建集团	公司本部	15.80
泰州华诚医药投资集团有限公司	公司本部	10.78
泰州华信药业投资有限公司	公司本部	10.75
江苏华为医药物流有限公司	公司本部	4.78
泰州高教园林景观工程有限公司	公司本部	3.20

资料来源：泰州高教

(2) 现金流分析

图表 22. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：泰州高教

随着高教园区建设的加快，该公司主业资金需求持续增长。其中，园区基础设施建设及土地开发业务资金投入大，回款较为滞后；教育投资业务收入以

学费分成为主，业务毛利率较高且回款较为及时。未来三年，公司持续面临一定的资本性支出压力，存在一定的资金平衡压力。

2015-2017年及2018年前三季度，该公司营业收入现金率分别为78.11%、78.21%、21.62%和10.76%，波动很大主要系项目收入确认与回购款结算跨年不同步所致。同期，公司经营性现金净流量分别为2.21亿元、-6.25亿元、-21.92亿元和-5.35亿元，与高教园区管委会回款以及经营性的往来款相关性较强。2016年，公司向泰州明达基础建设有限公司（简称“明达基建”）出借往来款10.09亿元，导致经营活动现金流出大幅增加。2017年，公司往来款规模进一步扩大，导致收到/支付其他与经营活动有关的现金净流出16.47亿元。

在投资方面，该公司每年在教育基础设施建设上均有较大的资金投入，因此近年来投资性现金流处于净流出状态。2015-2017年，公司投资性现金净流量分别为-40.01亿元、-2.88亿元和-21.45亿元。其中，2015年投资性现金净流出大幅增加，主要因当年购入南师大、南理工教学区等土地使用权（计入无形资产）。公司在建及拟建项目计划投入规模较大，投资环节未来仍存在一定的资金支出压力。2018年前三季度，公司收回投资与投资支付有关的现金净流入额为2.99亿元，同时固定资产投入量减少，当期投资环节现金净流入1.25亿元。

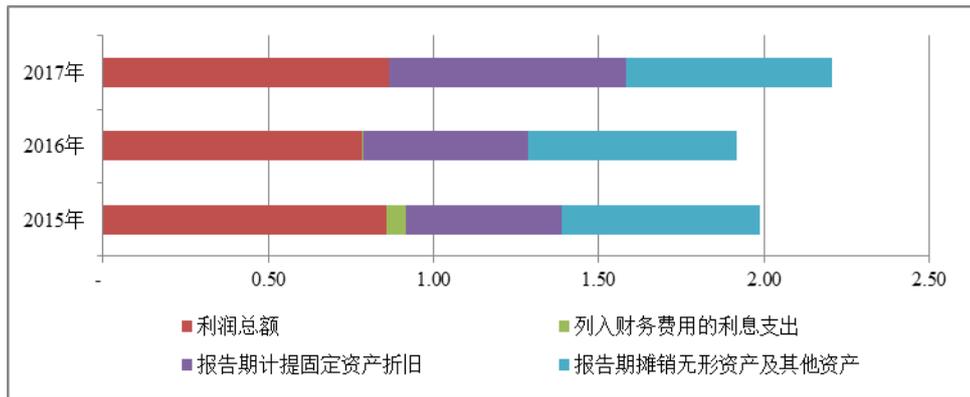
该公司非筹资环节资金缺口主要通过银行融资、发行债券及股东增资等方式加以满足。2015-2017年及2018年前三季度，公司筹资活动现金净流量分别为43.56亿元、29.15亿元、50.48亿元和5.52亿元，其中2015年和2017年现金净流量较大，主要系收到股东现金投入29亿元、20亿元所致。另外，2017年发行了2亿元的永续中票（17高教投资MTN001）和10亿元债权融资计划（17苏高教投资ZR001）也是当年筹资环节现金大幅净流入的重要原因之一。

图表 23. 公司 2015-2017 年现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA[亿元]	1.99	1.92	2.21
EBITDA/利息支出[倍]	0.58	0.44	0.46
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.10	0.09	0.10
经营性现金流净额[亿元]	2.21	-6.25	-21.92
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	8.04	-18.88	-67.44
经营性现金净流入与短期刚性债务比率[%]	11.50	-28.28	-100.29

资料来源：泰州高教

图表 24. 公司 2015-2017 年 EBITDA 构成及变化趋势(单位: 亿元)



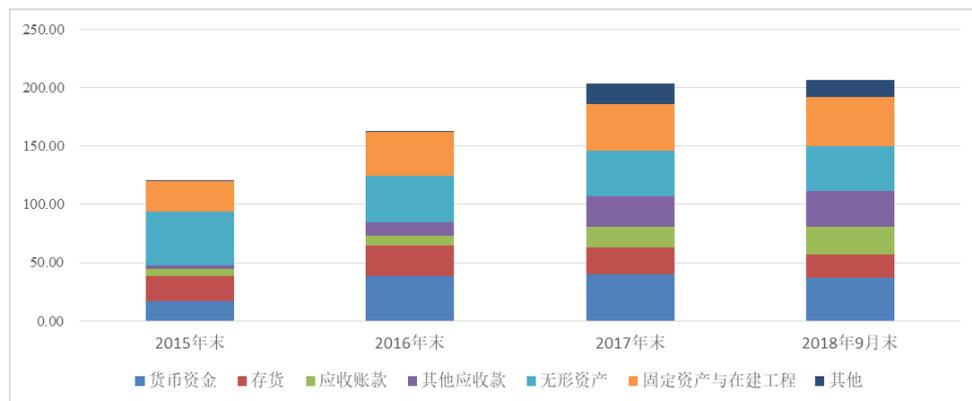
资料来源: 泰州高教

从现金流指标变化看, 该公司 2015-2017 年经营性净现金流有所波动, 对刚性债务、负债总额保障程度也呈现类似变化特征, 尤其是 2015 年来刚性债务增速较快, 经营性现金流对短期刚性债务的覆盖程度进一步下降。2016-2017 年, 公司经营活动现金流为净流出, 公司现金流对流动债务的覆盖进一步减弱。

2015-2017 年, 该公司 EBITDA 分别为 1.99 亿元、1.92 亿元和 2.21 亿元, 主要系利润总额、报告期计提固定资产折旧和摊销无形资产及其他资产所构成, 2017 年三者分别占 EBITDA 的 39.22%、32.39% 和 28.38%。2017 年, 尽管 EBITDA 较上年增长 15.10%, 但因短期刚性债务增长更快, EBITDA 对短期刚性债务覆盖程度略有下滑; 公司的利息负担虽有加重, 但由于 EBITDA 的增长, 其对利息支出的保障程度略有提高。

(3) 资产质量分析

图表 25. 2015-2017 年及 2018 年 9 月末公司资产构成情况 (单位: 亿元)



资料来源: 泰州高教

2015-2017 年末及 2018 年 9 月末, 该公司所有者权益合计分别为 63.43 亿元、63.78 亿元、86.66 亿元和 86.53 亿元, 其中 2015 年和 2017 年增幅较大主要系股东增资所致。2015-2016 年, 由于泰州市城市规划建设需要, 股东收回公司土地 4 宗, 按照账面价值 4.86 亿元冲减资本公积。公司净资产中实收资

本和资本公积占比很高，权益资本稳定性较好。

2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司资产总额分别为 120.25 亿元、162.71 亿元、203.52 亿元和 206.49 亿元。公司非流动资产占比不断下降，同期末分别为 60.24%、48.16%和 40.04%，主要系 2015 年以来公司部分长期资产转计入存货（具体包括中心共享区的教学区及拆迁项目和宫涵安置区工程等政府委托项目等）和货币资金大幅增加所致。2016 年起，公司通过往来款形式向明达基建出借较大规模往来款，年末其他应收款规模大幅增长，也导致公司非流动资产占比下降。

该公司非流动资产主要由无形资产、在建工程、固定资产等构成。2017 年末，公司无形资产由 2015 年末的 46.36 亿元减少至 39.44 亿元，2016 年大幅减少主要系 4 宗账面价值为 5.28 亿元的土地因城市规划调整转入存货；公司土地使用权多为 2015 年招拍挂方式取得的 14 宗土地，账面原值为 36.70 亿元，截至 2017 年账面价值为 35.39 亿元。同期末，公司在建工程 16.28 亿元，较上年末增长 21.80%，主要为教育基础设施等项目，增长主要与医药城商务中心综合项目投入有关；固定资产为 23.60 亿元，较上年末减少 2.88%，主要为房屋及建筑物，2016 年南师大、南理工后续工程及学术交流中心共 8.86 亿元转入固定资产导致当年固定资产增长 52.84%。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。2017 年末，公司货币资金为 39.82 亿元，较上年末增长 3.48%，其中不可动用货币资金为 4.63 亿元，较上年末大幅减少（上年末不可动用货币资金余额为 12.01 亿元）。同期末，公司应收账款为 17.66 亿元，较上年增长 99.84%，全部为账龄一年以内的应收项目工程款，管委会欠款占应收账款账面价值的 99.74%；其他应收款为 26.30 亿元，较上年末增长 136.07%，主要为往来款，其中金额最大的为应收明达基建的往来款 20.43 亿元，占其他应收款账面价值的 77.65%，管委会欠款为 5.00 亿元，两笔欠款账龄均在 1 年内。同期末，公司存货 22.97 亿元，较上年末减少 11.04%，主要系相关代建项目成本以及待上市的土地使用权等。此外，2017 年末，公司的其他流动资产规模很大，达 15.07 亿元，其中委托贷款为 14.99 亿元。

图表 26. 2017 年末公司余额前五名的其他应收款情况（单位：亿元）

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款余额的比重（%）
明达基建	资金往来	20.43	1 年以内	77.65
管委会	资金往来	5.00	1 年以内	19.00
皖江金融租赁股份有限公司	保证金	0.30	2-3 年	1.14
泰州华健创业投资有限公司	资金往来	0.26	3 年以上	1.00
远东宏信（天津）融资租赁有限公司	保证金	0.22	2-3 年	0.84
合计	-	26.21	-	99.65

资料来源：泰州高教

图表 27. 2017 年末公司委托借款主要客户明细 (单位: 亿元)

债务人名称	与公司关系	金额	贷款期限	占比
泰州高教园林景观工程有限公司	非关联方	2.00	2017/12/15-2018/06/14	13.52%
		4.00	2017/12/19-2018/06/18	27.05%
		3.00	2017/12/20-2018/06/19	20.28%
		1.00	2017/12/26-2018/06/25	6.76%
泰州市新滨江开发有限责任公司	非关联方	0.99	2017/12/22-2017/06/21	6.69%
		1.00	2018/02/24-2018/08/24	6.76%
泰州市港口开发公司	非关联方	2.80	2018/02/08-2018/08/07	18.94%
合计	-	14.79	-	100%

资料来源: 泰州高教

2018 年 9 月末, 该公司资产总额 206.49 亿元, 较上年末增长 1.46%。流动资产方面, 公司货币资金较上年末减少 7.38% 至 36.89 亿元 (受限金额 0.28 亿元); 应收账款较上年末增长 37.46% 至 24.27 亿元, 主要系应收管委会的款项增加; 其他应收款较上年末增长 14.52% 至 30.12 亿元, 主要系与管委会和明达基建的往来款增加; 存货较上年末减少 13.94% 至 19.77 亿元; 其他流动资产较上年末减少 19.84% 至 12.08 亿元。非流动资产方面, 公司在建工程较年初增长 16.91% 至 19.03 亿元, 而无形资产、固定资产较年初变化不大。

图表 28. 截至 2018 年 9 月末公司受限资产情况 (单位: 亿元)

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	0.28	0.75	质押和保证金
存货	6.29	31.83	抵押
无形资产	26.15	67.09	抵押

资料来源: 泰州高教

截至 2018 年 9 月末, 该公司受限资产合计 32.72 亿元, 占总资产的 15.85%。其中, 以土地资产为主的无形资产受限程度较高, 截至 2018 年 9 月末受限土地资产为 26.15 亿元, 占无形资产的 67.09%, 全部用于抵押借款。

综上, 该公司资产规模持续增长, 构成上以流动资产为主。公司货币资金较为充裕, 但应收账款及其他应收款规模较大, 尽管账龄多集中在一年内, 但对单一客户集中度较高, 关注与明达基建往来款回收风险。另外, 公司存货多为园区基础设施建设及土地开发成本, 变现能力较弱。因此, 公司资产质量一般, 需关注非经营性往来款回收风险。

(4) 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率 (%)	150.30	244.82	399.31	229.71
现金比率 (%)	52.56	111.70	130.32	68.67

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
应收账款周转速度[次]	0.10	0.08	0.06	-

资料来源：泰州高教

该公司存货及应收账款周转效率较低，但是两者的规模及占比不高。2015 年以来，公司资产流动性继续好转，2017 年末流动比率为 399.31%。2017 年末，公司可动用的货币资金存量较高，现金比率为 130.32%。2016 年以来，得益于股东增资及债务融资工具的发行，公司货币资金存量较为充裕，使得公司现金类资产对短期刚性债务覆盖程度较高。2018 年 9 月末，因流动负债规模扩大，公司资产流动性有所减弱，即期偿债压力加大。

3. 公司盈利能力

图表 30. 影响公司盈利的各因素分析（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
毛利	1.04	0.85	1.23	0.83
补贴收入/其他收益	0.70	0.72	0.70	0.29
投资净收益	0.05	0.06	0.03	0.00
营业外净收益	-0.03	0.00	0.04	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：泰州高教

该公司毛利润主要来自教育投资、园区基础设施建设及土地开发业务等，与管委会的代建协议均能保障公司有一定的利润空间，2015-2017 年毛利分别为 1.04 亿元、0.85 亿元和 1.23 亿元。同时，公司还能获得较为稳定的政府补贴收入，2015-2017 年每年约 0.70 亿元左右，成为公司的重要盈利来源之一。其他盈利因素如投资净收益、营业外净收益及公允价值波动损益规模很小，对公司盈利水平影响较为有限。

从期间费用看，2015-2017 年，该公司期间费用分别为 0.82 亿元、0.77 亿元和 0.88 亿元，期间费用率分别为 8.54%、7.21%和 8.09%。因借款利息资本化金额较大，因此公司财务费用较小，期间费用主要由管理费用构成，2017 年管理费用 0.88 亿元，主要为土地使用权的摊销 0.62 亿元。

2015~2017 年，该公司总资产报酬率分别为 0.96%、0.56%和 0.47%，净资产收益率分别为 1.61%、1.16%和 1.11%，2015 年以来，公司资产增幅较大，导致公司资产盈利能力指标值有所弱化。

2018 年前三季度，该公司实现营业收入 7.10 亿元，同比增长 9.71%，综合毛利率回升至 11.64%，主要系教育投资业务毛利率大幅回升所致。同期，公司收到补贴收入为 0.29 亿元，公司净利润为 32.85 万元。

总体上，该公司的主业保持盈利，补贴收入规模较大且可持续。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司承担高教园区的建设投资任务，所投资院校招生情况较好，合作办学模式每年为公司带来相对稳定的学费和住宿费等收入。同时随着高教园区建设的不断推进，基础设施建设及土地开发业务也为公司带来持续收入。未来高教园区以筹建泰州大学为目标，园区办学规模将进一步扩大，公司基础设施建设也将加快步伐，更加凸显公司主业垄断经营优势。

2. 外部支持因素

泰州市政府高度重视泰州高等教育发展，该公司作为教育基础设施建设投资的国有资产授权主体，得到股东及地方政府在资本注入、财政补助等方面的较大支持。2015年、2017年公司收到股东现金方式的资本金投入29亿元、20亿元，资本实力大幅增长；2015-2017年累计收到政府补贴收入2.12亿元。

截至2018年9月末，该公司及下属子公司共获得国内各家银行授信额度75.64亿元，未使用额度12.86亿元，仍有一定的融资空间。

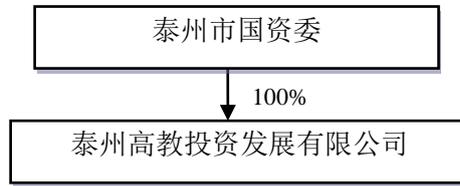
跟踪评级结论

该公司是泰州高教园区建设的唯一投融资主体，主业包括基础设施建设及土地开发、教育投资等业务。高教园区建设得到地方政府较大力度的支持，为公司主业发展提供了较好的政策环境。公司核心业务具有区域垄断经营优势，尤其是高教投资业务可为公司后续发展提供较稳定的收入及现金来源。公司代建项目收入结算相对滞后，集中投资和政府下属其他企业对公司资金的占用使公司面临较大的筹资压力。

该公司主业保持一定的盈利，补贴收入可持续，因此市财政对高教产业投入安排直接影响着公司主业开展和盈利保障。公司基础设施投资等项目持续投入资金量大，且主业资金回笼能力弱，因关联占款资金持续净流出，尤其是2015年拿地支出很大，导致非筹资环节现金缺口显著扩大，在较大的筹资需求带动下公司刚性债务快速增长。得益于股东资本金投入较大，公司资产负债率处于适中水平。公司资产中土地及代建工程规模较大，流动性较差，无形资产受限程度较高，但整体货币资金存量充裕，可为即期债务偿付提供一定保障。

附录一：

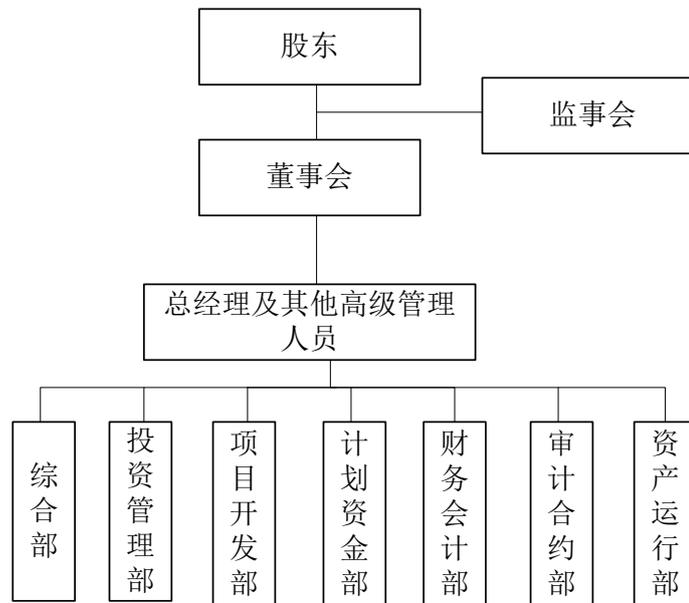
公司与实际控制人关系图



注：根据泰州高教提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据泰州高教提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录三：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
流动资产合计	47.81	84.35	122.02	123.39
货币资金	16.72	38.48	39.82	36.89
流动负债合计	31.81	34.45	30.56	53.71
短期刚性债务	23.93	20.30	23.42	48.44
所有者权益合计	63.44	63.78	86.66	86.53
营业收入	9.59	10.74	10.82	7.10
净利润	0.81	0.74	0.83	0.003
EBITDA	1.99	1.92	2.21	—
经营性现金净流入量	2.21	-6.25	-21.92	-5.35
投资性现金净流入量	-40.01	-3.88	-21.45	1.25
资产负债率[%]	47.25	60.80	57.42	58.10
长短期债务比[%]	78.60	187.14	282.41	123.33
权益资本与刚性债务比率[%]	129.64	75.24	77.57	74.16
流动比率[%]	150.30	244.82	399.31	229.71
速动比率[%]	80.90	169.69	323.58	192.42
现金比率[%]	52.56	111.70	130.32	68.67
现金类资产/短期刚性债务[倍]	0.70	1.90	1.70	0.76
毛利率[%]	10.87	7.88	11.39	11.64
营业利润率[%]	1.98	0.63	7.67	0.52
利息保障倍数[倍]	0.27	0.18	0.18	—
总资产报酬率[%]	0.96	0.56	0.47	—
净资产收益率[%]	1.60	1.16	1.11	—
营业收入现金率[%]	78.11	78.21	21.62	10.76
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	8.04	-18.88	-67.44	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-137.16	-30.58	-133.42	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.58	0.44	0.46	—
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.10	0.09	0.10	—

注：表中数据依据泰州高教经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
长短期债务比	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
现金类资产/短期刚性债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
应收账款周转速度	报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[期初固定资产余额+期末固定资产余额]/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
总资产报酬率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2]×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[期初流动负债+期末流动负债]/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[期初流动负债+期末流动负债]/2]×100%
EBITDA/利息支出	=EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期刚性债务	=EBITDA/[(期初短期刚性债务+期末短期刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出=EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出=列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额=经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录五：
评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。