

信用等级公告

联合[2019]040 号

仪征市众鑫建设开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对仪征市众鑫建设开发有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2018 年第一期仪征市众鑫建设开发有限公司公司债券进行了主动评级，确定：

仪征市众鑫建设开发有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

2018 年第一期仪征市众鑫建设开发有限公司公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年一月九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2018年第一期仪征市众鑫建设开发有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级：AAA_{pi}

公司主体信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

发行规模：9.50 亿元

债券期限：7 年

担保方：江苏省信用再担保集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

还本付息方式：按年付息，存续期的第 3~7 年分期兑付本金的 20%

评级时间：2019 年 1 月 9 日

主要财务数据：

发行人

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	82.42	126.43	131.97
所有者权益 (亿元)	51.52	58.05	59.88
长期债务 (亿元)	19.55	59.06	61.89
全部债务 (亿元)	26.39	62.22	69.84
营业收入 (亿元)	7.18	7.84	6.84
净利润 (亿元)	2.07	1.73	2.03
EBITDA (亿元)	2.24	2.00	2.15
经营性净现金流 (亿元)	-8.28	-23.66	-7.77
营业利润率 (%)	13.57	9.68	12.64
净资产收益率 (%)	3.64	2.58	3.05
资产负债率 (%)	37.49	54.08	54.63
全部债务资本化比率 (%)	33.88	51.73	53.84
流动比率 (倍)	7.05	13.40	12.80
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.03	0.03
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.38	1.17	0.65
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.24	0.21	0.23

担保方

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
资产总额 (亿元)	86.54	108.48	122.24	127.18
所有者权益合计 (亿元)	56.90	69.86	71.73	75.50
营业收入 (亿元)	9.14	10.03	11.26	8.91
净利润 (亿元)	2.61	2.84	3.19	3.86

注：本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，系四舍五入造成的；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对仪征市众鑫建设开发有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为仪征市重要的基础设施建设主体，区域专营优势明显，并且持续得到地方政府多方位的支持。同时，联合评级也关注到公司有息债务快速上升、盈利能力较弱且利润总额受政府补贴影响大等不利因素对公司经营发展和偿债能力带来的负面影响。

未来，随着仪征市经济和扬州（仪征）汽车工业园不断发展，公司外部发展环境向好。公司将继续以基础设施建设为主业，考虑到在区域内的重要地位，公司发展前景良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券采用分期摊还本金方式，有效降低了集中偿付压力。此外江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）为本期债券提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用水平以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 仪征市近年来经济及财政实力持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 作为扬州（仪征）汽车产业园最主要的基础设施投资建设运营主体，公司在所辖区域内具有重要地位。

3. 公司在资金注入、股权划拨和财政补贴等方面获得了地方政府的大力支持。

4. 江苏再担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的安全性。

5. 本期债券分期还款安排在一定程度上缓

解了公司未来的集中偿付压力。

关注

1. 公司资产中存货占比高，且存货中部分土地所有权进行了抵押，公司资产质量一般、流动性较弱。

2. 公司利润总额对政府补助依赖高，盈利能力较弱。

3. 近年来公司债务规模快速增长；公司在建及拟建项目投资规模较大，未来融资需求较大，公司存在一定的资本支出压力。

4. 受公司收现质量差影响，经营性净现金流持续为负。

5. 本期债券发行规模大，对现有债务影响大。项目收益受房地产行业的市场因素、当地经济景气程度以及项目建设进度影响，存在不确定性。目前项目建设进度缓慢，项目收益与其本息支付存在一定不匹配性。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

王晓鹏

电话：010-85172818

邮箱：wangxp@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、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。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：

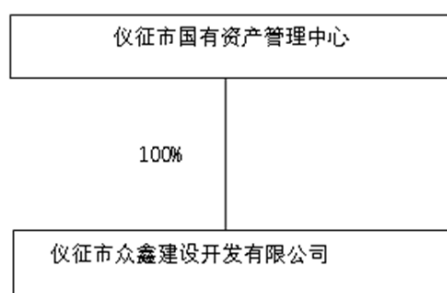
联合信用评级有限公司



一、主体概况

仪征市众鑫建设开发有限公司（以下简称“公司”），是经仪征市人民政府《关于成立仪征市众鑫建设开发有限公司的批复》（仪征发【2011】140号）批准于2011年9月5日成立，是由扬州（仪征）汽车工业园管理委员会（以下简称“汽车工业园管委会”）和仪征市汽车工业公司共同出资组建的有限责任公司，初始注册资本50,000.00万元，全部为货币资金，其中汽车工业园管委会出资占比95.00%，仪征市汽车工业公司出资占比5.00%。后经多次增资和股权划转，截至2017年底，公司注册资本及实收资本90,000.00万元，股东为仪征市国有资产管理中心；仪征市人民政府为公司实际控制人。

图 1 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：经营政府授权的国有资产；对国有统征土地进行投资开发；对市场基础设施及道路、桥梁、房地产进行投资开发；对土地整理、农业综合开发、农业生态建设、农村基础设施建设、农村环境建设进行投资开发；政府授权的其他经营项目；加工农副产品；销售砂石、水泥、钢材（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）。

截至 2017 年底，公司本部内设办公室、财务部、项目部和招商部 4 个职能部门；公司拥有合并范围子公司 4 家。公司在职员工共计 14 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 131.97 亿元，负债合计 72.09 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）59.88 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 51.29 亿元。2017 年，公司实现营业收入 6.84 亿元，净利润（含少数股东损益）1.83 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.83 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.77 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.25 亿元。

公司注册地址：扬州（仪征）汽车工业园习武大楼 4-3 号；法定代表人：吴四化。

二、本期公司债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 2018 年第一期仪征市众鑫建设开发有限公司公司债券（以下简称“本期债券”），发行规模 9.50 亿元，债券期限为 7 年，采用提前摊还本金方式，自债券发行后第 3 个计息年度起，每年按照债券发行总额的 20%偿还债券本金。本期债券采用固定利率，按年付息。

本期债券由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金总额为 9.50 亿元，其中 6.08 亿元用于元用于仪征市汽车产业园（一期）项目（以下简称“项目”），3.42 亿元用于补充营运资金。募集资金投资项目情况见下表：

表 1 募投项目资金用途概况（单位：万元，%）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	拟使用资金占总投资比例
仪征市汽车产业园（一期）项目	139,680.95	60,800.00	43.52%

资料来源：公司提供

根据《关于仪征市众鑫建设开发有限公司仪征市汽车创新创业园（一期）项目可行性研究报告的批复》（仪发改投资发【2016】34号）和《关于仪征市汽车创新创业园（一期）项目变更名称及建设内容的批复》（仪发改投资发【2016】277号）。项目位于汽车工业园联众路南侧、G328北侧、S333以西，规划用地面积约220亩，总建筑面积约32.7万平方米。项目地上建设汽车产业科技研发用房、展示用房、公共服务用房、管理服务用房及职工公寓，地下建设车库及设备用房，同时配套建设周边道路、管线、广场、景观绿化以及围墙等工程。

募投项目总投资 13.97 亿元，拟使用本期债券募集资金 6.08 亿元，其他资金来源于自筹和发行第二期公司债券融资。

项目已于 2016 年 5 月开工建设，计划建设期 24 个月，募投项目总投资为 13.97 亿元，截至 2018 年 10 月底，募投项目已投入资金 3.64 亿元，整体资金投入占预计总投资比例为 26.06%。

表 2 各募投项目批复情况

项目	仪征市汽车产业园一期项目
批复、文件	《关于仪征市汽车创新创业园（一期）项目用地预审意见》
	《关于仪征市汽车创新创业园（一期）项目建设项目选址意见书》
	《关于仪征市众鑫建设开发有限公司仪征市汽车创新创业园（一期）项目可行性研究报告的批复》
	《关于仪征市众鑫建设开发有限公司仪征市汽车创新创业园（一期）项目节能评估报告书的审查意见》
	《关于仪征市众鑫建设开发有限公司仪征市汽车创新创业园（一期）项目的审查意见》
	《关于仪征市众鑫建设开发有限公司仪征市汽车创新创业园（一期）项目可行性研究报告变更的批复》

资料来源：公司提供，联合评级整理

三、行业分析

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足

足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为仪征市国有资产管理中心下属独资企业，主要负责扬州（仪征）汽车工业园基础设施配套工程建设。截至 2017 年底，公司已承接工业园区公租房建设、零部件项目基础设施一期、二期工程等多个扬州（仪征）汽车工业园基础设施配套工程建设项目。

除公司之外，仪征市还有 2 家规模较大的同类型公司：仪征市城市建设发展有限公司和仪征市十二圩新区建设有限公司。仪征市城市建设发展有限公司主要负责仪征市老城区的基础设施建设、市属保障房及安置房项目的开发建设、土地开发业务以及供水业务等；仪征市十二圩新区建设有限公司主要负责仪征市经济开发区内的基础设施建设和土地整理开发业务，在业务范围上与公司分工明确，不存在业务交叉。

总体看，公司作为仪征市国有资产管理中心下属独资企业，主要负责扬州（仪征）汽车工业园基础设施配套工程建设。

2. 人员素质

截至 2017 年底，公司高管人员包括执行董事兼总经理、副总经理兼财务总监 2 人。

公司执行董事兼总经理吴四化先生，1979 年生，本科学历；历任仪征市实验中学教师、汽车工业园管委会党政办秘书，现任公司执行董事、总经理。

公司财务总监窦晓君先生，1972 年生，本科学历；历任仪征市建筑材料公司财务科长、仪征市丝绸总公司财务负责人、仪征市农林局主管会计，现任公司副总经理、财务总监。

截至 2017 年底，公司在职员工共计 14 人。从教育程度看，大学本科及以上 6 人，大专学历 5 人，高中及中专 3 人。从年龄看，50 岁及以上 2 人，30~50 岁 6 人，30 岁及以下 6 人。

总体看，公司高管人员具有较好的职业相关背景，整体素质较高。公司员工结构合理，能够满足公司日常经营需要。

3. 股东背景

截至 2017 年底，公司注册资本及实收资本 9.00 亿元，仪征市国有资产管理中心持有公司 100%

的股权，公司实际控制人为仪征市人民政府。

4. 政府支持

公司作为仪征市重要的基础设施建设主体，近年来获得政府在在资金注入、股权划转和财政补贴等方面给与了大力支持。

(1) 资金注入

2013 年，公司获得仪征市政府 40,000 万元注资，实收资本由 50,000 万元变更为 90,000 万元。

根据仪征市财政局【2015】42 号文件，仪征市财政局下拨公司 8 宗土地补贴返还款，账面金额 9.14 亿元，转增公司资本公积，其中 2014 年由专项应付款转资本公积 2.26 亿元，2015 年直接计入资本公积 6.88 亿元。

(2) 股权划转

2014 年，根据仪征市人民政府《关于将仪征市众城建设开发有限公司国有股权划归仪征市众鑫建设开发有限公司的通知》和《关于将仪征市汽车工业公司国有股权划归仪征市众鑫建设开发有限公司的通知》，仪征市人民政府无偿划拨仪征市众城建设开发有限公司（以下简称“众城公司”）100%股权和仪征市汽车工业公司 100%股权至公司，使公司资本公积分别增加 6.00 亿元和 1.00 亿元。

(3) 财政补贴

根据仪征市财政局文件《关于下达仪征市众鑫建设开发有限公司营运资金专项补贴的通知》，2015~2017 年，公司分别获得企业发展资金 1.33 亿元、2.05 亿元和 1.30 亿元，并作为补贴收入，2015~2016 年计入“营业外收入”科目，2017 年计入“其他收益”科目。

总体看，公司作为仪征市重要的基础设施建设主体，近年来获得政府在在资金注入、股权划转和财政补贴等方面给与了大力支持。

5. 区域经济

公司主要业务位于仪征市及其扬州（仪征）汽车工业园，其经营范围、投资方向及融资能力直接接受地区经济及财政实力的影响，并与城市发展规划密切相关。

(1) 区域经济发展

仪征市是江苏省扬州市代管县级市，位于江苏省中部，长江下游沿岸，处在宁镇扬同城化中心地带，南京都市圈核心城市，上海 3 小时经济圈层。

根据《2015~2017 年仪征市国民经济和社会发展统计公报》，2015~2017 年仪征市完成地区生产总值分别为 501.97 亿元、557.05 亿元和 628.36 亿元，按可比价计算，分别增长 10.0%、9.4%和 8.0%。2017 年，第一产业增加值 23.28 亿元，可比价下降 0.4%；第二产业增加值 328.81 亿元，可比价增长 6.8%；第三产业增加值 276.27 亿元，可比价增长 10.3%。产业结构不断优化。三次产业结构由上年同期的 4.2: 52.8: 43.0 调整为 3.7:52.3:44.0。

2017 年，仪征市全年全社会固定资产投资完成 550.15 亿元，比上年增长 16.8%。其中：第一产业完成投资 3.14 亿元，下降 11.9%；第二产业完成投资 347.32 亿元，增长 12.1%，其中工业技改投资 281.02 亿元，增长 30.9%；第三产业完成投资 199.69 亿元，增长 27.0%，其中房地产业完成投资 27.19 亿元，增长 22.9%。

总体看，仪征市区域经济实力持续增强，为公司发展提供了良好的区域环境。

(2) 地方政府财力及债务

2015~2017 年，仪征市全市实现一般预算收入分别为 39.44 亿元、44.74 亿元和 47.79 亿元，2017

年，税收收入 41.47 亿元，税收占比 86.78%。国有土地使用权出让金收入为 13.38 亿元。上级补助收入为 12.82 亿元。2017 年，仪征市地方可控财力为 85.92 亿元。

截至 2017 年底，仪征市地方政府债务全部由直接债务构成，为 105.75 亿元。2017 年底，仪征市政府债务率为 123.08%，债务率高。

总体看，仪征市近年来经济及财政实力持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、管理分析

1. 公司治理

公司按照《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）及有关法律、行政法规的规定规范运作，制定公司章程，按照现代企业制度不断强化内部管理，规范经营运作，目前已形成较为完善的公司治理结构。公司按照《公司法》和公司章程的相关规定，公司设立执行董事、监事和经理层。

公司由股东仪征市国有资产管理中心代仪征市政府履行出资人职责，行使决定公司的经营方针和投资计划；更换公司的执行董事、监事，决定有关执行董事、监事的报酬事项；审议批准执行董事的报告；审议批准监事的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决定；对发行公司债券作出决定；对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决定；修改公司章程。

公司不设董事会，设执行董事一名，由股东任命产生，任期每届三年，任期届满，可连任。执行董事对股东负责，执行股东决定；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的利润分配和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案；对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决定；修改公司章程。

公司不设监事会，设监事一名，由股东任命产生，任期每届三年，任期届满，可连任。监事行使检查公司财务；对执行董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决议的执行董事、高级管理人员提出罢免的建议；当执行董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求执行董事、高级管理人员予以纠正；向股东提出议案；依照《公司法》第一百五十二条的规定，对执行董事、高级管理人员提起诉讼的职权。

公司设经理层，其中总经理 1 人，副总经理 1 人，由执行董事决定聘任或者解聘。总经理对执行董事负责，行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施执行董事决定；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置的方案；拟订公司的基本管理制度；制定公司的具体规章；提请聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人；决定聘任或解聘除应由执行董事聘任或者解聘以外的负责管理人员；执行董事授予的其他职权。

总体看，公司重视管理制度的建设与实施，已经基本建立了与公司发展相适应的管理制度。

2. 管理体制

公司根据自身特点，建立并制定了会计管理制度、财务管理制度、投融资管理制度和对外担保制度等各项内部管理制度。

会计管理方面，公司制定了包括一系列控制方法、措施和程序的会计内部控制制度，规定基本原则是遵循国家有关法律法规，不得拥有超越会计内部控制的权力；遵循成本效益原则，包括会计年度，记账本位币，坏账计提比例，固定资产折旧计提方式和折旧年限，利润分配的帐务处理等，

要求运用电子信息技术手段建立会计内部控制系统，减少和消除人为操作因素，确保会计内部控制的有效实施；同时加强对财务会计电子信息系统开发与维护、数据输入与输出、文件储存与保管、网络安全等方面的控制；同时由专门机构或者指定专门人员具体负责会计内部控制执行情况的监督检查，确保会计内部控制的贯彻实施。

财务管理方面，为适应公司经营管理的需要，理顺财务管理关系，明确财务人员的职责、强化财务管理的功能，提高公司的整体经济效益，促进公司长期稳健发展，公司制定了完整的《财务管理制度》，主要包括财务管理体系、会计内部控制制度等。公司按照统一管理、分级核算的原则，健全财务管理机构，配备相应的财务人员，并按岗位责任制从事财务管理工作。公司执行董事、总经理领导财务会计机构、财会人员和其他人员执行《会计法》等有关财务会计法规制度及本制度。公司总经理对公司财务活动实行统一领导，负责组织公司财务管理工作，即：总经理—财务总监—财务部。

投融资管理方面，为规范投资及融资行为，降低投资及融资风险，提高投资效益，依照《公司法》、《合同法》等国家法律法规以及《公司章程》有关规定，制订了《投融资管理制度》，规定了公司对外投融资活动的范围、遵循的基本原则、投融资决策程序等，投资管理应遵循的基本原则：投资行为必须符合国家有关法规及产业政策，符合公司发展战略和产业规划要求，有利于形成公司的支柱产业、骨干企业和有市场竞争力的产品，有利于公司的可持续发展，并有预期的投资回报。

对外担保方面，公司为了规范对外担保行为，有效控制公司对外担保风险，保证公司资产安全，根据《公司法》、公司章程及其它有关法律、法规、部门规章和规范性文件的规定，制定了对外担保管理制度，制度包括对外担保的审批、对外担保合同的管理及责任追究等。

总体看，公司根据目前的发展情况，不断建立和完善现有的管理制度，目前已经基本建立了一整套内部管理体系与制度。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为仪征市基础设施建设重要主体，主要负责扬州（仪征）汽车工业园基础设施配套工程建设业务。

2015~2017 年，公司营业收入分别为 7.18 亿元、7.84 亿元和 6.84 亿元，年均复合下降 2.40%，主要系基础设施建设收入的波动下降所致。

从收入构成来看，公司核心业务是基础设施建设业务，近三年占营业收入的比重达 97%以上；2015~2017 年，公司分别实现基础设施建设收入 7.02 亿元、7.65 亿元和 6.71 亿元。

毛利率方面，2015~2017 年公司毛利率分别为 14.38%、14.24%和 13.98%。其中，基础设施建设业务以建设投入成本加成 15%确认收入，近三年该业务毛利率维持在 13.04%；公司毛利率波动情况主要受除基础设施建设业务以外的板块影响，2014 年底仪征市汽车工业公司纳入合并范围，仪征市汽车工业公司下辖客房、租赁等业务毛利率较高，2015 年后公司整体毛利率有所提升。

表 3 公司业务收入及毛利率情况（单位：万元，%）

业务类别	2015 年			2016 年			2017 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地开发	70,152.95	97.77	13.04	765,06.80	97.63	13.04	67,050.62	98.09	13.04

安置房销售	701.28	0.98	78.42	539.43	0.69	79.20	--	--	--
产品销售	377.32	0.53	90.34	428.90	0.55	100.00	440.36	0.64	100.00
污水处理费	188.01	0.26	10.77	364.06	0.46	-9.04	484.24	0.71	16.83
自来水费	--	--	--	--	--	--	118.31	0.17	100.00
旅游景点	138.54	0.19	45.78	100.09	0.13	100.00	--	--	--
公交运输	195.08	0.27	60.84	425.45	0.54	61.19	260.50	0.38	65.58
合计	71,753.18	100.00	14.38	78,364.73	100.00	14.24	68,354.03	100.00	13.98

资料来源：公司审计报告

总体看，近年来，公司核心业务是基础设施建设业务；营业收入有所波动，毛利率逐年下降。

2. 经营分析

(1) 基础设施建设

公司受仪征市人民政府委托对扬州（仪征）汽车工业园内基础设施建设项目进行投资建设。截至 2017 年底，公司已承接零部件项目基础设施一期工程、汽车工业园整车项目基础设施配套工程、零部件基础设施建设二期工程、零部件公租房项目、100 万台发动机项目、城镇化建设及产业化升级一期项目、综合环境整治项目和上海大众五厂西侧块地综合利用项目等多个基础设施建设项目。

根据仪征市人民政府与公司签订的《仪征市城市基础设施委托投资建设协议》，公司每年年底集中申报当年度基础设施建设项目的投入成本。申报备案时公司将基础设施建设投入成本以及应确认的相关利润（15%收益率）报送仪征市财政局进行评审，并根据财政局最终确认的成本及相关利润确认项目成本和收入。项目完工后由公司转让给政府或政府相关部门，政府按约定向公司支付转让价款。2015~2017 年，公司确认基础设施建设收入 7.02 亿元、7.65 亿元和 6.71 亿元，确认收入的项目包括工业园区公租房建设、零部件项目基础设施二期工程、城镇化建设及产业化升级一期项目、综合环境整治项目和上海大众五厂西侧块地综合利用项目。2015~2017 年，公司收到的基础设施建设款项分别为 4.77 万元、1.20 亿元和 0.58 亿元。

另外，零部件项目基础设施一期工程、汽车工业园整车项目基础设施配套工程和 100 万台发动机项目等项目确认收入的模式不同于上述按照完工百分比确认收入，而是完工后确认收入，而仪征市汽车产业园（一期）项目为本期债券的募投项目，在项目完工后按照市场化销售或出租来确认收入。截至 2017 年底，上述项目已投资 44.63 亿元，计入“存货-开发成本”科目核算。

表 4 公司基础设施建设确认收入情况表（单位：万元）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	成本	收益	收入	成本	收益	收入	成本	收益
工业园区公租房建设	11,134.09	9,681.82	1,452.27	16,394.56	14,256.14	2,138.42	2,986.93	2,597.33	389.60
零部件项目基础设施二期工程	59,018.86	51,320.75	7,698.11	14,868.95	12,929.53	1,939.43	22,966.72	19,971.06	2,995.66
城镇化建设及产业化升级一期项目	--	--	--	15,119.33	13,147.25	1,972.09	23,476.09	20,413.99	3,062.10
综合环境整治项目	--	--	--	1,2673.97	11,020.84	1,653.13	4,105.64	3,570.12	535.52
上海大众五厂西侧块地综合利用项目	--	--	--	17,449.98	15,173.89	1,176.08	13,515.24	11,752.38	1,762.86
合计	70,152.95	61,002.57	9,150.39	76,506.80	66,527.65	9,979.15	67,050.62	58,304.89	8,745.73

资料来源：公司提供

在建工程方面，截至 2017 年底，公司共有在建项目 9 个，建设内容包括：土地整理、场地平整、道路、照明、河道整理及绿化等园区配套工程。项目总投资合计 113.86 亿元，截至 2017 年底已投

资 76.46 亿元，未来尚需投资 37.40 亿元。

表 5 截至 2017 年底公司在建基础设施项目（单位：亿元）

项目名称	总投资金额	截至2017年底已投资金额	未来需投资金额
在建项目			
仪征市汽车工业园区公租房建设工程项目	6.00	5.68	0.32
汽车工业园零部件项目基础设施二期建设工程项目	20.00	18.64	1.36
汽车工业城镇化建设及产业化升级一期项目	8.26	3.36	4.90
汽车工业园综合环境整治项目	7.90	1.46	6.44
汽车工业园上海大众五厂西侧地块综合利用项目	7.63	2.69	4.94
零部件项目基础设施一期工程	15.00	12.13	2.87
汽车整车项目基础设施配套工程	7.50	5.62	1.88
仪征市汽车产业园（一期）项目	13.97	2.59	11.38
100 万台发动机项目	27.60	24.29	3.31
小计	113.86	76.46	37.40
拟建项目			
大众二期物流停车场项目	8.00	--	8.00
电子产业园项目	4.00	--	4.00
小计	12.00	--	12.00
合计	125.86	--	49.40

资料来源：公司提供

拟建项目方面，公司拟建项目有 2 个，分别为大众二期物流停车场项目和电子产业园项目，计划总投资 12.00 亿元，目前尚未投资。

总体看，公司在建及拟建基础设施项目投资规模较大，未来存在一定的资本支出压力。

（2）其他业务

公司其他业务收入主要来自租赁费、物业管理、汽车检测等收入，2017 年分别实现 440.36 万元、484.24 万元和 118.31 万元；其他收入主要来自仪征黎明大酒店的商品销售和公司本部加油站出租、场地出租，2017 年共实现 260.50 万元。除主业基础设施建设业务之外的其他业务规模较小，对公司整体经营状况影响程度小。

总体看，除主业基础设施建设业务之外的其他业务规模较小，对公司整体经营状况影响程度小。

3. 未来发展

“十三五”期间，公司将在仪征市国有资产管理中心的监管下，全面推进基础设施项目开发和汽车园区建设工作，进一步深化企业改革改制，优化产业结构，完善管理体制，健全人才引进和培育机制，加大技改投入，创造一流的产品和质量，实现社会效益和经济效益的同步增长，确保国有资产保值增值。将发挥仪征市汽车行业的先发优势，充分利用行业集中度高，发展潜力大，盈利能力稳定的特点，不断增强经营的透明度。

同时，公司将整合业务，探索“资产资本化、资产证券化”的有效途径，一方面，通过资本市场帮助下属企业发展壮大；另一方面，更好地发现、判断企业的价值，实现对其更有效的监管和绩效评价，通过资本市场监督，使公司改善治理结构，建立健康的长效发展机制，不断增强企业的盈利能力。

总体看，随着公司全面推进基础设施项目开发和汽车园区建设工作，同时将整合业务，未来企业盈利能力有望提升。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2015~2017年三年连审财务报表中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告经审计，并出具了标准无保留审计意见。

从合并范围来看，截至 2017 年底，公司拥有合并范围内子公司 4 家。2015~2017 年，公司合并范围新增及划出的子公司规模较小，合并范围变动对财务数据可比性影响不大。

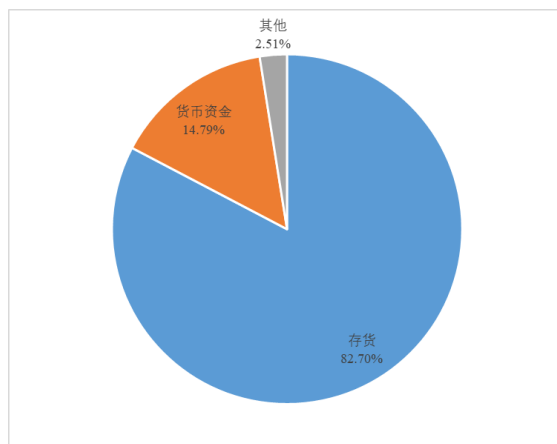
截至 2017 年底，公司合并资产总额 131.97 亿元，负债合计 72.09 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）59.88 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 51.29 亿元。2017 年，公司实现营业收入 6.84 亿元，净利润（含少数股东损益）1.83 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.83 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.77 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.25 亿元。

2. 资产质量

2015~2017年底，公司资产总额快速增长，年均复合增长26.54%。2017年底，公司资产总额131.97亿元，较年初增长4.38%。截至2017年底，流动资产占98.91%，非流动资产占1.09%，公司资产构成以流动资产为主。

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 27.71%。其中，截至 2017 年底，公司流动资产 130.53 亿元，较年初增长 4.53%，主要系存货的增长所致。公司流动资产主要由存货（占 82.70%）和货币资金（占 14.79%）构成。

图 2 截至 2017 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 87.92%。2017 年底，公司货币资金 19.31 亿元，较年初下降 5.78%，主要为银行存款（19.30 亿元，占比 99.95%）。截至 2017 年底，公司货币资金中使用受限资金为 700.00 万元（为保证金）。

2015~2017 年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 38.57%。截至 2017 年底，公司其他应收款为 1.22 亿元，较年初下降 85.61%，主要系收回应收政府单位的款项所致。从账龄来看，1 年以内的占 99.04%，3 年以上的占 0.96%，账龄短。从集中度来看，公司其他应收款前五名欠款单位占比 97.54%，集中度高，其中大部分为应收的往来款，回收风险可控，但对公司资金形成占用。

2015~2017 年，公司存货快速增长，年均复合增长 23.61%，截至 2017 年底，公司存货 107.94

亿元，较年初增长 15.01%，主要系开发成本和工程施工的投入增加所致。公司存货中土地使用权占 26.39%，开发成本占 41.36%，工程施工占 32.27%，其中开发成本为零部件项目基础设施一期工程、汽车工业园整车项目基础设施配套工程、仪征市汽车产业园（一期）项目和 100 万台发动机项目等项目投入成本，由于不同于工程施工中按照完工百分比确认收入的模式，故在开发成本中核算；工程施工为代建项目投入。截至 2017 年底，公司拥有土地使用权账面价值为 28.48 亿元，其中用于抵押的土地账面价值 22.64 亿元。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 2.00 亿元，较年初增长 5.26%，全部为理财产品。

总体看，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，流动资产中存货占比大，且部分土地使用权进行了抵押，整体看，公司资产质量一般、流动性偏弱。

3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 52.74%。截至 2017 年底，公司负债总额 72.09 亿元，较年初增长 5.43%，主要系长期借款和一年内到期的非流动负债的增长所致。其中，流动负债占 14.14%，非流动负债占 85.86%。

2015~2017 年，公司流动负债波动中有所下降，年均复合下降 5.23%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 10.20 亿元，较年初增长 9.44%，主要系一年内到期的非流动负债的快速增长所致。从构成看，公司流动负债主要以一年内到期的非流动负债（占比 77.98%）为主。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 113.44%，截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 7.95 亿元，较年初增长 210.55%，主要系将一年内到期的长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。

2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 77.94%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 61.89 亿元，较年初增长 4.80%，主要系长期借款增长所致。从构成看，长期借款占 90.97%，长期应付款占 9.03%。

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 110.89%，截至 2017 年底，公司长期借款 56.30 亿元，较年初增长 7.92%，包括质押借款 9.90 亿元、抵押借款 23.21 亿元和保证借款 23.19 亿元。其中，质押借款的质押物为仪征市众城建设开发有限公司 39%的股权；抵押借款的抵押物全部为土地使用权。

2015~2017 年，公司长期应付款有所下降，年均复合下降 9.93%，截至 2017 年底，公司长期应付款 5.59 亿元，较年初下降 18.87%，主要系偿付昆山中盛盛世壹号投资中心（有限合伙）款项所致。公司长期应付款债权单位为 2015 年成立的合伙基金，其中，中银资产管理有限公司作为优先级有限合伙人出资 6.00 亿元；扬州（仪征）汽车工业园管理委员会作为劣后级有限合伙人出资 8,890.00 万元；昆山中盛财富资产管理有限公司作为普通合伙人出资 1.00 万元共同投资并经由昆山中盛盛世壹号投资中心（有限合伙），合伙企业向公司投资 6.89 亿元，用于投资扬州（仪征）汽车工业园 100 万台发动机及汽车零部件企业配套基础设施建设项目，投资期限为 48 个月，计入长期债务核算。

债务负担方面，2015~2017 年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长 62.67%。截至 2017 年底，公司全部债务 69.84 亿元，较年初增长 12.25%，其中，长期债务占 88.62%，短期债务占 11.38%。

从债务指标来看，2015~2017 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈上升趋势，截至 2017 年底分别为 54.63%、53.84%和 50.83%。

总体看，公司债务规模快速增长，但债务负担处于适中水平。

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长7.81%。截至2017年底，公司所有者权益59.88亿元，较年初增长3.15%，主要由实收资本（占15.03%）、资本公积（占56.53%）和少数股东权益（占14.35%）构成。

2015~2017年，公司实收资本保持稳定，三年均为9.00亿元。

2015~2017年，公司资本公积有所下降，年均复合下降5.04%，截至2017年底，公司资本公积33.85亿元，较2016年底无变化。2016年资本公积下降的原因：①子公司仪征市众城市建设开发有限公司增加注册资本10亿元，由仪征市汽车工业园投资发展服务中心出资4.90亿元、兴业财富资产管理有限公司出资0.10亿元，使得公司持股比例由100.00%至60.00%，在未丧失控制权的情况下，合并层面资本公积减少3.59亿元；②根据仪国资【2017】3号文件将仪征市黎明大酒店股权无偿划转给西园实业发展有限公司，冲减资本公积，使资本公积减少958.20万元。

截至2017年底，公司少数股东权益8.59亿元，保持相对稳定。

总体看，公司所有者权益稳定增长，实收资本和资本公积占比高，稳定性较好。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入有所波动，年均复合下降2.40%。2017年公司营业收入6.84亿元，同比下降12.77%，主要系基础设施建设收入下降所致。

2015~2017年，公司营业成本有所波动，年均复合下降2.17%，2017年为5.88亿元，同比下降12.51%。2015~2017年，公司营业利润率分别为13.57%、9.68%和12.64%。

近三年，公司期间费用占营业收入的比重波动下降，分别为3.47%、4.15%和1.58%。

2015~2016年，公司营业外收入分别为1.33亿元和2.05亿元，大部分来自政府补助；2017年，根据新的会计准则，政府补助计入其他收益科目，为1.30亿元。2015~2017年，公司利润总额分别为2.07亿元、1.73亿元和2.03亿元。公司利润总额对政府补贴收入依赖性大。

从盈利指标看，2015~2017年，公司总资产收益率和净资产收益率均波动下降，2017年分别为3.97%和3.05%，公司盈利能力较弱。

总体看，公司收入规模有所下降；利润总额对政府补助依赖程度高，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入快速下降，年均复合下降41.19%，分别为51.08亿元、28.63亿元和17.66亿元。2015~2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为0.14亿元、1.36亿元和0.72亿元，呈现波动增长的态势，主要包括基础设施建设项目回款。2015~2017年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为50.94亿元、27.27亿元和16.95亿元，主要为往来款。2015~2017年，公司经营活动现金流出量分别为59.36亿元、52.29亿元和25.44亿元，主要包括购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-8.28亿元、-23.66亿元和-7.77亿元。2015~2017年，现金收入比分别为2.01%、17.37%和10.49%，收现质量差。

投资活动方面，公司投资活动现金流入规模较小，2017年，公司收到其他与投资活动有关的现金1.10亿元，为赎回建设银行的理财产品。2015~2017年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.10亿元、-2.15亿元和1.02亿元。

筹资活动方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入量波动中有所下降，三年分别为16.53

亿元、53.65 亿元和 12.40 亿元，主要包括吸收投资收到的现金、取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金。2015 年，公司收到其他与筹资活动有关的现金 6.89 亿元，为 100 万台发动机及汽车零部件企业配套基础设施建设项目资金。2016 年，公司吸收投资收到的现金为 5.00 亿元，主要为公司子公司仪征市众城建设开发有限公司少数股东增资。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出分别为 7.47 亿元、11.27 亿元和 6.91 亿元，主要以偿还债务支付的现金和分配股利、利润和偿还利息支付的现金。2015 年，支付其他与筹资活动有关的现金为 1.54 亿元，为中国农业银行借款质押金。2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 9.07 亿元、42.38 亿元和 5.49 亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流入量主要以往来款的流入为主，收现质量较差；经营活动和投资活动所需资金主要通过筹资活动来满足。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015~2017 年底，公司流动比率和速动比率均呈波动上升的趋势，2017 年分别为 12.80 倍和 2.22 倍。2017 年，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 2.43 倍。公司短期偿债压力一般。

从长期偿债指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 2.24 亿元、2.00 亿元和 2.15 亿元，呈波动下降态势。公司 2017 年 EBITDA 主要由利润总额（占 94.44%）、折旧（占 3.94%）以及摊销（占 1.62%）构成。2015~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.08 倍、0.03 倍和 0.03 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力弱；2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.38 倍、1.17 倍和 0.65 倍，逐年下降，EBITDA 对利息的保障能力一般。公司长期偿债能力一般。

截至2018年3月底，公司共获得各金融机构授信总额68.65亿元，剩余额度为4.40亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2017 年底，公司对外担保合计 9.97 亿元，担保比率为 16.65%，担保对象为仪征市土地储备开发中心、仪征市汽车工业园投资发展服务中心等，均为事业单位或国有企业。总体看，公司担保比率较低，或有负债风险可控。

表6 截至2017年底公司对外担保明细（单位：万元）

被担保公司	担保金额	担保期限
仪征市汽车工业园投资发展服务中心	24,800.00	7 年
仪征市土地储备中心	24,700.00	5 年
仪征市双晨土地投资开发有限公司	42,000.00	2 年
扬州化工产业投资发展有限公司	8,240.00	--
合计	99,740.00	--

资料来源：企业提供

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1032108100117170J），截至 2018 年 6 月 4 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，信用记录良好。

总体看，基于对公司自身经营和财务状况，以及仪征市区域经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到仪征市政府在资金注入、股权划转和财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行额度为 9.50 亿元，占 2017 年底公司全部债务的 13.60%，本期债券的发行对公司现有债务具有一定影响。

截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.63%、53.84%和 50.83%，若不考虑其他因素，本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 57.67%、56.99%和 54.39%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2015~2017年，公司EBITDA分别为2.24亿元、2.00亿元和2.15亿元，为本期债券拟发行规模的0.24倍、0.21倍和0.23倍，EBITDA对本期债券保障程度较弱。2015~2017年，公司经营活动的现金流入量分别为51.08亿元、28.63亿元和17.66亿元，分别为本期债券拟发行规模的5.38倍、3.01倍和1.86倍，对本期债券的保障程度尚可。

本期债券设置分期还款安排，在债券存续期的第3至第7个计息年度末，分别按照债券发行总额20%的比例偿还本金。根据分期还款安排，本期债券发行后第3~7个计息年度末，每年需偿还债券本金1.90亿元。2017年公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为17.66亿元和2.15亿元，分别为每年需还款额1.90亿元的9.29倍和1.13倍，经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金的保障能力较好。

总体看，近三年，公司 EBITDA 对本期债券保障能力较弱，经营活动现金流入量保障程度尚可。考虑到本期债券设置分期等额偿还条款，有效提升了本期债券的安全性。

3. 募投项目收益偿债能力分析

本期债券募集资金 9.50 亿元，其中 6.08 亿元用于仪征市汽车产业园（一期）项目，3.42 亿元用于补充营运资金。

本期债券还本付息的资金来源是汽车产业科技研发用房、展示用房、公共服务用房、配套管理服务用房和地下车位的出租和出售收入，以及配套职工公寓的出租收入，以及项目专项营业配套资金。收入测算依据为同区域内同等性质的房屋价格或者房屋租赁价格（通过网上公开资料获取）。本期债券存续期内募投项目预计将产生项目总收入 15.92 亿元。存续期内募投项目扣除相关费用后的收益总额（14.67 亿元）为本期债券发行额度的 1.54 倍。募投项目预期收益规模受项目出租和销售市场的影响，未来实现收益情况可能存在一定不确定性。

九、担保方分析

1. 主体概况

江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）原名为江苏省信用再担保有限公司，2017 年 1 月更名为现名。江苏再担保成立于 2009 年 12 月，是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业；初始注册资本 31.00 亿元，随着资本金的逐步到位、增资扩股的实施，2017 年末股本增至 57.34 亿元。江苏再担保股东主要为地方各级政府，第一大股东为江苏省人民政府，持股比例为 33.73%。江苏省国有资产监督管理委员会（以下简称“江苏省国资委”）代表省政府履行出资人职责，江苏再担保控股股东及实际控制人为江苏省人民政府，主管部门为江苏省金融工作办公室（以下简称“省金融办”）。2018 年，江苏再担保进行了资本公积及未分配利

润转增股本，截至 2018 年 9 月末，江苏再担保实收资本为 63.08 亿元，前五大股东及其持股比例见表 7。

表 7 前五大股东及持股比例（单位：%）

股东名称	持股比例
江苏省人民政府	33.73
江苏省国信资产管理集团有限公司	6.98
江苏国经控股集团集团有限公司	5.23
常州市新北区人民政府	5.23
启东国有资产投资控股有限公司	5.23
合计	56.40

数据来源：江苏再担保提供资料

截至 2017 年末，江苏再担保合并口径资产总额 122.24 亿元，负债总额 50.51 亿元，所有者权益 71.73 亿元。2017 年，江苏再担保实现营业收入 11.26 亿元，其中再担保业务收入 0.44 亿元，直保业务收入 5.08 亿元，贷款利息收入 3.17 亿元，融资租赁业务收入 2.04 亿元；实现净利润 3.19 亿元。

截至 2018 年 9 月末，江苏再担保合并口径资产总额 127.18 亿元，负债总额 51.68 亿元，所有者权益 75.50 亿元。2018 年 1~9 月，江苏再担保实现营业收入 8.91 亿元，其中再担保业务收入 0.43 亿元，直保业务收入 3.72 亿元，贷款利息收入 3.01 亿元，融资租赁业务收入 1.02 亿元；实现净利润 3.86 亿元。

江苏再担保注册地址：南京市建邺区江东中路 311 号中泰广场 16 楼

法定代表人：张乐夫

2. 经营分析

江苏再担保成立于 2009 年 12 月，成立目的是建立江苏省再担保体系，充分发挥再担保资金的引导放大作用，加大对中小企业的信贷支持，解决中小企业融资难、贷款难问题，促进江苏省中小企业发展。截至 2018 年 9 月末，江苏再担保实收资本为 63.08 亿元，在已成立的省级再担保公司中，江苏再担保资本规模位居前列，具备较强的担保能力和抵御风险能力。

近年来，江苏再担保积极与银行进行沟通，协商战略合作方式和手段，争取授信空间，为担保业务的开展奠定了良好基础。目前江苏再担保已与江苏银行总行、国家开发银行江苏省分行、工商银行江苏省分行、中国银行江苏省分行等多家银行开展合作。在江苏再担保与银行的战略合作框架下，合作担保公司能享受到银行给予的担保倍数放大至实收资本的 10 倍、免收保证金、享受优惠利率等方面的政策，同时个别银行与江苏再担保达成风险分担的协议。此外，在主办机构和承办机构的再担保业务模式下，江苏再担保与省内多家担保机构建立了合作关系，基本建立起覆盖全省的再担保网络体系，较好地促进了各地担保机构的发展。

江苏再担保开展的业务包括直保业务和再担保业务。近年来，江苏再担保直保业务保持快速增长，在保余额持续增加；但受宏观经济增速放缓影响，再担保体系内部分担保机构受到冲击，再担保业务规模有所收缩。截至 2017 年末，江苏再担保担保责任余额为 633.53 亿元，其中直保责任余额和再担保责任余额分别占江苏再担保担保责任余额的 72.87%和 27.13%。

（1）再担保业务

江苏再担保于 2010 年起开展再担保业务，并引入地方政府参股，目前在江苏省内 12 个地级市

均设立有分公司。江苏再担保将纳入再担保体系中的担保机构划分为主办、承办、专办、特办四种，分别采取相应的合作模式开展再担保业务。主办是基于江苏再担保对担保机构进行综合评价后，将资质条件好、历史运营情况良好、财务状况和风险控制能力强的担保机构确定为主办机构。江苏再担保与该类担保机构签订主办机构再担保合同。按照合同规定，主办机构在合同期内的担保业务均纳入江苏再担保再担保业务范围；合同对主办机构承担的代偿责任比例、再担保费率水平做了明确规定。江苏再担保对主办机构的再担保费率相对较低，约为万分之七。专办是主办方式的一种延伸，是指针对某一银行或中介机构，江苏再担保对其客户给予整体再担保。特办是指在某一特殊领域或与政府合作的项目。目前特办项目均为江苏再担保为大学生村官创业项目提供的再担保。除以上方式外，江苏再担保将其余纳入再担保体系的担保机构确认为承办机构，与其签订承办机构再担保合同。在合同期内，承办机构按项目逐笔提交江苏再担保，经核准后，纳入江苏再担保再担保业务。承办类再担保业务的担保费率相对较高。

江苏再担保再担保业务模式包括风险补偿模式和风险分担模式。风险补偿模式下，江苏再担保仅设定再担保承保项目条件，由担保公司独立开展业务，并将设定代偿上限为担保费用的 1.2 倍，有效降低了江苏再担保的代偿风险。近年来，江苏再担保积极推进风险分担模式，即在省财政再担保风险补偿资金的支持下，对于符合国家产业政策和行业重点支持方向的小微企业，由银行发放贷款，政策性担保机构提供担保，江苏再担保提供再担保。对项目出现的实质性风险，由江苏再担保（含省级财政再担保风险补偿资金）、地方政府、银行以及政策性担保机构进行四方风险分担。2017 年，江苏再担保风险补偿模式和风险分担模式当期担保发生额分别为 701.62 亿元和 21.05 亿元。

近年来，江苏再担保采取更为严格的审查制度，合作担保机构以江苏省内市县级国有担保机构为主，同时优化信用资源投向，拓展战略新兴、绿色发展、扶贫支农、创业孵化等产业领域担保业务。但受宏观经济增速放缓以及部分地区担保机构业务去平台化影响，再担保体系内部分担保机构受到冲击，部分再担保业务目前不再承接新项目。整体看，江苏再担保再担保业务规模有所收缩。截至 2017 年末，江苏再担保再担保余额 584.60 亿元，再担保责任余额 171.90 亿元。

2018 年以来，江苏再担保持续推进再担保体系建设，坚持支持中小微企业和地方经济发展的政策导向，积极与政府、银行、担保机构合作研发专项支持科技、文化等领域的金融产品，实现再担保业务持续发展。截至 2018 年 9 月末，江苏再担保再担保余额 654.14 亿元，再担保责任余额 163.78 亿元。

总体看，受经济形势下行及国家加大对地方政府融资行为约束影响，江苏再担保再担保业务规模有所收缩。未来随着再担保体系构建以及与政府、银行和担保机构的风险分担合作模式的稳步推进，江苏再担保再担保业务有望实现进一步发展。

（2）直保业务

目前江苏再担保开展的直保业务以融资担保业务为主，包括贷款担保、债券担保和少量信托、融资租赁及资产管理计划等其他担保业务。近年来，江苏再担保直保业务快速增长，2017 年末直保责任余额为 461.63 亿元。

债券担保为融资担保业务的主要品种，担保对象主要为地方政府投融资平台公开发行的城投债，债券担保费率水平约为 0.6%~0.8%。近年来，随着江苏省内城投债发行规模的增长，债券增信需求持续上升，债券担保规模快速增加。截至 2017 年末，债券担保责任余额为 362.80 亿元，占融资担保责任余额的 79.42%。

贷款担保以中长期大额项目贷款为主，单笔贷款金额一般在 1~5 亿元，贷款担保费率水平约为

1.5%~1.8%。近年来，江苏再担保稳步推进中小微企业服务体系和地方征信体系建设，中小微贷款担保业务稳步发展。另一方面，受经济形势下行及规范地方政府融资行为政策影响，担保客户融资需求下降，银行贷款审核标准趋严，存量业务风险暴露有所上升，江苏再担保加强业务风险排查，整体贷款担保业务规模有所收缩。截至 2017 年末，江苏再担保贷款担保责任余额为 86.38 亿元，占融资担保责任余额的 18.91%。

2018 年以来，随着地方政府债务约束加强，政府平台类项目风险持续加大，江苏再担保直保业务发展面临一定压力。为此，江苏再担保调整业务发展策略，重点围绕江苏省内科技创新企业、区域支柱企业及其上下游产业链，开发全流程、标准化、高效率的线上线下联动的中小微企业融资担保产品，中小微贷款担保业务持续发展，政府平台类债券担保业务规模有所压缩。截至 2018 年 9 月末，江苏再担保直保责任余额为 449.57 亿元，较上年末有所下降；其中债券担保和贷款担保分别占融资性担保责任余额的 76.76%和 23.16%。

总体看，江苏再担保重点发展以城投债为代表的债券担保业务，同时推动担保业务由大额直保向分散小微转变，直保业务保持快速发展。但江苏再担保客户以地方政府融资平台为主，随着国家对于地方债务约束加强，平台类项目风险持续加大，未来江苏再担保直保业务发展面临一定压力。

（3）主要子公司业务

江苏再担保目前拥有 8 家全资子公司以及 5 家控股子公司。

2010 年 7 月，江苏省信用担保有限责任公司（以下简称“江苏信用担保”）在剥离原担保业务后作价 3.00 亿元作为江苏省国信资产管理集团有限公司对江苏再担保的第二期出资，成为江苏再担保全资子公司，主要开展中小企业融资担保业务。江苏信用担保制定了《直接融资担保业务管理办法》，就担保企业准入条件、立项与尽职调查、项目审批、办理、保后管理、担保责任解除等内容进行了明确规定。但另一方面，江苏信用担保的直接担保业务处于初始发展阶段，相关配套制度有待进一步完善。

江苏省再保融资租赁有限公司（以下简称“融资租赁公司”）成立于 2010 年 11 月，是江苏再担保为进一步拓宽经营服务范围、服务中小企业而设立的一家中外合资融资租赁企业，注册资本为 4.28 亿元人民币，江苏再担保持股比例为 59.81%。目前融资租赁公司主要开展直接租赁和售后回租，并根据客户需求提供委托租赁、杠杆租赁等业务。融资租赁公司的客户以省内地方政府融资平台为主，另有少量省内学校和省外公立医院，其资金主要投向基础设施及建筑类企业。截至 2017 年末，融资租赁公司的应收融资租赁款余额 36.85 亿元，其中不良融资租赁款余额 1.92 亿元。

南京市再保科技小额贷款有限公司（以下简称“科技小贷公司”）成立于 2011 年 2 月，注册资本 3.73 亿元，是以支持科技型中小企业发展为目的，由江苏再担保作为主发起人，联合江苏高科技投资集团等多家国企和民营股东共同组建的南京市首家科技小额贷款公司，江苏再担保持股比例 53.62%。科技小贷公司主要从事中小企业贷款业务、科技型企业股权投资业务、融资性担保业务、金融机构业务代理等业务。截至 2017 年末，科技小贷公司贷款总额为 8.62 亿元，不良贷款率为 2.92%。

3. 风险管理分析

（1）再担保业务

江苏再担保基本搭建起由经营风险评估委员会（以下简称“评估委员会”）、风险评估小组、再担保业务部组成的再担保业务风险管理架构。江苏再担保评估委员会由江苏再担保高管组成；风险评估小组成员由分管风险领导及再担保业务部、风险控制部、资产经营部、计划财务部负责人组

成。评估委员会负责审批风险评估小组审批权限以上的项目。江苏再担保评审会采用集体审议、投票表决的方式进行，2/3 以上评估委员通过的项目视其通过。董事长具有一票否决权。

结合再担保业务合作模式，江苏再担保初步形成包括担保机构准入、再担保业务审查、审批、保后管理、代偿及追偿等环节的再担保业务风险管理体系。

再担保体系准入政策

江苏再担保借助江苏省金融办对省内金融资源的配置能力，由要求加入江苏再担保再担保体系的担保机构自主提出申请，经所在地金融办或主管部门审核后向江苏再担保推荐。江苏再担保根据再担保业务的风险特点，主要从担保公司基本情况、业务经营情况、财务状况、代偿及损失情况等多项指标对担保公司进行百分制打分，审核其是否满足进入再担保体系的相关要求。进入再担保体系的担保机构由省金融办最终认定并对外公布。江苏再担保与担保机构的合同有效期为一年，江苏再担保每年对合作担保机构进行跟踪评价，确认或调整合作类型，确保合作担保机构具备相应的合作资格。

再担保业务风险控制

江苏再担保通过再担保合作合同约定约束合作担保机构，从业务政策导向、业务风险控制、反担保措施、担保业务集中度等方面进行控制；同时约束所有再担保项目，要求被担保企业的资产负债比例合理，有较强还款能力；有适当的反担保措施，抵（质）押物具有变现能力；提供反担保的企业不能是被担保企业的关联企业等。

江苏再担保每季度对主、承办担保机构进行一次非现场跟踪；每半年进行一次现场调查跟踪，以控制再担保业务的风险。同时，江苏再担保对于与主、承办机构合作的再担保项目，实行限额管理。对于主办机构，全部实行备案制管理；对于承办机构，单笔再担保金额在 1,000 万元（含）以下的项目，由分公司负责审查、核实项目资料、反担保条件、还款来源等，再担保一部审核同意，并送风险管理部备案；单笔金额在 1,000 万元以上的再担保项目实行评审制，由风险评估小组进行评审，江苏再担保领导进行最后审批。

针对再担保体系出现的风险，江苏再担保对体系中从事高风险行业的担保机构，特别是从事钢贸类担保业务的担保机构进行排查、梳理，及时中止与再担保合作。同时，江苏再担保结合省经信委担保机构年检结果，加强合作担保机构的动态管理，及时清退不合规的担保机构。

再担保业务代偿与追偿

江苏再担保通过再担保合作合同明确再担保业务出险时的代偿顺序及追偿方式等内容，同时，再担保合同内设有免责条款，当担保机构出现免责条款内行为时，若发生风险，江苏再担保不予代偿。当再担保项目出现代偿时，先由担保机构全额代偿；江苏再担保通过现场调查和审核，确认属于再担保保证责任范围的，以担保公司缴纳的再担保费余额为限向担保机构支付首期代偿资金；代偿项目处置结束并确认最终损失后，再确定江苏再担保应承担的代偿金额。再担保代偿后，双方共同对债务人进行追偿，分配追偿所得。再担保代偿项目由风险管理部进行现场调查，形成代偿与追偿意见后，报江苏再担保经营决策委员会评审决策，并由其负责审查代偿项目的抵债资产处置办法、确认代偿项目资产呆账核销。

（2）贷款担保业务

对于所有非金融直保业务，项目的接洽、尽职调查、保后管理、代偿等均由各分公司负责，总公司再担保业务部负责项目的初审、综合管理、数据统计等。针对不同业务，江苏再担保采用不同等级的授权审批制。对于有财政承诺兜底的大额直保、统贷统保、体系联保项目，担保责任金额在 1 亿元（含）以下项目，由风险评估小组进行审批，报江苏再担保领导签批；1~3 亿元（含）项目，

由风险评估小组、风险评估委员会两层审核，报江苏再担保领导签批；3 亿元以上项目，在风险评估小组、风险评估委员会两层审核通过后，需报经营决策委员会再审核，最后由江苏再担保领导签批。对于没有财政兜底的项目，各层审批权限依次下降为担保责任金额在 5,000 万元（含）以下项目、5,000 万元~1 亿元（含）项目、1 亿元以上项目。小贷公司贷款担保项目审批权参照无财政兜底大额直保项目进行审批。

对于小贷公司担保对象，江苏再担保要求其成立时间不得少于三个月；注册资本在 5,000 万元以上；小贷公司已发放的贷款占实收资本的比例不低于 80%；单户贷款余额不超资本金的 10%；前五大客户累计贷款余额不超过已发放贷款余额的 30%；实际负债不超过资本金的 100%、或有负债不超过 300%；不良贷款率不超过 2%；融资贷款银行不超过两家等。小贷公司反担保措施主要为实物资产抵押、大股东反担保、经营层反担保、股权质押以及实际用款企业反担保等多种措施。

江苏再担保在保项目的保后跟踪由分公司项目经办人负责。在承担保证责任之日起的30日内项目经办人进行首次保后检查；首次检查后，每90日进行一次现场检查，掌握企业的经营状况和资金运用情况。保后检查结束后，项目经办人需填写《保后管理记录》，并确认是否存在风险预警信号。分公司风险管理部人员负责在保期间抵（质）押物及相关凭证的按期检查及保管。

（3）金融直保业务

目前，江苏再担保开展的金融直保业务主要是资本市场的中小企业集合类债券、票据和企业债担保等。江苏再担保参照非金融直保业务流程管理此类业务，不断完善业务部门、风险管理部及评审委员会三个层次的风险控制体系：由相应业务部门或分公司负责对申请单位的资信状况进行调查评估，风险管理部负责对担保项目进行复核并出具复核意见，项目评审委员会负责对担保项目进行评审。对于子公司承保的业务，在子公司授权额度内，由子公司全权负责风险控制，江苏再担保不再介入具体管理环节；超出子公司授权额度的项目，由江苏再担保项目评审委员会负责相应评审工作。针对业务的结构化风险、特别是政府融资平台业务权重大的风险，江苏再担保进行逐笔统计工作，建立业务数据库，每季度提交《公司直保业务结构化风险分析报告》，并撰写《关于目前政府融资主体授信的风险分析及工作提示》。

总体看，江苏再担保处于成长期，各项担保业务快速发展。江苏再担保采取的担保业务模式及目前已建立的较广泛的担保体系有助于业务的快速增长。相应地，江苏再担保的风险管理体系需进一步细化，风险管理能力仍需加强，以匹配业务的快速发展。

4. 担保业务组合分析

（1）再担保业务

从行业集中情况来看，再担保业务主要投向工业，农、林、牧、渔业，建筑业，批发业以及租赁和商务服务业等行业，2017 年末第一大行业工业担保余额占比 42.90%，上述前五大行业担保余额合计占比 72.80%。从客户集中情况来看，2017 年末再担保业务最大五家客户担保责任余额合计 39.67 亿元，相当于母公司净资产的 63.63%，其中最大一家客户担保责任余额相当于母公司净资产的 15.56%。上述五大客户多为江苏省内资本实力较强的专业担保公司，且均为再担保业务的主办机构，江苏再担保承担的责任比例均在 50%（含）以内。整体看，再担保业务存在一定的客户和行业集中风险。

（2）直保业务

直保业务主要面向江苏省内政府投融资平台和中小微企业，以中长期平台类项目为主，参与项目包括保障性住房、市政基础设施建设及土地开发等，担保业务的客户集中度较高。前五大客户担

保均为江苏省内市县级政府融资平台发行的企业债，单笔金额较大。截至 2017 年末，直保业务单一最大客户担保责任余额为 20.00 亿元，相当于母公司净资产的 32.08%；前五大客户担保责任余额 84.00 亿元，相当于母公司净资产的 1.35 倍。整体看，直保业务存在较大的客户集中风险。

近年来，受经济形势下行及地方政府平台融资政策趋严影响，江苏再担保部分在保项目面临政府部门要求撤回或废止已出具政府信用支持性文件的压力，且新增项目反担保措施多为平台信用、土地抵押、应收账款质押等，存在反担保能力偏弱、土地处置变现困难、应收账款不能确权以及账期和项目周期不匹配等问题，政府平台类业务信用风险加大。为此，江苏再担保加强在保项目风险排查，根据项目进展将项目分为已发行在保、已报国家主管部门、已报省级主管部门等类别，综合评估政府撤函后的还款能力，并根据风险敞口要求增加抵质押物及第三方信用反担保等措施；新项目准入方面，关注重点从地方财力转至平台自身实力，综合考虑市场、客群、利润和杠杆等因素，同时对项目区域进行总量控制，避免区域过度集中；集团管控方面，加强对分公司和子公司动态监测，要求每季度上报风险数据和代偿逾期等预警情况，不断完善集团化风险管控体系。整体看，目前江苏再担保直保业务信用风险可控。

（3）担保业务代偿情况

担保代偿项目主要为生产制造、服务贸易行业的中小企业贷款担保，另有部分中小企业集合债担保项目。受经济环境下行影响，部分中小企业出现产品及服务销售情况不佳、下游回款缓慢的情况，经营状况及现金流出现问题，江苏再担保代偿风险上升。为此，江苏再担保加大对担保项目审核力度，严格限制与小贷公司合作，同时加强保后跟踪及抵押物监管措施，代偿风险整体可控。截至 2017 年末，江苏再担保应收代偿款余额 4.11 亿元；江苏再担保本部 2017 年担保代偿额为 0.76 亿元，担保代偿率为 0.73%。江苏再担保反担保措施包括出让性质的国有土地使用权抵押、应收账款质押、房产抵押、收费权质押以及第三方保证、股权质押等。江苏再担保对担保代偿项目主要采取诉讼手段保全有效资产、破产债权申报及债券转让等措施进行追偿，对于无财产可供执行案件提交不良资产处置小组决议进行核销。江苏再担保大部分代偿款项已向法院提起诉讼并对债务人的有效资产进行了保全，但由于代偿项目多为历史遗留项目，涉及案件众多，且代偿时间较长，执行程序中不可控因素较多，未来追偿情况存在一定不确定性。江苏再担保本部 2017 年代偿回收额为 0.11 亿元，当年担保代偿回收率为 14.19%。

2018 年以来，江苏再担保加强预防和化解项目风险，同时争取成立省级担保基金，进一步分散融资担保业务的流动性风险和业务代偿风险，江苏再担保代偿情况总体保持稳定。2018 年 1~9 月，江苏再担保本部当期担保代偿金额 0.03 亿元。江苏再担保加强存量风险项目催收力度，定期召开风险处置会议对处置难点及后续处置计划进行研究，积极沟通法院推进司法进程。截至 2018 年 9 月末，江苏再担保本部累计代偿回收额为 0.25 亿元。

总体看，江苏再担保搭建了较为有效的担保业务体系，业务管理制度及风险管理体系不断健全和完善，为担保业务的发展奠定基础；目前江苏再担保正推进风险分担再担保体系建设，未来有望通过风险分担业务模式及风险补偿资金池进一步降低业务风险。另一方面，受经济形势下行、地方债务约束加强以及融资担保监管政策趋严影响，江苏再担保平台类业务风险加大，客户及行业集中度较高；中小企业经营压力加大使担保代偿风险上升，需持续关注后续回收情况。

5. 财务分析

江苏再担保提供了 2015~2017 年和 2018 年三季度合并财务报表，其中 2015~2016 年合并财务报表经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2017 年财务报表经中兴华会计师事务所（特

殊普通合伙）审计，审计意见均为标准无保留意见；2018 年三季度财务报表未经审计。截至 2018 年 9 月末，江苏再担保纳入合并报表范围的子公司合计 13 家（见表 8）。

表 8 江苏再担保主要子公司情况（单位：亿元、%）

名称	注册 资本	持股 比例	并表 时间
江苏省信用担保有限责任公司	6.00	100.00	2010 年
江苏省信用再担保集团投资有限公司	1.00	100.00	2010 年
江苏省再保融资租赁有限公司	4.28	59.81	2010 年
南京市再保科技小额贷款有限公司	3.73	53.62	2011 年
江苏再保典当有限公司	1.19	73.59	2011 年
江苏再保资产管理有限公司	4.95	100.00	2012 年
江苏武进信用再担保有限公司	3.00	100.00	2013 年
江苏再保创业投资有限公司	0.30	100.00	2012 年
江苏再保金融信息服务股份有限公司	0.21	85.71	2015 年
江苏常州高新信用担保有限公司	3.00	100.00	2015 年
江苏再保南通信用担保有限公司	2.00	100.00	2016 年
江苏扬州信用担保有限公司	4.00	100.00	2016 年
常州市再保科技小额贷款有限公司	1.00	50.94	2017 年

数据来源：公司提供

（1）资本结构

江苏再担保主要通过增资扩股和利润留存补充资本；2016 年江苏再担保以货币出资和股权划转的方式增资，共募集资金 12.11 亿元，其中股本增加 10.85 亿元。截至 2017 年末，江苏再担保所有者权益合计 71.73 亿元，其中股本 57.34 亿元，未分配利润 4.80 亿元，少数股东权益 5.16 亿元。

2017 年以来，江苏再担保负债规模保持增长，主要是由于担保业务准备金、银行借款及应付债券增加所致。截至 2017 年末，江苏再担保负债总额 50.51 亿元，主要由银行借款、担保业务准备金及应付债券构成；资产负债率为 41.32%，扣除担保赔偿准备金和未到期责任准备金后的资产负债率为 29.25%，实际负债率不高。

银行借款是江苏再担保最主要的负债来源，借款对象为国有大型银行、股份制商业银行和城市商业银行等。2017 年以来，随着业务规模的增长，江苏再担保融资需求扩大，银行借款余额持续上升。截至 2017 年末，江苏再担保银行借款余额 21.41 亿元，占负债总额的 42.38%。从借款期限来看，江苏再担保银行借款以长期借款为主，2017 年末长期借款（含一年内到期的长期借款）余额占全部银行借款余额的 76.98%。从担保方式来看，江苏再担保信用借款、抵押借款和保证借款占比分别为 58.26%、20.05%和 21.69%。

江苏再担保再担保业务和直保业务（不包括票据担保）按照期末未到期责任余额的 1%提取担保赔偿准备，按当年保费收入的 50%差额计提未到期责任准备金。截至 2017 年末，江苏再担保担保赔偿准备金余额 11.88 亿元，未到期责任准备金余额 2.87 亿元，上述两项准备金余额合计负债总额的 29.21%。

2017 年 10 月，江苏再担保在上海证券交易所发行公司债券以补充资金，进一步拓宽融资渠道。2017 年末江苏再担保应付债券余额 5.00 亿元，为公开发行期限为 5 年期的固定利率债券，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回收选择权。

江苏再担保保证金包括融资租赁业务保证金以及担保业务保证金。截至 2017 年末，江苏再担保

保证金余额 3.96 亿元，占负债总额的 7.85%，其中融资租赁保证金余额 3.61 亿元。

2018 年前三季度，江苏再担保负债规模基本保持稳定；所有者权益受利润留存影响呈增长趋势，并将 2.27 亿元资本公积和 3.46 亿元未分配利润转增至股本。截至 2018 年 9 月末，江苏再担保所有者权益 75.50 亿元；负债总额 51.68 亿元，资产负债率为 40.64%，扣除担保赔偿准备金和未到期责任准备金后的资产负债率为 28.53%，债务水平较为稳定。

总体看，随着增资扩股完成及盈利增加，江苏再担保资本实力不断增强；负债规模持续增长，负债渠道不断拓宽；扣除两项准备金后资产负债率不高，江苏再担保直接债务负担不重。

（2）资产质量

江苏再担保本着审慎的原则运用资金，在确保安全性、流动性的基础上提高资金收益率。2017 年以来，江苏再担保资产规模保持较快增长。2017 年末资产总额 122.24 亿元，主要由货币资金、贷款类资产和投资资产构成。

江苏再担保贷款类资产包括委托贷款、子公司融资租赁公司的应收融资租赁款以及子公司江苏再保典当有限公司（以下简称“再保典当”）和科技小贷公司发放的贷款。2017 年以来，江苏再担保贷款类资产保持较快增长，年末余额为 55.97 亿元，占资产总额的 45.79%。其中，委托贷款余额为 13.84 亿元，贷款期限多为一年，主要投向省内市县级地方政府平台；子公司融资租赁公司应收融资租赁款净额 32.22 亿元，占江苏再担保贷款类资产余额的 57.56%，主要投向基础设施及建筑类企业。截至 2017 年末，子公司再保典当发放贷款及垫款总额为 1.69 亿元，全部为抵质押贷款，其中逾期贷款占比 69.61%，逾期贷款以财产权利质押贷款和房地产抵押贷款为主，风险缓释措施对逾期贷款的清收处置起到一定的保障作用；此类贷款年末减值准备余额 0.23 亿元。截至 2017 年末，子公司科技小贷公司发放短期贷款总额 8.62 亿元，短期贷款减值准备余额 0.17 亿元，年末科技小贷公司发放短期贷款净额 8.45 亿元，占贷款类资产的 15.10%；其中保证贷款占比 93.64%，不良贷款率为 2.92%。

2017 年以来，江苏再担保加大投资力度，投资资产规模整体呈上升趋势。截至 2017 年末，投资资产余额为 28.30 亿元，占资产总额的 23.15%，主要由权益性投资和信托投资构成，另有部分理财产品投资及少量大学生扶持基金投资。截至 2017 年末，信托投资余额 10.37 亿元，占投资资产余额的 36.64%，主要为集合资金信托计划，项目期限集中于 1~3 年，主要投向省内市县级地方政府平台；权益性投资余额 11.98 亿元，占投资资产余额的 42.34%，其中对中国农业银行股票投资余额 4.01 亿元，其余为非上市公司股权投资。

截至 2017 年末，其他类资产合计 14.20 亿元，其中应收代位追偿款余额 4.11 亿元，占资产总额的 3.36%，均有保证金及抵质押等反担保措施，但由于诉讼执行期限较长且执行难度较大，该类款项回收具有一定的不确定性。

2018 年前三季度，资产规模较上年末基本保持稳定。截至 2018 年 9 月末，资产总额为 127.18 亿元，资产结构较 2017 年末基本保持一致。

总体看，江苏再担保贷款类资产及投资资产规模较大，部分贷款客户及信托投资对象为平台企业，在宏观经济增速放缓及政策收紧过程中，平台企业现金流趋紧，政府背书取消带来风险水平上升，且担保代偿金额未来回收具有一定不确定性，对整体资产质量的影响有待观察。

（3）盈利能力

2017 年，营业收入持续增长，2017 年实现营业收入 11.26 亿元。江苏再担保营业收入主要来源于直保业务收入、贷款利息收入和融资租赁业务收入，目前再担保业务对营业收入的贡献度较低；2017 年直保业务收入、贷款利息收入和融资租赁业务收入占营业收入的比重分别为 45.14%、

28.19%和 18.09%。

江苏再担保营业支出主要包括营业成本、提取担保准备金和业务及管理费，2017 年江苏再担保营业支出为 7.72 亿元。其中，营业成本 1.64 亿元，占营业支出的 21.22%，主要为再担保业务及融资租赁业务营业成本；提取担保准备金净额 3.04 亿元，占营业支出的 39.37%，其中提取担保赔偿准备金净额 2.54 亿元，提取未到期责任准备金净额 0.50 亿元；业务及管理费支出 2.42 亿元，占营业支出的 31.32%。

江苏再担保投资收益主要来源于权益性投资，2017 年实现投资收益 0.75 亿元，对江苏再担保收入的贡献度仍较低。

2017 年以来，得益于主营业务的稳步发展，江苏再担保净利润逐年增加。2017 年，江苏再担保实现净利润 3.19 亿元；从收益指标来看，由于宏观经济下行致担保公司竞争压力加大，作为省级政策性再担保机构实行较低担保费率优惠，以及江苏再担保增资扩股等因素影响，盈利水平不高。2017 年江苏再担保平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 2.92%和 4.49%，盈利水平较好。

2018 年前三季度，江苏再担保实现营业收入 8.91 亿元，其中再担保业务收入 0.43 亿元，直保业务收入 3.72 亿元，贷款利息收入 3.01 亿元，融资租赁业务收入 1.02 亿元。

总体看，江苏再担保搭建了以担保公司、融资租赁公司及小贷公司为主的金融集团框架，收入结构趋向多元化，整体盈利能力良好。

（4）资本充足率及代偿能力

江苏再担保面临的风险主要是再担保及担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，江苏再担保将以自有资本承担相应的损失。江苏再担保实际代偿能力主要受江苏再担保的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。在评估江苏再担保可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了江苏再担保的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

从现金流情况来看，江苏再担保经营活动产生的现金流量呈净流出状态，主要是由于委托贷款发放现金净额和信托投资支付现金净额大幅增长所致；由于股权投资力度有所加大，投资活动产生的现金流呈净流出状态；江苏再担保通过增资扩股、银行借款及发行债券筹集资金，筹资活动产生的现金流规模较大，但由于 2017 年偿还债务支付现金增加，筹资活动产生的现金净流入规模有所下降。截至 2017 年末，江苏再担保现金及现金等价物余额为 23.79 亿元，整体现金流较为充裕。

2017 年以来，母公司净资产规模稳步上升；由于委托贷款和对子公司资金拆借增加，净资本规模有所下降。截至 2017 年末，母公司净资本余额 23.64 亿元，净资产余额 62.34 亿元（见附录 2：表 5）；净资本比率为 37.91%，处于较低水平。2017 年以来，随着江苏再担保直保业务余额快速增加，江苏再担保净资产担保倍数和净资本担保倍数均较上年上升，2017 年末江苏再担保净资产担保倍数及净资本担保倍数分别为 10.16 倍和 26.80 倍。

根据江苏再担保担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算江苏再担保在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。截至 2017 年末，江苏再担保净资本覆盖率为 46.35%，较之前年度明显下降，主要是直保业务余额快速增加及净资本规模下降所致。

总体看，江苏再担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期债券的本息偿付的安全性。

十、综合评价

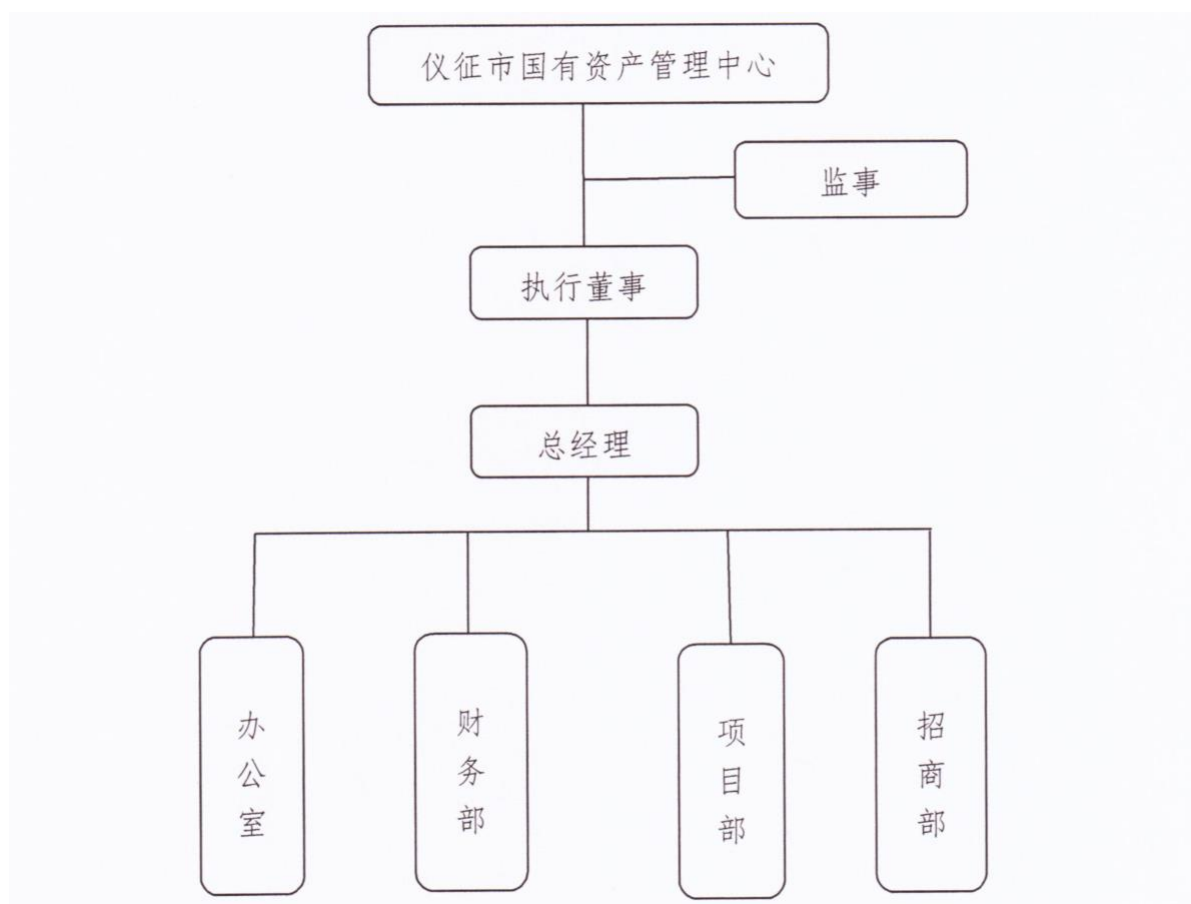
公司作为仪征市重要的基础设施建设主体，区域专营优势明显，并且持续得到地方政府多方面的支持。同时，联合评级也关注到公司有息债务快速上升、盈利能力较弱且利润总额受政府补贴影响大等不利因素对公司经营发展和偿债能力带来的负面影响。

未来，随着仪征市经济和扬州（仪征）汽车工业园不断发展，公司外部发展环境向好。公司将继续以基础设施建设为主业，考虑到在区域内的重要地位，公司发展前景良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券采用分期摊还本金方式，有效降低了集中偿付压力。此外江苏省信用再担保集团有限公司为本期债券提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用水平以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 公司组织架构图



附件 2 公司主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	82.42	126.43	131.97
所有者权益（亿元）	51.52	58.05	59.88
短期债务（亿元）	6.85	3.16	7.95
长期债务（亿元）	19.55	59.06	61.89
全部债务（亿元）	26.39	62.22	69.84
营业收入（亿元）	7.18	7.84	6.84
净利润（亿元）	1.88	1.50	1.83
EBITDA（亿元）	2.24	2.00	2.15
经营性净现金流（亿元）	-8.28	-23.66	-7.77
应收账款周转次数（次）	--	350.76	156.75
存货周转次数（次）	0.09	0.08	0.06
总资产周转次数（次）	0.09	0.08	0.05
现金收入比率（%）	2.01	17.37	10.49
总资本收益率（%）	4.48	3.24	4.12
总资产报酬率（%）	4.48	3.30	4.15
净资产收益率（%）	3.64	2.74	3.10
营业利润率（%）	13.57	9.68	12.64
资产负债率（%）	37.49	54.08	54.63
全部债务资本化比率（%）	33.88	51.73	53.84
长期债务资本化比率（%）	27.51	50.43	50.83
EBITDA 利息倍数（倍）	1.38	1.17	0.65
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.03	0.03
流动比率（倍）	7.05	13.40	12.80
速动比率（倍）	0.83	3.33	2.22
现金短期债务比（倍）	0.80	6.48	2.43
经营现金流动负债比率（%）	-72.92	-253.99	-76.25
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.26	0.21	0.23

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券
+ 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。