

信用等级公告

联合〔2019〕2616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贵公司主体长期信用状况和贵公司拟发行的 2019 年第一期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”

仪征市众鑫建设开发有限公司拟发行的 2019 年第一期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：

二〇一九年七月四日

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>

2019 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

公司主体信用等级：AApi

本期债券信用等级：AAApi

评级展望：稳定

发行规模：5.5 亿元

债券期限：7 年

还本付息方式：按年付息，分期还本

担保方：湖北省担保集团有限责任公司

担保方式：本息全额无条件不可撤销连带责任
保证担保

评级时间：2019 年 12 月 4 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	126.43	131.97	136.24
所有者权益（亿元）	58.05	59.88	65.04
长期债务（亿元）	59.06	61.89	58.83
全部债务（亿元）	62.22	69.84	67.10
营业收入（亿元）	7.84	6.84	9.65
净利润（亿元）	1.50	1.83	1.40
EBITDA（亿元）	2.00	2.15	1.95
经营性净现金流（亿元）	-23.66	-7.77	11.90
营业利润率（%）	9.68	12.64	4.96
净资产收益率（%）	2.74	3.10	2.23
资产负债率（%）	54.08	54.63	52.26
全部债务资本化比率（%）	51.73	53.84	50.78
流动比率（倍）	13.40	12.80	10.90
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.03	0.03
EBITDA 利息倍数（倍）	1.17	0.65	0.54
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.36	0.39	0.35

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将公司长期应付款计入长期债务核算

评级观点

仪征市众鑫建设开发有限公司（以下简称“公司”）作为仪征市重要的基础设施建设主体，主要负责扬州（仪征）汽车工业园基础设施配套工程建设。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对公司的评级反映了其在区域业务专营性及政府支持等方面的优势。同时，联合评级也关注到公司资产流动性较弱、利润总额对政府补贴依赖高以及基建项目未来投资规模较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着仪征市和扬州（仪征）汽车工业园的不断发展，公司作为园区的基础设施建设主体，发展前景良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券设置分期还本条款，有效降低了集中偿付压力。湖北省担保集团有限责任公司（以下简称“湖北省担保”）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到期偿付安全性。

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

优势

1. 近年来，仪征市经济及财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为扬州（仪征）汽车产业园基础设施建设投资运营的唯一主体，业务区域经营优势显著。
3. 公司在资金注入、股权划转、财政补贴和资产注入等方面获得了地方政府的大力支持。
4. 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。
5. 湖北省担保为本期债券提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了本期债券到期偿付安全性。

关注

1. 公司资产中存货占比高，且存货中土地使用权抵押比例较高，公司资产流动性较弱。
2. 公司利润总额对政府补助依赖高。
3. 公司在建及拟建项目投资规模较大，未来融资需求较大，存在一定的资本支出压力。
4. 本期债券募投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，存在一定不确定性。

分析师

尹 丹

电话：010-85172818

邮箱：yind@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@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）

网址：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期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”）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，初始注册资本5.00亿元，全部为货币资金，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”）出资占95.00%，仪征市汽车工业公司出资占5.00%。后经多次增资和股权划转，截至2018年底，公司注册资本及实收资本为9.00亿元，仪征市国有资产管理中心持有公司全部股权，仪征市人民政府为公司实际控制人。

公司经营范围：房地产开发经营；农村建筑工程施工；农村土地平整；实业投资；土地开发；房屋租赁；房屋拆除（爆破除外）；普通货物仓储服务；汽车零部件、钢材销售。（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2018年底，公司本部设办公室、财务部、项目部和招商部等4个职能部门，公司合并范围拥有4家子公司。

截至2018年底，公司合并资产总额136.24亿元，负债合计71.21亿元，所有者权益（含少数股东权益）65.04亿元，其中归属于母公司所有者权益56.34亿元。2018年，公司实现营业收入9.65亿元，净利润（含少数股东损益）1.40亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润1.29亿元；经营活动产生的现金流量净额11.90亿元，现金及现金等价物净增加额-7.78亿元。

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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

公司于2017年获得发改委15亿元公司债券的核准批复，已于2018年发行9.50亿元“18仪征众鑫债01/18众鑫01”，本期公司计划发行2019年第一期仪征市众鑫建设开发有限公司公司债券5.50亿元。本期债券为7年期固定利率债券，每年付息一次。本期债券设分期偿还条款，在债券存续期的第3年至第7年末每年分别偿还本金的20%。

本期债券由湖北省担保集团有限责任公司（以下简称“湖北省担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途及募投项目概况

本期债券募集资金5.5亿元，其中3.52亿元用于仪征市汽车产业园（一期）项目（以下简称“募投项目”）建设、1.98亿元用于补充营运资金，募集资金投资项目情况见下表：

表1 本期债券募集资金使用计划（单位：万元、%）

募集资金用途	项目总投资	拟使用债券募集资金	拟使用债券募集资金占项目总投资比例
仪征市汽车产业园（一期）项目	139,680.95	35,200.00	25.20

资料来源：公司提供

（1）项目概况

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），募投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。募投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。

（2）项目资金来源

募投项目总投资 13.97 亿元，拟使用本期债券募集资金 3.52 亿元，其余由公司通过自有资金和“18 仪征众鑫债 01/18 众鑫 01”解决。

（3）项目审批情况

募投项目符合国家产业政策，已经通过了相关主管部门的审批，批复文件如下表所示：

表 2 仪征市汽车产业园（一期）项目审批情况

文件名称	文号	发文机关	印发时间
《关于仪征市汽车创新创业园（一期）项目用地预审意见》	仪国土资预审〔2016〕56 号	仪征市国土资源局	2016.01.11
《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》	选字第 32108120160000104 号	仪征市城乡建设局	2016.01.11
《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	仪征市发展和改革委员会	2016.02.25
《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》	仪发改工能审〔2016〕5 号	仪征市发展和改革委员会	2016.01.18
《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》	仪环管〔2016〕12 号	仪征市环境保护局	2016.02.23
《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》	仪发改投资发〔2016〕277 号	仪征市发展和改革委员会	2016.12.20

资料来源：公司提供

（4）项目进度情况

募投项目已于 2016 年 5 月开工建设，计划建设期 24 个月。截至 2019 年 6 月底，募投项目已投入资金 10.45 亿元，整体资金投入占预计总投资比例为 74.80%，工程建设进度约为总进度的 90.00%。由于公司一般在年底根据工程进度验收情况支付工程款，导致资金投入进度慢于工程建设进度。

（5）项目经济效益

根据江苏省工程咨询中心出具的《扬州（仪征）汽车工业园仪征市汽车创新创业园（一期）项目可行性研究报告》（以下简称“可行性研究报告”），募投项目收入包括募投项目经营收入和项目专项营运配套资金，项目运营期内可实现总收入 159,232.93 万元，项目收益 146,679.41 万元，可以覆盖总投资 139,680.95 万元。

三、行业及区域经济分析

1. 基础设施建设行业

（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。城市基础设施建设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有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978

年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

（2）行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会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；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。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等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 3 2018 年以来与城投企业相关行业政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金〔2018〕194 号）	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23 号）	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性

		风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101 号）	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》（国发办〔2019〕6 号）	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70%以上

的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 区域经济

公司主要业务位于仪征市扬州（仪征）汽车工业园，其经营范围、投资方向及未来发展直接受地区经济及财政实力的影响，并与当地城市发展规划密切相关。

（1）仪征市概况

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。仪征市全市总面积 857 平方公里，下辖 9 个镇、137 个行政村，截至 2018 年底，全市户籍人口 56.03 万人。

根据 2016—2018 年《仪征市国民经济和社会发展统计公报》，仪征市完成地区生产总值分别为 557.05 亿元、628.36 亿元和 673.94 亿元，按可比价计算，分别增长 9.4%、8.0%和 6.7%。2018 年，第一产业增加值 23.84 亿元，可比价增长 2.6%；第二产业增加值 347.49 亿元，可比价增长 5.8%；第三产业增加值 302.61 亿元，可比价增长 8.1%。按常住人口计算，人均地区生产总值 118,401 元。仪征市产业结构不断优化，三次产业结构由 2016 年的 4.2:52.8:43.0 调整为 3.5:51.6:44.9。

2018 年，仪征市市本级全社会固定资产投资完成 307.95 亿元，增长 12.1%。其中：第一产业完成投资 2.87 亿元，下降 8.6%；第二产业完成投资 105.74 亿元，下降 1.3%，其中工业技改投资 54.42 亿元，下降 14.4%；第三产业完成投资 197.92 亿元，增长 19.7%，其中房地产业完成投资 74.25 亿元，增长 152.9%。

根据 2016—2018 年《仪征市国民经济和社会发展统计公报》和仪征市财政局汽车工业园分局提供的资料，仪征市全市分别实现一般公共预算收入 44.74 亿元、47.79 亿元和 50.92 亿元。2018 年税收收入 44.04 亿元，增长 6.2%，税收占 86.5%。同期，全市政府性基金收入为 28.90 亿元，增长 99.7%，增长的主要原因是土地审计整改缴库等一次性因素；上级补助收入为 11.82 亿元。

截至 2018 年底，仪征市市本级地方政府债务余额 111.90 亿元，其中，一般债务余额 78.06 亿元、专项债务余额 33.84 亿元。仪征市本级政府债务负担较重。

（2）扬州（仪征）汽车工业园概况

扬州（仪征）汽车工业园是呼应上汽集团战略布局而设立的专业园区，园区成立于 2003 年 5 月，规划面积 38.9 平方公里，是江苏省汽车及零部件特色产业基地、国家火炬计划汽车及零部件产业基地。

园区现有 1 家整车制造企业——上汽大众汽车有限公司仪征分公司（以下简称“上汽大众仪征分公司”）。上汽大众仪征分公司是德国大众集团在全球第二个、在中国首个标杆式整车工厂，上汽大众仪征工厂一期项目总投资 100.06 亿元，占地 2,000 亩，于 2010 年 8 月开工建设，2012 年 7 月竣工投产，设计产能 60JPH（每小时生产 60 辆车），目前生产的是新桑塔纳、桑塔纳浩纳、斯柯达昕锐、昕动、途岳五款车型。

围绕上汽大众整车项目，园区规划建设了占地 7,000 亩的零部件集聚区，西门子、江森、彼欧、

伟世通、纳铁福、安通林、吉凯恩、旭硝子、NPR 等一批国际知名的零部件百强企业落户园区，集聚了汽车内饰、座椅、底盘、轮毂、精密冲压、活塞环、凸轮轴、仓储物流等近百个项目，形成了汽车产业集群式的发展态势。

上汽大众仪征分公司二期项目已正式确定，近期将正式开工建设，二期项目占地约 2,000 亩，规划产能 30 万辆整车。待二期项目正式投产后，园区年产整车预计可达 80 万辆。

总体看，仪征市近年来经济持续发展，为公司发展提供了良好的外部环境，但政府债务负担较重。

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，是扬州（仪征）汽车工业园基础设施配套工程建设的唯一主体。

除公司之外，仪征市还有 2 家规模较大的同类型公司：江苏恒源投资控股集团有限公司和仪征市十二圩新区建设有限公司。江苏恒源投资控股集团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。在业务区域范围上与公司分工明确，不存在业务交叉，公司区域经营优势显著。

总体看，公司是扬州（仪征）汽车工业园基础设施配套工程建设的唯一主体，业务区域经营优势显著。

2. 人员素质

截至 2018 年底，公司高管人员包括执行董事兼总经理和副总经理兼财务总监，共 2 人。

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。

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 2018 年底，公司在职员工共计 64 人。从教育程度看，大学本科及以上 32 人、大专学历 26 人、高中及以下 6 人。从年龄看，50 岁及以上 15 人、29~49 岁 45 人、30 岁及以下 4 人。

总体看，公司高管人员具有相关职业背景，整体素质较高，公司员工构成能够满足现阶段公司日常经营需要。

3. 外部支持

（1）资金注入

2013 年，公司获得仪征市政府 4.00 亿元货币注资，实收资本由 5.00 亿元变更为 9.00 亿元。

根据仪征市财政局〔2015〕42 号文件，仪征市财政局拨付公司 8 宗土地补贴返还款，账面金额 9.14 亿元，计入公司“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¹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》，2016—2018 年，公司分别获得企业发展资金 2.05 亿元、1.30 亿元和 1.72 亿元，并作为补贴收入，2016 年计入“营业外收入”科目，2017—2018 年计入“其他收益”科目。

（4）资产注入

2018 年，根据扬州（仪征）汽车工业园管理委员会仪汽管发〔2018〕90 号文件，公司获得土地使用权 17.29 万平方米（类型均为出让用地，用途为批发零售、住宅用地或商服住宅），按照评估价值 8.43 亿元入账，公司计入“资本公积”。

总体看，公司在资金注入、股权划转、财政补贴和资产注入等方面也得到当地政府的大力支持。

五、公司管理

1. 治理结构

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，目前已形成基本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，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，行使下列职权：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，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；制定公司合并、分立、解散或者变更公司形式的方案；制定公司的基本管理制度。

公司不设监事会，设监事一名，由股东任命，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。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，公司已经基本建立了与公司目前发展相适应的法人治理结构。

¹ 2016 年 11 月 25 日，仪征市汽车工业园投资发展服务中心和兴业财富资产管理有限公司对众城公司进行增资，增资后公司对众城公司持股比例由 100.00%下降至 60.00%。

2. 管理体制

从内部管理来看，公司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，公司制定了《财务管理制度》，对财务管理的结构体系和职责权限作出了规定。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，公司依照《公司法》《合同法》等国家法律行政法规以及《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

公司是仪征市重要的基础设施建设主体，主要负责扬州（仪征）汽车工业园的基础设施配套工程建设。

2016—2018 年，公司营业收入分别为 7.84 亿元、6.84 亿元和 9.65 亿元。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；2016—2018 年，公司分别实现基础设施建设收入 7.65 亿元、6.71 亿元和 9.46 亿元。2017 年公司基础设施建设收入较上年下降主要系当年确认收入的项目业务量有所下降所致，2018 年较上年增长系当年新增一次性确认收入的项目所致。

毛利率方面，2016—2018 年，公司毛利率分别为 14.24%、13.98%和 6.29%。2016—2017 年，基础设施建设业务以建设投入成本加成 15%确认收入，2018 年毛利率较上年下降 7.75 个百分点至 5.29%，主要系零部件项目基础设施一期工程、上海大众五厂西侧块地综合利用项目和综合环境整治项目等工程资产按照成本价转让所致。

表 4 2016 - 2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	76,506.80	97.63	13.04	67,050.62	98.09	13.04	94,632.61	98.10	5.29
资产租赁	428.90	0.55	100.00	440.36	0.64	100.00	575.24	0.60	52.69
物业管理	364.06	0.46	-9.04	484.24	0.71	16.83	737.21	0.76	51.87
其他业务	1,064.96	1.36	73.96	378.81	0.55	76.33	522.93	0.54	70.91
合计	78,364.72	100.00	14.24	68,354.03	100.00	13.98	96,467.99	100.00	6.29

资料来源：公司提供

总体看，公司作为仪征市重要的基础设施建设主体，主要负责扬州（仪征）汽车工业园的基础设施配套工程建设，收入主要来源于基础设施建设业务，近年来公司收入波动增长，毛利率有所下滑。

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

公司受仪征市人民政府委托对扬州（仪征）汽车工业园内的基础设施建设项目进行投资建设。截至 2018 年底，公司已承接零部件公租房项目、零部件公租房二期工程、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（一般为 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。项目完工后由公司移交给政府或政府相关部门，政府按约定向公司支付转让价款。

另外，零部件项目基础设施一期工程、整车项目基础设施配套工程和发动机项目等项目确认收入的时点有所不同，是待项目完工后确认收入。仪征市汽车产业园（一期）项目为本期债券的募投项目，在项目完工后通过市场化销售或出租来实现收入。

记账方式方面，公司在项目建设投入时，借“存货-工程施工”，贷“银行存款”；确认收入时，借“主营业务成本”、“存货-工程施工-合同毛利”，贷“主营业务收入”；收到回款时，直接冲减“存货”。在这种账务处理方式下，主营业务收入和主营业务成本直接对冲，对已确认收入但未实现现金回流的情况，不确认应收账款，而在存货中予以反映。

2016—2018 年，公司确认基础设施建设收入 7.65 亿元、6.71 亿元和 9.46 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、上海大众五厂西侧块地综合利用项目和零部件项目基础设施一期工程。其中，公司根据《工程资产转让协议》将零部件项目基础设施一期工程项目转让给仪征市国有资产管理中心全资子公司仪征市众联建设开发有限公司（以下简称“众联公司”）进行运营管理。2016—2018 年，公司收到的基础设施建设款项分别为 1.20 亿元、0.58 亿元和 4.90 亿元，回款质量差。

表 5 2016 - 2018 年公司基础设施建设确认收入情况表（单位：万元）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	16,394.56	14,256.14	2,138.42	2,986.93	2,597.33	389.60	4,948.38	4,302.94	645.44

零部件项目基础设施二期工程	14,868.95	12,929.53	1,939.43	22,966.72	19,971.06	2,995.66	19,772.57	16,004.23	3,768.33
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	8,591.93	7,997.93	594.00
综合环境整治项目	12,673.97	11,020.84	1,653.13	4,105.64	3,570.12	535.52	2,898.62	2,898.62	--
上海大众五厂西侧地块综合利用项目	17,449.98	15,173.89	2,176.08	13,515.24	11,752.38	1,762.86	2,181.45	2,181.45	--
零部件项目基础设施一期工程	--	--	--	--	--	--	56,239.66	56,239.66	--
合计	76,506.80	66,527.65	9,979.15	67,050.62	58,304.89	8,745.73	94,632.61	89,624.83	5,007.78

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司共有在建项目 8 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 95.55 亿元，截至 2018 年底已投资 78.36 亿元，未来尚需投资 17.19 亿元。截至 2018 年底，公司拟建项目共 5 个，计划总投资 16.11 亿元。

表 6 截至 2018 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 2018 年底已投资金额	未来需投资金额
在建项目			
工业园区公租房建设	6.00	6.00	--
零部件项目基础设施二期工程	20.00	20.00	--
整车项目基础设施配套工程	7.50	7.50	--
发动机项目	24.29	24.29	--
城镇化建设及产业化升级一期项目	8.26	4.90	3.36
综合环境整治项目	7.90	6.40	1.50
上海大众五厂西侧地块综合利用项目	7.63	4.90	2.73
仪征市汽车产业园（一期）项目	13.97	4.37	9.60
小计	95.55	78.36	17.19
拟建项目			
大众二期配套工程	1.63	--	1.63
电子产业园项目	1.80	--	1.80
解放路东段北侧土地整理项目	5.49	--	5.49
新怡华苑二期安置房建设	2.59	--	2.59
328 国道拓宽改造北侧辅道土地整理项目	4.60	--	4.60
小计	16.11	--	16.11
合计	111.66	--	31.30

注：1. 此表包含已完工但尚未进行竣工决算的项目；2. 此表仅包含在存货科目中核算的基础设施工程，表中已完成投资额为累计数，内含确认收入后从存货中转出的部分
资料来源：公司提供

（2）资产租赁、物业管理和其他业务

除基础设施建设业务外，公司营业收入来源还包括租赁费、物业管理费和其他业务收入。其中，其他业务主要为汽车检测业务和房屋出租业务等，收入主要来自公租房的租赁、管理费以及公司本部加油站、场地出租。2018 年公司实现其他业务收入合计 1,835.37 万元，较上年增长 40.81%，主要系物业管理费和租赁费增长所致。

总体看，公司基础设施建设业务收入有所增长，但整体回款差，同时在建及拟建基础设施项目投资规模较大，公司未来存在一定的资本支出压力。公司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，确保国有资产的保值增值。公司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，公司未来发展规划较为清晰，发展方向明确。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年度财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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。

截至 2018 年底，公司拥有合并范围内子公司 4 家。2016 年，公司合并范围内子公司减少 2 家，均系公司对外无偿划转；2017 年，公司投资新设 1 家全资子公司；2018 年，公司合并范围无变动。上述合并范围变化对公司整体经营影响较小，财务数据可比性较强。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司合并资产规模有所增长，年均复合增长 3.81%，主要来自流动资产的增加。截至 2018 年底，公司合并资产总额为 136.24 亿元，较年初增长 3.24%。其中，流动资产占 99.00%、非流动资产占 1.00%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产小幅增长，年均复合增长 3.93%，主要来自存货的增加。截至 2018 年底，公司流动资产 134.88 亿元，较年初增长 3.34%，主要由货币资金（占 9.14%）、存货（占 81.62%）和其它应收款（占 8.01%）构成。

2016—2018 年，公司货币资金快速下降，年均复合下降 22.43%，主要系项目投入及往来款支出的现金增加所致。截至 2018 年底，公司货币资金较年初下降 36.13%至 12.33 亿元，主要由银行存款构成。公司货币资金中使用权受限资金为 0.37 亿元，占比为 3.00%，受限比例低。

2016—2018 年，公司应收账款快速增长，分别为 0.03 亿元、0.06 亿元和 1.67 亿元。截至 2018 年底，公司应收账款大幅增长，主要系增加应收众联公司项目工程款 1.49 亿元所致。应收账款共计提坏账准备 4.37 万元，计提比例为 0.03%。

2016—2018 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 12.80%。截至 2018 年底，公司其他应收款为 10.80 亿元，较年初增长 784.26%，主要系应收仪征市财政局汽车工业园分局和仪征市汽车工业园投资发展服务中心拆借款增加所致。其他应收款主要为应收政府部门或政府关联单位的资金，坏账风险不大，整体账龄很短，但其回收时间存在一定不确定性，对公司资金形成较大占用，降低

了资产流动性。截至 2018 年底，公司其他应收款累计计提坏账准备 50.10 万元，计提比例低。

2016—2018 年，公司存货有所增长，年均复合增长 8.31%。截至 2018 年底，公司存货 110.09 亿元，较年初增长 1.99%。其中，土地使用权占 29.28%、开发成本占 35.59%、工程施工占 35.12%。公司存货中的开发成本为整车项目基础设施配套工程、发动机项目和仪征市汽车产业园（一期）项目等项目的投入成本，由于模式不同，在开发成本中核算；工程施工为代建项目投入。截至 2018 年底，公司土地使用权账面价值为 32.24 亿元，处于待开发状态，其中用于抵押的土地账面余额为 22.63 亿元（占比为 70.19%），受限比例较高。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产有所下降，年均复合下降 6.57%。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 1.36 亿元，较年初下降 5.69%，以固定资产（占 91.14%）为主。

2016—2018 年，公司固定资产有所下降，年均复合下降 6.01%。截至 2018 年底，公司固定资产为 1.24 亿元，较年初下降 5.95%，主要系折旧增加所致。其中，用于抵押的房屋建筑物账面价值合计 0.25 亿元（占比为 20.45%），受限比例一般。

受限资产方面，截至 2018 年底，公司受限资产 23.25 亿元，受限资产占总资产比重为 17.07%。

总体看，近年来，公司资产规模持续增长，资产以流动资产为主。流动资产中其他应收款及存货占比大，对公司资金形成占用，存货中土地使用权抵押比例较高。整体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2016—2018 年，公司负债总额波动增长，年均复合增长 2.05%。截至 2018 年底，公司负债总额 71.21 亿元，较年初下降 1.22%。其中，流动负债占 17.38%、非流动负债占 82.62%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 15.27%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 12.38 亿元，较年初增长 21.41%，构成以应交税费（占 20.77%）、一年内到期的非流动负债（占 66.84%）和其他应付款（占 10.58%）为主。

2016—2018 年，公司其他应付款波动下降。截至 2018 年底，公司其他应付款较年初增长 93.76% 至 1.29 亿元，主要系与仪征市新城财政国库集中收付中心的往来借款增加。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 79.77%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 8.27 亿元，较年初增长 4.07%，系一年内到期的长期借款有所增长。公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款。

2016—2018 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 0.20%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计为 58.83 亿元，较年初下降 4.95%，主要系长期借款和长期应付款有所下降所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 82.49%）和应付债券（占 16.00%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 3.55%。截至 2018 年底，公司长期借款 48.53 亿元，较年初下降 13.81%，主要系偿还了部分借款所致；主要构成为质押借款（占 17.43%）、抵押借款（占 40.40%）和保证借款（占 42.17%）。

截至 2018 年底，公司新增应付债券 9.41 亿元，系当年发行的 9.50 亿元“18 仪征众鑫债 01/18 众鑫 01”。

2016—2018 年，公司长期应付款快速下降，年均复合下降 64.08%。截至 2018 年底，公司长期

应付款 0.89 亿元，较年初减少 4.70 亿元，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。2015 年中银资产管理有限公司作为优先级有限合伙人出资 60,000.00 万元；汽车工业园管委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 万元共同投资并经营昆山中盛盛世壹号投资中心（有限合伙），合伙企业向众城公司投资 68,890.00 万元人民币，用于投资发动机项目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。

2016—2018 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 3.85%。截至 2018 年底，公司全部债务 67.10 亿元，较年初下降 3.92%。其中，长期债务 58.83 亿元，占全部债务的 87.67%，公司债务以长期债务为主。未来，公司债务到期分布较为平均，债务偿还高峰位于 2022 年以后，债务结构良好。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 54.08%、54.63%和 52.26%，波动下降。全部债务资本化比率分别为 51.73%、53.84%和 50.78%，波动下降。长期债务资本化比率分别为 50.43%、50.83%和 47.49%，波动下降。

总体看，近年来，公司债务规模波动中有所增长，债务结构良好，债务负担处于一般水平。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 5.85%，主要来自资本公积和未分配利润增加。截至 2018 年底，公司所有者权益为 65.04 亿元，较年初增长 8.61%；归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益占比分别为 13.84%、57.83%、13.40%和 13.37%。

2016—2018 年，公司实收资本未发生变化，均为 9.00 亿元。同期，公司资本公积有所增长，年均复合增长 5.41%。截至 2018 年底，公司资本公积 37.61 亿元，较年初增加 3.76 亿元，系汽车工业园管委会向公司注入土地使用权 8.43 亿元，同时注销土地使用权 4.66 亿元所致。

2016—2018 年，公司少数股东权益保持相对稳定，分别为 8.59 亿元、8.59 亿元和 8.70 亿元。

总体看，近年来，公司所有者权益持续增长，所有者权益构成以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 10.95%。2016—2018 年，公司营业成本波动增长，年均复合增长 15.99%。2016—2018 年，公司营业利润率波动下降，年均复合下降 28.37%。2016—2018 年，公司净利润波动下降，年均复合下降 3.55%。2018 年，公司实现营业收入 9.65 亿元，较上年增长 41.13%；营业成本为 9.04 亿元，较上年增长 53.76%。

2016—2018 年，公司期间费用波动增长，年均复合增长 17.65%。2018 年，公司期间费用 0.45 亿元，较上年增加 0.34 亿元，主要来自财务费用的增加。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 4.15%、1.58%和 4.67%，考虑到利息资本化规模较大，公司实际费用控制能力一般。

2016—2018 年，公司分别获得政府财政补贴 2.05 亿元、1.30 亿元和 1.72 亿元，分别计入“营业外收入”或“其他收益”；2016—2018 年，公司分别实现利润总额 1.73 亿元、2.03 亿元和 1.86 亿元。总体看，公司利润总额对政府补贴的依赖性高。

从盈利指标看，公司总资产收益率分别为 1.68%、1.46%和 1.07%，连续下降。公司总资产报酬率分别为 1.77%、1.57%和 1.39%，连续下降。公司净资产收益率分别为 2.74%、3.10%和 2.23%，波动下降。

总体看，近年来，公司收入规模波动增长，利润总额对政府财政补贴的依赖性高。

5. 现金流

从经营活动来看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入波动下降；2017 年较上年减少 10.32 亿元，主要系收到相关单位往来款减少所致；2018 年公司经营活动现金流入 18.83 亿元，较上年增长 6.62%，主要系收到工程款增加所致。2016—2018 年，公司现金收入比分别为 17.37%、10.49%和 50.77%，收入实现质量差。2016—2018 年，公司经营活动现金流出快速下降，年均复合下降 63.59%，系购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金大幅减少。2018 年，公司经营活动现金流出 6.93 亿元，较上年下降 72.75%，构成主要为支付其他与经营活动有关的现金 6.83 亿元（占比为 98.56%）。公司经营活动现金流净额快速增长，2016—2018 年分别为-23.66 亿元、-7.77 亿元和 11.90 亿元，受项目投入减少影响，2018 年公司经营活动现金由净流出变为净流入。

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入快速增长，主要系收回投资理财现金所致。2018 年公司投资活动现金流入较上年增长 3.91 亿元至 5.01 亿元，构成主要为收到其他与投资活动有关的现金（占比为 97.80%）。同期，投资活动现金流出为 18.30 亿元，为支付其他与投资活动有关的现金，较上年增加 18.22 亿元，主要是购买理财产品。2016—2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为-2.15 亿元、1.02 亿元和-13.29 亿元。

从筹资活动来看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入快速下降，2018 年为 10.12 亿元，为取得借款收到的现金。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出波动增长，2018 年为 16.51 亿元，主要为偿还到期债务 12.86 亿元及利息支付 3.64 亿元。2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 42.38 亿元、5.49 亿元和-6.39 亿元。

总体看，近年来公司经营净现金流受往来款支出规模下降和项目支出减少的影响大幅增长，但收入实现质量差。公司经营活动和投资活动所需资金主要依赖融资活动。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 13.40 倍、12.80 倍和 10.90 倍，连续下降。2016—2018 年，公司速动比率分别为 3.33 倍、2.22 倍和 2.00 倍，连续下降。公司流动资产对流动负债的保障程度较高。2016—2018 年，公司现金短期债务比分别为 6.48 倍、2.43 倍和 1.49 倍，连续下降，现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 2.00 亿元、2.15 亿元和 1.95 亿元，波动下降。从构成看，2018 年公司 EBITDA 由利润总额（占 95.31%）构成。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.17 倍、0.65 倍和 0.54 倍，逐年下降，EBITDA 对利息的覆盖程度弱。2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.03 倍、0.03 倍和 0.03 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 12.13 亿元，担保比率为 18.65%；被担保单位均为事业单位或地方国有企业。

表 7 截至 2018 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

担保对象	担保方式	担保金额
仪征市汽车工业园投资发展服务中心	抵押	2.13
仪征市土地储备开发中心	抵押	2.47
仪征市双界土地投资开发有限公司	保证	4.20
扬州化工产业投资发展有限公司	保证	1.98
仪征市汽车工业园投资发展服务中心	抵押	0.35

仪征市众联建设开发有限公司	保证	1.00
合计	—	12.13

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司获得银行授信总额 67.00 亿元，已全部使用，公司间接融资渠道亟需拓宽。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（机构信用代码：G1032108100117170J），截至 2019 年 11 月 4 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力较弱，并考虑到公司拥有的区域专营优势以及获得的有力外部支持，公司整体偿债风险很低。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产规模为 97.62 亿元，较年初增长 6.83%。其中，流动资产为 89.93 亿元、非流动资产 7.70 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。非流动资产主要由长期股权投资和固定资产构成。

截至 2018 年底，母公司所有者权益为 50.00 亿元，较年初增长 10.80%。其中，实收资本占 18.00%、资本公积占 61.66%，未分配利润占 18.31%。母公司所有者权益稳定性强。

截至 2018 年底，母公司负债规模较年初上升 2.95%至 47.62 亿元，主要由其他应付款、长期借款和应付债券构成。母公司 2018 年资产负债率为 48.78%，整体债务负担一般。

2018 年，母公司营业收入 9.48 亿元，营业成本为 8.98 亿元。同期母公司营业利润率为 4.12%。母公司利润总额 1.48 亿元，较上年下降 28.80%。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至 2018 年底，公司全部债务为 67.10 亿元，本期拟发行债券规模为 5.50 亿元，对公司现有债务规模影响不大。

以 2018 年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 52.26%、50.78%和 47.49%上升至 54.12%、52.75%和 49.73%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 1.95 亿元，为本期公司债券发行额度（5.50 亿元）的 0.35 倍，EBITDA 对本期债券的保障能力较弱。2018 年经营活动产生的现金流入额为 18.83 亿元，为本期债券发行额度（5.50 亿元）的 3.42 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度高。2018 年经营活动现金流量净额为 11.90 亿元，为本期债券发行额度（5.50 亿元）的 2.16 倍，公司经营活动现金流量净额对本期债券覆盖程度强。

3. 募投项目偿债能力分析

根据募投项目《可行性研究报告》，本期债券本息偿付来源为募投项目经营收入以及项目专项营运配套资金。经测算，所得税后项目投资回收期为 10.02 年。

表 8 本期债券募投项目未来现金流量预测表（单位：万元）

序号	项目	合计	经营期						
			第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
1	现金流入	159,232.93	25,148.21	28,745.8	19,870.54	21,062.78	21,641.02	20,759.51	22,005.08
1.1	运营收入	139,232.93	15,148.21	18,745.8	19,870.54	21,062.78	21,641.02	20,759.51	22,005.08
1.2	补贴收入	20,000.00	10,000.00	10,000.00	--	--	--	--	--
2	现金流出	12,553.52	1,746.36	1,782.02	1,793.16	1,804.98	1,810.71	1,801.97	1,814.32
2.1	运营成本	11,207.49	1,601.07	1,601.07	1,601.07	1,601.07	1,601.07	1,601.07	1,601.07
2.2	增值税及附加	1,346.03	145.29	180.95	192.09	203.91	209.64	200.9	213.25
3	项目收益 (3=1-2)	146,679.41	23,401.85	26,963.78	18,077.38	19,257.8	19,830.31	18,957.54	20,190.76

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：项目《可行性研究报告》

本期债券募投项目经营收入主要包括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，配套职工公寓的出租收入。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。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。

假定本期债券于 2019 年发行，以票面利率 7.00%来测算，本期债券募投项目使用资金 3.52 亿元，需偿还的本息合计为 4.75 亿元。

表 9 项目预测现金流对本期债券及两期债券募投项目使用募集资金本息覆盖情况（单位：亿元、倍）

年份	偿还本期债券利息	偿还本期债券本金	偿还本期债券本息合计	现金流入对本期债券本息偿还的覆盖倍数	项目收益对本期债券本息偿还的覆盖倍数	偿还两期债券利息	偿还两期债券本金	偿还两期债券本息合计	现金流入对两期债券本息偿还的覆盖倍数	项目收益对两期债券本息偿还的覆盖倍数
2020	0.25	--	0.25	8.18	7.47	0.57	--	0.57	3.51	3.21
2021	0.25	--	0.25	9.64	8.91	0.57	1.22	1.79	1.33	1.23
2022	0.25	0.7	0.95	2.62	2.43	0.51	1.92	2.43	1.02	0.95
2023	0.2	0.7	0.9	2.89	2.69	0.39	1.92	2.31	1.13	1.05
2024	0.15	0.7	0.85	2.54	2.33	0.28	1.92	2.20	0.98	0.90
2025	0.1	0.7	0.8	2.59	2.36	0.16	1.92	2.08	1.00	0.91
2026	0.05	0.7	0.75	2.92	2.68	0.05	0.70	0.75	2.92	2.68
合计	1.23	3.52	4.75	3.35	3.09	2.54	9.60	12.14	1.31	1.21

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 假设本期债券于 2019 年成功发行，上表中利息以 7.00%年利率来测算；3. “18 仪征众鑫债 01/18 众鑫 01”利息按照实际发行 5.38%年利率测算；4. 现金流入量、现金流量净额数据取自表 8

资料来源：联合评级整理

本期债券存续期内现金流保障分析

根据募投项目未来收入实现预测测算，本期债券存续期间项目累计产生现金流入量为 15.92 亿元，对本期债券募投项目使用募集资金本息合计（4.75 亿元）保障倍数为 3.35 倍，保障能力较强；但募投项目的总收益水平受到房地产行业的市场因素、当地经济的景气程度影响以及项目建设进度的影响，未来收益的实现情况存在不确定性。

本期债券预计于 2019 年发行，2020 年开始付息。根据测算结果，募投项目现金流入量对本期债券募投项目使用募集资金本息分年度偿还额的覆盖倍数介于 2.54 倍~9.64 倍之间，对偿还总额的保

障倍数为 3.35 倍；项目收益对本期债券募投项目使用募集资金本息分年度偿还额的覆盖倍数介于 2.33 倍~8.91 倍之间，对偿还总额覆盖倍数为 3.09 倍。本期债券存续期内项目预测现金流入量和项目收益均可以满足本期债券还本付息的资金需求，根据《项目可行性研究报告》，募投项目建设期为 2016 年 5 月至 2018 年 5 月，截至 2019 年 6 月底，募投项目完成投资 74.80%，工程建设进度约为总进度的 90.00%，项目建设进度缓慢，未按照可行性研究报告中预估的进度进行，募投项目收益实现与本期债券本息支付上出现一定时间上的错配，需要公司合理安排偿债资金。

总体上，本期债券各年度本息的实际偿付能力有赖于募投项目收入预期的顺利实现及公司对项目整体收入的合理调配。目前项目进度缓慢，本期债券募投项目的收益与其利息支付存在一定不匹配性。

九、本期债券增信措施

1. 担保措施

本期债券由湖北省担保出具了担保函。

湖北省担保在该担保函中承诺，对本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括本期债券本金及利息，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。在担保函项下本期债券存续期间和到期时，如公司不能全部兑付本期债券本息，湖北省担保应主动承担担保责任，将兑付资金差额部分划入债券登记托管机构或主承销人指定的账户。湖北省担保承担责任的期间为本期债券存续期间及债券到期之日起两年，债券持有人在此期间未要求湖北省担保承担担保责任，湖北省担保免除担保责任。

2. 担保人信用分析

湖北省担保前身为湖北中企投资担保有限公司，成立于 2005 年 2 月，2014 年 9 月正式更名为现名。截至 2019 年 9 月底，湖北省担保注册资本和实收资本均为 75.00 亿元，股东为湖北中经资本投资发展有限公司（以下简称“中经投资”）和中国农发重点建设基金。其中，控股股东为中经投资（持股比例 66.67%），实际控制人为湖北省国有资产监督管理委员会。

湖北省担保是湖北省内规模最大的省级国有融资担保平台，在全省担保体系中处于核心地位。截至 2018 年底，湖北省担保资产总额 83.18 亿元，所有者权益 72.09 亿元，担保责任余额 153.85 亿元。2018 年，湖北省担保实现营业总收入 6.86 亿元，实现净利润 4.76 亿元。

联合评级评定湖北省担保主体长期信用等级为 AA^{api}，评级展望为“稳定”，该信用等级反映了湖北省担保担保能力极强，风险极低。

湖北省担保为本期债券提供提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著增强了本期债券到期按期兑付的可靠性，为本期债券的还本付息提供了有力的保障。

十、综合评价

公司作为仪征市重要的基础设施建设主体，主要负责扬州（仪征）汽车工业园基础设施配套工程建设。联合评级对公司的评级反映了其在区域业务专营性及政府支持等方面的优势。同时，联合评级也关注到公司资产流动性较弱、利润总额对政府补贴依赖高以及基建项目未来投资规模较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着仪征市和扬州（仪征）汽车工业园的不断发展，公司作为园区的基础设施建设主体，

发展前景良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

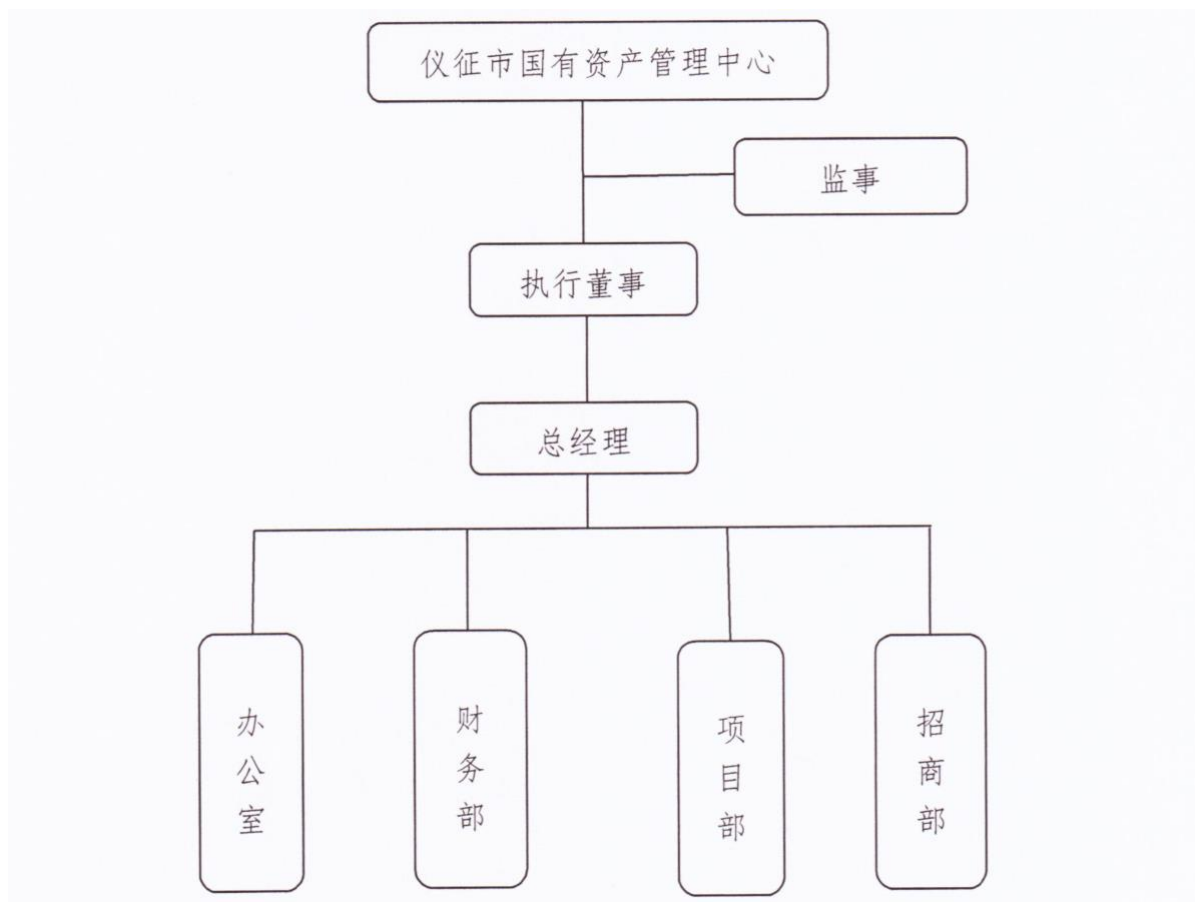
本期债券设置分期还本条款，有效降低了集中偿付压力。湖北省担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期债券到期偿付安全性。

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

附件 1 仪征市众鑫建设开发有限公司
股权结构图（截至 2018 年底）



附件 2 仪征市众鑫建设开发有限公司
组织架构图（截至 2018 年底）



附件 3 仪征市众鑫建设开发有限公司
合并范围子公司情况（截至 2018 年底）

子公司名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
仪征市汽车工业公司	汽车制造	20,000.00	100.00
仪征市众城建设开发有限公司	基础设施建设	100,000.00	60.00
仪征市众诚物业服务有限公司	物业服务	100.00	90.00
仪征市安通机动车尾气检测有限公司	机动车尾气检测	20.00	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

附件 4 仪征市众鑫建设开发有限公司

主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	126.43	131.97	136.24
所有者权益（亿元）	58.05	59.88	65.04
短期债务（亿元）	3.16	7.95	8.27
长期债务（亿元）	59.06	61.89	58.83
全部债务（亿元）	62.22	69.84	67.10
营业收入（亿元）	7.84	6.84	9.65
净利润（亿元）	1.50	1.83	1.40
EBITDA（亿元）	2.00	2.15	1.95
经营性净现金流（亿元）	-23.66	-7.77	11.90
应收账款周转次数（次）	350.76	156.75	11.19
存货周转次数（次）	0.08	0.06	0.08
总资产周转次数（次）	0.08	0.05	0.07
现金收入比率（%）	17.37	10.49	50.77
总资本收益率（%）	1.68	1.46	1.07
总资产报酬率（%）	1.77	1.57	1.39
净资产收益率（%）	2.74	3.10	2.23
营业利润率（%）	9.68	12.64	4.96
费用收入比（%）	4.15	1.58	4.67
资产负债率（%）	54.08	54.63	52.26
全部债务资本化比率（%）	51.73	53.84	50.78
长期债务资本化比率（%）	50.43	50.83	47.49
EBITDA 利息倍数（倍）	1.17	0.65	0.54
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.03	0.03
流动比率（倍）	13.40	12.80	10.90
速动比率（倍）	3.33	2.22	2.00
现金短期债务比（倍）	6.48	2.43	1.49
经营现金流动负债比率（%）	-253.99	-76.25	96.16
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.36	0.39	0.35

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将公司长期应付款计入长期债务核算；

附件 5 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= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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)
本期公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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+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+折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 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。