

信用评级公告

联合〔2021〕3496号

联合资信评估股份有限公司通过对扬州庆和瑞投资建设有限公司及其拟发行的2021年第一期扬州庆和瑞投资建设有限公司公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定扬州庆和瑞投资建设有限公司主体长期信用等级为AA，2021年第一期扬州庆和瑞投资建设有限公司公司债券信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年五月二十五日

2021 年第一期扬州庆和瑞投资建设有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：4 亿元

本期债券期限：7 年，在本期债券存续期的第 3 年末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：按年付息，分期还本

募集资金用途：项目建设及补充营运资金

评级观点

扬州庆和瑞投资建设有限公司（以下简称“公司”）是扬州市邗江区重要的基础设施建设主体，公司在资金注入、股权划拨、政府债务置换及财政补贴等方面得到邗江区政府及维扬经济开发区管委会的有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司工程代建业务回款效率不稳定、未来项目建设存在一定资本支出压力、资产流动性较弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司拟发行的2021年第一期公司债券（以下简称“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的连带责任保证担保，经联合资信评定，江苏再担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其担保显著提升了本期债券的偿付安全性。同时，本期债券设置本金分期偿还条款，可缓解公司未来的集中偿付压力。

未来，随着邗江区和维扬经济开发区开发建设的持续推进，公司的资产及收入规模有望扩大，邗江区政府以及维扬经济开发区管委会对公司的支持也将持续。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 经营环境良好。近年来，邗江区经济稳步增长，2020 年，邗江区国民生产总值 1045.31 亿元，按可比价格增长 4%；实现一般公共预算收入 60.11 亿元。
2. 公司获得有力外部支持。作为邗江区重要的基础设施建设主体，公司在资金注入、股权划拨、政府债务置换及财政补贴等方面得到邗江区政府及维扬经济开发区管委会的有力支持。
3. 分期还本条款和担保措施的设置有效提升了本期债券偿付安全性。本期债券设置本金分期偿付条款，有

评级时间：2021 年 5 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁻	评级结果			AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	3	
			企业管理	3	
			经营分析	3	
财务风险	F2	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	2	
			现金流量	3	
		资本结构		2	
		偿债能力		2	
调整因素和理由					调整子级
外部支持					1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 六个等级，各级因子评价划分为六档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 档，各级因子评价划分为七档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵模型得到指示评级结果

分析师:

张建飞 登记编号 (R0150220110008)

陈铭哲 登记编号 (R0150221050010)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

效降低了本期债券的集中偿付压力。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, 有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

关注

1. **面临资本支出压力。**近年来, 公司代建项目回款效率不稳定; 在建项目较多, 未来存在一定的资本支出压力。
2. **资产流动性较弱。**公司资产主要构成为存货和应收类款项, 存货以代建项目投入为主, 回款受政府结算进度影响大; 应收类账款中以往来为主的其他应收款规模较大, 其中包含对民营企业的往来, 部分已计提坏账准备, 公司资产流动性较弱。
3. **2021 年存在集中兑付压力。**2020 年底, 公司短期债务余额 22.75 亿元, 相当于净资产的 36.91%, 存在一定集中偿还压力。
4. **募投项目收益存不确定性。**本期债券募投项目预期收益受项目建设进度、实际租售情况等因素影响存在一定的不确定性。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	9.48	11.15	19.39
资产总额（亿元）	114.84	128.01	143.29
所有者权益（亿元）	47.66	53.72	61.63
短期债务（亿元）	15.83	16.23	22.75
长期债务（亿元）	18.12	23.71	23.39
全部债务（亿元）	33.94	39.95	46.14
营业总收入（亿元）	8.58	10.92	12.86
利润总额（亿元）	1.78	2.42	2.03
EBITDA（亿元）	1.80	2.51	2.20
经营性净现金流（亿元）	-5.82	8.53	4.72
现金收入比（%）	104.28	67.28	49.10
营业利润率（%）	13.67	13.73	13.99
净资产收益率（%）	3.05	3.84	3.10
资产负债率（%）	58.50	58.03	56.99
全部债务资本化比率（%）	41.60	42.65	42.81
流动比率（%）	225.95	243.39	236.91
经营现金流动负债比（%）	-11.85	16.87	8.10
现金短期债务比（倍）	0.60	0.69	0.85
EBITDA 利息倍数（倍）	0.98	1.31	2.09
全部债务/EBITDA（倍）	18.88	15.93	20.99
公司本部（母公司）			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	67.79	77.44	83.48
所有者权益（亿元）	46.51	51.78	59.02
全部债务（亿元）	7.80	14.10	15.47
营业收入（亿元）	4.54	4.43	3.97
利润总额（亿元）	1.50	1.41	1.32
资产负债率（%）	31.40	33.13	29.29
全部债务资本化比率（%）	14.36	21.41	20.77
流动比率（%）	270.90	324.49	349.53
经营现金流动负债比（%）	-35.02	-8.12	-26.11

注：将其他非流动负债中有息部分调至长期债务核算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020/06/19	党宗汉 张婧茜	联合信用评级城市基础设施投资企业主体信用评级方法	--
AA	稳定	2019/09/06	张蔚 郝亚钢	联合信用评级城市基础设施投资企业主体信用评级方法	--

注：2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由扬州庆和瑞投资建设有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

  陈阳 杨

联合资信评估股份有限公司

2021 年第一期扬州庆和瑞投资建设有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

扬州庆和瑞投资建设有限公司（以下简称“公司”）成立于 2014 年 5 月，初始注册资本 2.50 亿元，由江苏省扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“邗江区国资办”）和扬州维扬经济开发区社会事业管理中心（以下简称“维扬社会管理中心”）出资设立。历经多次增资，截至 2018 年底公司实收资本增加至 19.80 亿元。2019 年和 2020 年，邗江区国资办分别向公司货币增资 4.00 亿元和 6.00 亿元。截至 2020 年底，公司注册资本和实收资本均为 29.80 亿元，邗江区国资办持股 93.36%，维扬社会管理中心持股 6.64%，公司实际控制人为邗江区人民政府。

公司经营范围：实业投资；基础设施建设；建筑工程、装潢工程、水电及工业设备安装工程、管网杆线、道路工程、绿化工程、园林工程及其他基础设施工程施工；房屋出租；建材、机电设备销售；汽车电子产品设计、生产与销售。（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 2020 年底，公司内设办公室、财务部、规划建设部、资产管理部等 4 个职能部门（详见附件 1-2）；纳入合并范围内子公司 9 家（详见附件 1-3）。

截至 2020 年底，公司资产总额 143.29 亿元，所有者权益 61.63 亿元。2020 年，公司实现营业收入 12.86 亿元，利润总额 2.03 亿元。

公司住所：扬州市邗江区平山路东侧（江阳工业园开发建设有限公司）；法定代表人：熊旻。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司已于 2020 年 10 月 26 日取得发改委

对于本次公司债券的注册批复文件（发改企业债券〔2020〕301 号），注册额度为 8 亿元，并计划于 2021 年发行规模为 4 亿元的公司债券（以下简称“本期债券”），期限为 7 年，在本期债券存续期的第 3 年末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。在本期债券存续期的第 3 年末，公司可选择在原债券票面利率基础上上调或下调 0-300 个基点（含本数），投资者有权将持有的本期债券部分或全部回售给公司。在本期债券存续期第 3~7 年末，每年偿还本期债券未回售部分的 20%。

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的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金规模及用途

本期债券计划募集资金 4.00 亿元，其中 3.06 亿元用于扬州微电子产业园一期工程项目（以下简称“募投项目”）建设，0.94 亿元用于补充公司营运资金，具体情况如下表。

表 1 本期债券募集资金用途情况

（单位：亿元、%）

资金用途	总投资	拟使用募集资金金额	占项目总投资比例
扬州微电子产业园一期工程项目	10.30	3.06	29.71
补充营运资金	--	0.94	--
合计	10.30	4.00	--

资料来源：公司提供

（1）募投项目概况

根据江苏省工程咨询中心出具的《扬州微电子产业园一期工程项目可行性研究报告》（以下简称“《可研报告》”），募投项目总投资为 10.30 亿元，项目规划总用地面积 174254.41m²，建设地点位于维扬经济开发区内，共涉及三个

工程地块，分别为人才公寓地块、研发生产基地和生产制造基地，其中人才公寓位于高蜀北路西侧、经二路北侧，用地面积为15254.66m²，规划用地性质为二类居住用地；研发生产基地位于甘泉大道西侧、俞桥路北侧，用地面积为73286.4m²，规划用地性质为工业用地；生产制造基地位于司徒庙路北侧、高蜀北路两侧，总用地面积为85713.35m²，规划用地性质均为工业用地。

募投项目主要建设内容包括人才公寓基地、研发生产基地和生产制造基地，共新建建筑18栋，总建筑面积为19.82万平方米（含地下），其中：①人才公寓基地共新建建筑4栋，总建筑面积为34769.7m²，其中地上建筑面积为27692.5m²，地下建筑面积7077.2m²。地上建筑面积中集体宿舍13327.5m²、专家公寓10640.8m²、配套便民服务用房及公建3724.2m²。此外，同步配套完善人才公寓基地规划红线范围内的道路、绿化以及给排水、电力、通信等公用工程。②研发生产基地共新建建筑10栋，其中标准厂房7栋，仓库用房2栋，办公用房1栋，

总建筑面积为91161.78m²（计容总建筑面积为108028.2m²），其中地上建筑面积为90769.74m²，地下建筑面积为392.04m²。地上建筑面积中，各类厂房84735.82m²、仓库用房1043.28m²、配套办公用房4834.4m²、辅助用房156.24m²。此外，同步配套完善研发生产基地规划红线范围内的道路、绿化以及给排水、电力、通信等公用工程。③生产制造基地共新建建筑4栋，其中1#地块新建厂房2栋，总建筑面积为44973.31m²（计容总建筑面积为61228m²），均为地上建筑面积；2#地块标准厂房1栋，仓库用房1栋，总建筑面积为27323.39m²（计容总建筑面积为47442.99m²），地上建筑面积为27186.64m²，包括生产厂房26609m²、仓库用房577.64m²；地下建筑面积为136.7m²。此外，同步配套完善生产制造基地规划红线范围内的道路、绿化以及给排水、电力、通信等公用工程。

（2）项目批复情况

本期债券募投项目已取得相关政府部门审批、核准文件，具体情况如下表所示。

表2 募投项目审批情况

核准时间	核准部门	批复文件	核准文号
2018-11-27	扬州市邗江区发改委	关于扬州微电子产业园一期工程项目可行性研究报告的批复	扬邗发改投（2018）173号
2018-10-16	扬州市邗江区环境保护局	建设项目环境影响登记表	--
2018-11-22	扬州市邗江区发改委	邗江区发改委关于扬州微电子产业园一期工程项目节能评估报告的审查意见	扬邗发改能审（2018）1号
2018-5-10	扬州市国土资源局邗江分局	关于扬州微电子产业园一期工程项目用地的预审意见	扬邗国土资预（2018）第4号
2018-4-27	扬州市规划局	对扬州微电子产业园一期工程项目相关用地的规划意见	扬邗规（2018）12号

资料来源：公司提供

（3）项目建设计划

募投项目于2018年12月开工建设，原定建设期为24个月，但受到融资资金未到位以及新型冠状病毒疫情影响，项目投资进展较为缓慢。截至2021年4月底，募投项目已完成投资1.23亿元，预计于2022年6月完工。

（4）项目的社会效益及经济效益

社会效益方面

建成后的募投项目拟实现生产制造、技术研发、产业提升和公共配套服务四大功能，提高维扬经济开发区对微电子产业的承载能力和配套服务能力，为中小企业提供研发试生产的经营场所，为大中型企业提供扩大再生产或成果转化再生产的成熟空间，促进产、学、研、用深度融合和产业链配套，着力打造良好的园区产业投资与发展环境。

经济效益方面

根据《可研报告》，募投项目建成后，项目收入主要来自房屋出租及出售收入、物业管理收入、停车收入。在募投项目 20 年经营期内，募投项目预计可获得总收入 17.43 亿元。在本期债券存续期内，募投项目预计可获得总收入 9.73 亿元。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加

积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表3 2016—2020年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

投资和净出口为拉动GDP增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020年，社会消费品零售总额39.20万亿元，同比下降3.90%，为改革开放40多年来首次出现负增长。投资方面，2020年固定资产投资完成额51.89万亿元，同比增长2.90%。其中制造业投资下降2.20%，为历

史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020年货物进出口总额32.16万亿元，同比增长1.90%，外贸规模创历史新高。

其中，出口额17.93万亿元，同比增长4.00%；进口额14.22万亿元，同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元，较上年（2.91万亿元）大幅增加。2020年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为4.74万亿元、4.50万亿元、4.06万亿元和2.20万亿元，分别增长7.00%、5.30%、8.80%和1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企业稳回升，服务业持续改善。2020年全国规模以上工业增加值同比增长2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020年工业企业利润总额同比增长4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020年服务业生产从4月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长3.00%、2.60%和2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对GDP累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降16.20个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨10.60%，涨幅比上年回升1.40个百分点；非食品价格上涨0.40%，涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI（不包括食品和能源）温和上涨0.80%，涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著上升。截至2020年底，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至2020年底，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中

小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020我国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微企业和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经

济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资

刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、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，以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，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《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2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出

了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，

从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部

分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施投资建设重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 4 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称/会议名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	国务院常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要

载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信

用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2021 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

公司业务范围主要集中在扬州市邗江区及江苏扬州维扬经济开发区（以下简称“维扬经开区”）；近年来邗江区经济稳步增长，财政收入有所波动，整体债务负担较重；维扬经开区一般公共预算收入整体规模较小。

邗江区

邗江区，隶属于江苏省扬州市。邗江区南临长江、北接邵伯湖、中有瘦西湖，是扬州市南、西、北三个方向的对外门户。邗江区 2001

年撤县设区，2011 年 11 月划出五镇后与原维扬区合并成立新邗江区，总面积 552.68 平方公里，常住人口 58.46 万人，现辖 7 个镇、6 个街道办事处，设有国家级高新技术产业开发区、省级经济开发区各 1 个，拥有扬州（邗江）汽车产业园、扬州环保科技产业园、邗江互联网产业园、瓜洲国际旅游度假区等多个特色园区，是扬州市的政治、经济、文化、教育中心。

邗江实体制造业基础良好，特色产业集聚程度较高，形成了装备制造、汽车及零部件、生物健康为主导，户外休闲及纺织服装、节能环保、新型建材为特色，电子（微电子）电器电缆和新能源、新材料等新兴产业为重点的产业发展格局。

根据邗江区统计局发布的公开数据，2018—2020 年，邗江区地区生产总值（含蜀冈-瘦西湖景区）分别为 908.48 亿元、995.09 亿元和 1045.31 亿元，经济保持持续增长态势。2020 年，邗江区第一产业增加值 23.26 亿元，同比增长 3.2%；第二产业增加值 400.57 亿元，同比增长 4.2%；第三产业增加值 621.48 亿元，同比增长 3.8%。

2020 年，邗江区完成固定资产投资 559 亿元，增长 0.6%，规模以上工业增加值增长 7.5%；城乡居民人均可支配收入分别增长 3%、6%；实施工业技改项目 129 个、投资 59.2 亿元；新增国家高新技术企业 65 家，高新技术产业产值占规上工业产值比重达 58.8%。

根据 2018—2019 年《江苏省扬州市邗江区决算草案》以及《关于扬州市邗江区 2020 年预算执行情况和 2021 年预算草案的报告》，2018—2020 年，邗江区一般公共预算收入分别为 60.02 亿元、58.43 亿元和 60.11 亿元；2020 年一般公共预算收入同比增长 2.9%，其中税收收入 47.71 亿元。2018—2020 年，邗江区政府性基金收入分别为 26.51 亿元、46.99 亿元和 55.21 亿元。

截至 2020 年底，邗江区地方政府债务余额 100.38 亿元，其中一般债务 53.14 亿元，专项债务 47.24 亿元。

维扬经开区

维扬经开区始建于 2001 年 7 月，地处扬州

市区西北部,2006 年被省政府批准为省级经济开发区,2016 年被列为“国家生态工业示范园区”。维扬开发区规划总面积 30 平方公里,目前已完成 20 平方公里的建设。维扬开发区先后吸引了世界上 20 多个国家和地区 300 多家企业入驻,初步形成了高端装备制造、汽车电子及关键零部件、医药健康、软件研发等产业特色,成为集研发、生产、流通、生活、休闲为一体的功能齐全、设施完善、环境优美、服务周到的都市型开发区。

根据维扬经开区财政局提供的数据,2018—2020 年,维扬经开区一般预算收入有所波动,分别为 5.98 亿元、5.62 亿元和 6.01 亿元,整体规模较小。

五、基础素质分析

公司主要负责邗江区北部区域及维扬经开区范围内的基础设施建设业务,持续得到当地政府在资金注入、股权划转、债务置换及财政补贴等方面支持。公司过往债务履约情况良好,联合资信未发现公司有其他不良信用记录。

1. 股权状况

截至 2020 年底,公司注册资本和实收资本均为 29.80 亿元,邗江区国资办持股 93.36%,维扬社会管理中心持股 6.64%,公司实际控制人为邗江区人民政府。

2. 企业规模与竞争力

公司是邗江区重要的基础设施建设主体,主要负责邗江区内土地整理、河流治理、园区提升改造以及其他基础设施建设,业务主要集中在邗江区北部区域以及维扬经开区范围内。

目前邗江区主要的基础设施建设主体为公司、扬州市邗江城市建设发展有限公司(以下简称“邗江城建”)和扬州维扬发展投资有限

公司(以下简称“维扬发展”)¹;其中,邗江城建为邗江区最大的基础设施建设主体。总体看,公司与邗江城建存在一定业务交叉;与维扬发展区域有所划分,不存在明显的业务交叉关系,详情见表 5。

表 5 邗江区主要基础设施建设主体情况

企业名称	主要业务
扬州市邗江城市建设发展有限公司	邗江区内的基础设施、安置房建设以及土地整理等业务
扬州维扬发展投资有限公司	邗江区西区新城范围内的安置房、市政基础设施建设及土地开发整理等基础设施建设
扬州庆和瑞投资建设有限公司	邗江区北部区域以及维扬经开区内土地整理、河流治理、园区提升改造以及其他基础设施建设业务

注:联合资信根据公开资料整理

截至 2020 年底,公司合并范围内拥有子公司 9 家,其中公司本部主要负责邗江区内的基础设施建设,子公司扬州市江阳工业园开发建设有限公司(以下简称“江阳开发公司”)及扬州市科光汽车电子电气有限责任公司(以下简称“科光电子”)主要负责维扬经开区内的基础设施建设。

3. 人员素质

截至 2020 年底,公司高级管理人员 3 人,包括董事长兼总经理 1 人,副总经理 1 人,财务总监 1 人。

公司董事长兼总经理熊旻先生,1972 年出生,本科学历;历任扬州印染厂财务科成本会计,平安财产保险股份有限公司泰州、扬州、常州中心支公司财务经理,浙商财产保险股份有限公司江苏分公司财务部经理,江苏永冠发电设备有限公司财务部部长;现任公司董事长、总经理。

公司副总经理杨雯栋先生,1984 年出生,本科学历;历任维扬开发区招商局招商员,维扬开发区党政办接待办事员,现任公司董事、副总经理,兼任子公司扬州志之宏建设发展有限公司执

¹ 2018 年,邗江区国资办将其持有的维扬发展 70%股权无偿划拨至邗江城建

行董事。

公司财务总监戴万荣先生，1974 年出生，大专学历；历任扬州市日用工业品厂总账会计，扬州苏宁电器有限公司财务主管，扬州金鹰国际有限公司财务主管，江阳公司财务总监，现任公司财务总监，兼任子公司江苏创智建设工程有限公司执行董事。

截至2020年底，公司在职员工总数93人。从学历来看，大学本科及以上学历的占22.58%、专科及以下学历占77.42%；从年龄来看，30岁以下的占19.35%、30~50岁的占70.97%，50岁以上的占9.68%。

总体看，公司高级管理人员具有较长时间的从业经历和丰富的管理经验；员工构成以中青年为主，文化素质能够满足业务经营需求。

4. 外部支持

资金注入

2016—2017 年，江苏扬州维扬经济开发区管理委员会（以下简称“维扬经开区管委会”）分别向公司及子公司拨入资金 0.25 亿元和 0.38 亿元，公司计入“资本公积”。

2017 年，邗江区国资办以货币形式向公司增资 13.90 亿元，公司计入“实收资本”。

2018 年 11 月，维扬社会管理中心及邗江区国资办分别以货币形式向公司增资 1.23 亿元和 1.67 亿元，公司计入“实收资本”。2018 年 12 月，维扬经开区财政局拨付公司 2.50 亿元，公司计入“资本公积”；同年 12 月，维扬经开区管委会拨付公司 0.95 亿元，公司计入“资本公积”。

2019 年，邗江区国资办向公司货币增资 4.00 亿元，公司计入“实收资本”。

2020 年，邗江区国资办向公司货币增资 6.00 亿元，公司计入“实收资本”。截至 2020 年，公司实收资本 29.80 亿元。

股权划转

2017 年，扬州市江阳工业园投资中心将其持有的江苏联嘉电子有限公司 100%的股权、

扬州市维扬基础设施建设工程有限公司（以下简称“维扬基础”）将其持有的江阳开发公司 100%股权和科光电子 40%股权、邗江区国资办和扬州市江阳工业园投资中心分别将其持有的扬州富瑞泉建设发展有限公司 92.11%和 7.89%的股权、维扬社会管理中心将其持有的江苏创智建设工程有限公司 3.68 亿元股权无偿划拨至公司，公司增加资本公积 14.79 亿元。

债务置换

2016—2017 年，邗江区财政局分别置换公司债务中政府负有偿还责任的债务 0.50 亿元和 5.90 亿元，公司计入“其他应付款”。公司债务中政府负有偿还责任的债务已全部置换完毕。

财政补贴

为推进维扬经开区基础设施建设，2018—2020 年，维扬经开区财政局分别给予公司财政补贴 0.80 亿元、0.85 亿元和 1.00 亿元，公司计入“营业外收入”或“其他收益”。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91321003302003020X），截至 2021 年 5 月 18 日，公司本部无未结清及已结清的不良信贷信息记录。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：913210037357272439），截至 2021 年 5 月 18 日，江阳开发公司本部无未结清的关注类或不良类信贷记录，近三年无已结清的关注类或不良类信贷记录。

截至 2021 年 5 月 23 日，联合资信未发现公司本部及江阳开发公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司按相关规定基本建立了法人治理结构，但对管理层的相关安排及规定尚有待完善；公司管理制度较全面，能够满足公司的日常经营需求。

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》和国家有关法律、行政

法规的规定，制定了公司章程，对公司经营范围、治理结构、财务及会计、解散和清算等方面做出了明确规定。

公司设股东会，行使下列职权：决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会及监事会报告、审议批准公司的年度经营预决算方案、修改公司章程等重大事项。

公司设董事会，董事会由 3 名董事组成，其中职工董事 1 人，董事由股东会选举产生，职工董事由职工代表大会民主选举；董事任期三年，任期届满，连选可以连任。公司设董事长 1 名，由股东会选举产生。董事会负责执行股东会决议、决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度经营预决算等事项。

公司不设监事会，设监事 1 名，由股东会选举产生，任期三年，任期届满，连选可以连任。监事行使检查公司财务；对董事、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、公司章程或者出资人决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议等职权。

公司章程中未对管理层做出相关安排及规定。

2. 管理水平

公司依据《公司法》《公司章程》及相关法律法规要求，结合公司实际状况和特点，建立和完善了各项管理制度。

财务管理方面，公司制定了《财务管理及会计核算办法》，对货币资金、往来款项、存货、对外投资、固定资产等方面的管理和核算做出了较详细的规定。其中，在对外投资管理方面，公司对外投资实行集体决策，决策过程应有完整的书面记录；严禁任何个人擅自决定对外投资或者改变集体决策意见；投资方案与评价经董事长审核、董事会批准，并报国有资产管理部門审批后执行。对外投资的收回和处理方面：债权性投资应按期收回；其它股权投资，若被投资单位连续三年严重亏损，同时又没有发展前途的，公司应通过转让、重组等措施予以补

救，处置方案经董事长审核、董事会批准，并报国有资产管理部門审批后执行。

对外担保管理方面，公司制定了《对外担保管理制度》，在对外担保审批方面，董事会应指定公司财务部门或其他部门为对外担保具体事项的经办部门（以下简称“经办部门”）；经办部门应对担保申请人及反担保人提供的基本资料进行审核验证，分别对申请担保人及反担保人的财务状况及担保事项的合法性、担保事项的利益和风险进行充分分析，经总经理同意后向董事会提出可否提供担保的书面报告；董事会和股东会应认真审议分析被担保方的财务状况、营运状况、信用情况，审慎做出决定；经办部门和董事会必要时可聘请外部专业机构对实施对外担保的风险进行评估，以作为董事会或股东会进行决策的依据；应当由股东会审议批准的担保事项，必须经董事会审议通过后，方可提交股东会审议。未经公司董事会或股东会批准，公司不得提供对外担保。

关联交易管理方面，公司制定了《关联交易管理制度》，对关联交易定义、关联交易的决策权限和程序、关联交易定价等方面做出了较详细规定。公司的关联交易是指公司或公司之控股子公司与本公司关联人之间发生的可能导致转移资源或义务的事项。公司拟进行的关联交易由公司职能部门提出议案，议案应就该关联交易的具体事项、定价依据和对公司及股东利益的影响程度做出详细说明；公司所有关联交易均由公司董事会审核，报公司股东会批准后执行。公司进行关联交易应当签订书面协议，明确关联交易的定价政策。关联交易执行过程中，协议中交易价格等主要条款发生重大变化的，公司应当按变更后的交易金额重新履行相应的审批程序。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责邗江区北部区域以及维扬经济开发区内土地整理、河流治理、园区提升改造以及

其他基础设施建设业务，近年来营业收入规模保持增长，毛利率水平稳定。

2018—2020年，公司营业收入持续增长，其中工程建设收入在营业收入中的占比分别为99.53%、99.55%和99.12%，公司主业突出。此外，2018—2020年公司租赁及物业费收入持

续增长但规模有限。

毛利率方面，工程建设业务采取固定加成比例的结算模式，2018—2020年公司工程建设业务毛利率均为14.17%。受此影响，公司整体业务毛利率基本保持稳定，2020年为14.53%。

表6 2018—2020年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设收入	85395.98	99.53	14.17	108728.16	99.55	14.17	127516.66	99.12	14.17
租赁及物业费收入	402.73	0.47	46.37	488.03	0.45	55.74	1128.69	0.88	55.47
合计	85798.71	100.00	14.32	109216.20	100.00	14.35	128645.35	100.00	14.53

注：表格中各项相加可能与合计数有差异，这种差异是四舍五入造成的
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）工程代建业务

公司以代建模式开展邗江区基础设施建设业务，近年来公司工程代建业务收入逐年增长，但回款效率不稳定；在建项目较多，未来存在一定的资本支出压力。

公司工程代建业务主要由公司本部以及江阳开发公司、科光电子等子公司负责。业务模式方面，邗江区人民政府根据区内的建设规划指定公司对相关基础设施项目进行投资建设，公司本部及子公司与邗江区人民政府、扬州鸿昇建设发展有限公司（以下简称“扬州鸿昇”）、

维扬经开区管委会等委托方签订委托代建协议，自筹资金进行项目投资建设，每年年底根据完工进度与业主方进行结算。结算金额为业主方确认的投入成本加上公司的投资收益，投资收益一般为投入成本的20%，公司将投入成本和投资收益合计确认为工程建设收入。实际收入确认方面，公司每年年底将当年的投入情况报送给业主方，业主方经过评审后并结合自身资金安排给公司下发当年工程投入确认通知书和代建工程结算确认书，公司根据通知书上确认的投入成本及协议约定的投资收益确认当年的工程代建收入。

表7 2018—2020年公司工程代建收入来源及实际到款情况（单位：万元）

项目	2018年		2019年		2020年	
	确认收入	实际到款	确认收入	实际到款	确认收入	实际到款
扬州道口经济示范区功能提升项目	45437.12	32000.00	44272.07	25000.00	39611.88	20100.00
维扬经济开发区创建国家级生态工业示范园区	12023.92	18000.00	14354.02	10000.00	14004.51	10100.00
江阳创业园土地利用综合整治项目	15357.27	16000.00	16522.32	10000.00	16988.34	10100.00
扬州市新城河邗江段支流综合整治工程	12577.66	--	13742.71	20000.00	14907.75	22050.00
土地征迁工程	--	21000.00	19837.04	8000.00	42004.17	--
创业工业园项目	--	2200.00	--	--	--	-
合计	85395.98	89200.00	108728.16	73000.00	127516.66	62350.00

注：表格中各项相加可能与合计数有差异，这种差异是四舍五入造成的
资料来源：公司提供

2018—2020年，公司分别实现工程建设收入8.54亿元、10.87亿元和12.75亿元，主要来自

扬州道口经济示范区功能提升项目、维扬经济开发区创建国家级生态工业示范园区项目、江阳创业园土地利用综合整治、土地征迁工程等项目所确认的收入。由于采取固定加成比例的

结算模式，2018—2020年公司工程建设业务毛利率均为14.17%。回款方面，2018—2020年，公司工程建设收入当期分别收到回款8.92亿元、7.30亿元和6.24亿元，逐年下降。

表 8 截至 2020 年底公司确认总投资金额的主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	业主方	是否签署协议	总投资	截至 2020 年底累计投资	累计确认收入	累计回款
1	扬州道口经济示范区功能提升项目	扬州鸿昇	是	200000.00	242045.75	240337.51	130400.00
2	甘泉新苑农民集中安置区二期项目	扬州鸿昇	是	22000.00	10398.29	-	-
3	北湖湿地公园湿地生态保护工程（一期）项目	扬州鸿昇	是	49366.90	9812.81	-	-
4	邗江区公共卫生中心项目	扬州鸿昇	是	15000.14	2340.34	-	-
5	开发区中心幼儿园	维扬经开区管委会	是	3500.00	1661.97	-	-
6	扬州北高速出入口公园	维扬经开区管委会	是	2900.00	634.07	-	-
7	尚桥冲滨水公园	维扬经开区管委会	是	560.00	2101.48	-	-
8	江阳创业园土地利用综合整治项目	扬州鸿昇	是	70000.00	90976.69	74187.60	49200.00
9	维扬经济开发区创建国家级生态工业示范园区项目	扬州鸿昇	是	71982.70	86864.55	74552.18	49800.00
10	扬州市新城河邗江段支流综合整治工程	邗江区人民政府	是	157000.00	135203.08	41228.11	42050.00
11	创业工业园项目	维扬经开区管委会	是	20000.00	4770.97	-	-
12	汽车电子产品项目	维扬经开区管委会	是	134998.00	2305.22	-	-
合计				747307.74	589115.22	430305.40	271450.00

注：1. 上表中第1、8、9个项目由于实际征拆费用高于预算或改扩建，实际投资已超过立项投资，未来将以实际投入结算；

2. 扬州鸿昇建设发展有限公司成立于2014年4月，注册资本14亿元，邗江区国资办、扬州盛裕投资发展有限公司（扬州市高新技术产业开发区重要主体）和扬州市邗江国有资产经营有限公司（邗江城建的全资子公司）分别持股36.43%和35.00%和28.57%，实际控制人为邗江区人民政府

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司计划总投资额明确的主要在建项目共12个，详见表8，计划总投资合计74.73亿元，已完成投资58.91亿元；在建项目累计确认收入43.03亿元，累计回款27.15亿元；公司总投资金额无法确定的在建项目共2个，截

至2020年底已完成投资36.09亿元；累计确认收入6.18亿元，2020年底累计回款3.12亿元。公司在建项目回款效率不高。

截至2020年底，公司无拟建项目。

表 9 截至 2020 年底公司总投资金额无法确定的主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	业主方	是否签署协议	截至 2020 年底累计投资	累计确认收入	累计回款
土地征迁工程	江苏志之伟建设投资有限公司	是	339933.91	61841.21	29000.00
道路建设工程	维扬开发区管委会	是	20984.84	--	2200.00
小计	--	--	360918.75	61841.21	31200.00

注：土地拆迁工程项目和道路工程是公司成立以来相关众多项目合计数，较为零散，无确定的总投资额

资料来源：公司提供

（2）公司自营项目

公司自营项目1个，即本期债券募投项目扬

州微电子产业园一期工程项目，预计项目总投资10.30亿元，截至2021年4月底已完成投资1.23

亿元。未来项目通过房屋出租及出售取得相关收入，受建成后实际运营情况影响较大，存在不确定性。

3. 未来发展

未来，公司将加快转型升级步伐，努力扩大基础设施建设规模，打造成为邗江区优质的项目建设服务主体。一方面，公司将巩固发展核心业务，增强企业核心竞争力；另一方面，公司将加速发展培育业务，提高资产经营管理水平和质量。同时，公司将继续参股入股投资市场化经营主体，拓宽市场化业务范围，盘活公司资本，通过资本市场发展壮大企业，更好地提升企业价值。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年和2020年合并财务报表，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标

准无保留意见的审计结论。

截至2020年底，公司拥有合并范围内子公司9家。合并范围变动方面，2018年合并范围无变化，2019年公司通过购买和股权划转新增2家子公司，2020年通过购买新增1家子公司。整体看，上述新增子公司资产规模不大，公司财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司资产总额143.29亿元，所有者权益61.63亿元。2020年，公司实现营业收入12.86亿元，利润总额2.03亿元。

2. 资产质量

2018年以来，公司资产规模保持增长；资产构成以应收类款项及代建项目投入为主，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2018—2020年，公司资产规模保持增长，年均复合增长11.70%，主要来自货币资金、应收账款和其他应收款的增长。2020年底，公司资产总额143.29亿元，较上年底增长11.94%。2018—2020年，公司流动资产占比基本稳定，2020年底为96.35%，公司资产以流动资产为主。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	110.86	96.54	123.09	96.16	138.06	96.35
货币资金	9.47	8.25	11.15	8.71	19.39	13.53
应收账款	9.46	8.24	12.82	10.02	19.45	13.57
预付款项	5.92	5.15	9.17	7.16	9.36	6.53
其他应收款	20.55	17.89	22.65	17.69	27.60	19.26
存货	65.46	57.00	67.23	52.52	62.18	43.39
非流动资产	3.98	3.46	4.92	3.84	5.23	3.65
固定资产	3.24	2.82	3.74	2.92	3.12	2.18
资产合计	114.84	100.00	128.01	100.00	143.29	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2018—2020年，公司流动资产保持增长，年均复合增长11.59%；2020年底，公司流动资产为138.06亿元，较上年底增长12.16%，主要来自应收账款和其他应收款增长。公司流动资

产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

2018—2020年，公司货币资金持续增长，2019年底货币资金增长17.76%，主要受股东货币增资和债务增长影响；2020年底货币资金增

长 73.90%，主要系为取得借款质押的定期存单增加所致。2020 年底，公司货币资金中银行存款为 4.96 亿元，其他货币资金为 14.42 亿元（全部为使用权受到限制的承兑汇票保证金和定期存单），公司货币资金使用受限比例高。

公司应收账款为应收业主方的工程代建款，2018—2020 年快速增长，年均复合增长 43.36%。2020 年底，公司应收账款 19.45 亿元，较上年底增长 51.66%，主要受应收扬州鸿昇工程代建款和应收维扬经开区管委会土地征迁项目款增加影响。2020 年底，公司应收账款主要为应收扬州鸿昇的工程代建款（占 73.89%）和应收维扬经开区管委会的土地征迁项目款（占 25.91%）。从账龄看，1 年以内的应收账款占 58.33%，1~2 年的占 38.07%，账龄相对较短，但 1 年以内的应收账款占比较 2019 年底下降 12.86 个百分点，公司应收账款回款效率有所下降。

表 11 2020 年底公司应收账款欠款单位明细
(单位：亿元、%)

单位名称	期末余额	占比	坏账准备	计提比例
扬州鸿昇	14.74	73.89	0.45	3.02
维扬经开区管委会	5.17	25.91	0.06	1.23
邗江区人民政府	0.04	0.20	0.00	0.50
合计	19.96	100.00	0.51	2.55

注：对邗江区人民政府的应收账款累计计提坏账准备的金额为 2.07 万元

资料来源：公司审计报告

2018—2020 年，公司预付款项持续增长，2019 年底增长 54.94%，主要为新增预付土地购买款和预付购房款（蔚蓝大厦），2020 年底较上年底预付规模变化不大。公司预付款项主要为预付工程款及土地款等。

2018—2020 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 25.76%，主要系往来款增加所致。2020 年底，公司其他应收款 27.60 亿元，较上年底增长 21.85%。公司其他应收款累计计提坏账准备 2.18 亿元，计提比例为 7.31%；其中单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款

1.30 亿元，为公司对扬州亚联钢管有限公司、江苏中显集团有限公司及扬州中冶凯程置业有限公司的往来款，因上述企业破产或注销，往来款项无法收回，公司全额计提坏账准备。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款（账面余额 28.47 亿元）中，账龄在 1 年以内的占 69.96%、1~2 年的占 16.53%，账龄相对较短。公司其他应收款主要为应收邗江区国有企业的往来款，另外还有部分与民营企业或自然人的往来款，存在一定回款风险；前五大欠款单位欠款合计占 60.74%，集中度一般。

表 12 2020 年底公司其他应收款前五名明细
(单位：亿元、%)

单位名称	期末余额	占比	坏账准备	计提比例	单位性质
扬州源之清建设工程有限公司	4.56	15.32	0.02	0.50	国企
扬州庆和祥建设工程有限公司	4.50	15.11	0.08	1.76	国企
江苏省维扬经济开发区管委会	3.49	11.71	0.04	1.12	政府单位
江苏福瑞达轴承有限公司	3.00	10.07	0.06	2.06	国企
扬州市正康建设工程有限公司	2.54	8.53	0.20	7.94	国企
合计	18.08	60.74	0.40	2.23	--

资料来源：公司审计报告

2018—2020 年，公司存货波动下降，年均复合下降 2.54%。2020 年底，公司存货 62.18 亿元，较上年底下降 7.51%。公司存货包括开发成本（57.95 亿元，主要为代建项目投入）和土地成本（4.23 亿元）；未计提存货跌价准备。公司存货回收及变现周期较长，一定程度上影响了公司资产流动性。

非流动资产

2018—2020 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 14.70%。2020 年底，公司非流动资产 5.23 亿元，较上年底增长 6.49%。公司非流动资产主要由固定资产构成。

2018—2020 年，公司固定资产波动下降，年均复合下降 1.92%。2020 年底，公司固定资

产 3.12 亿元，较上年底下降 16.60%，主要系子公司江阳开发公司出售房屋建筑物所致。公司固定资产主要为房屋建筑物（占 97.64%），累计计提折旧 0.24 亿元，未计提减值准备。

2020 年底，公司受限资产账面价值合计 20.94 亿元，占资产总额的 14.61%；其中受限货币资金 14.43 亿元，系承兑汇票保证金和定期存单；存货和固定资产中受限资产分别为 4.10 亿元和 2.41 亿元，主要因提供抵押担保而受限。

3. 负债及所有者权益

2018—2020 年，公司所有者权益规模稳步提高，债务规模不断增长，整体债务负担尚可，2021 年面临一定的集中偿付压力。

所有者权益

2018—2020 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 13.72%。2020 年底，公司所有者权益 61.63 亿元，较上年底增长 14.73%，主要系实收资本增加所致。公司所有者权益主要由实收资本（占 48.35%）和资本公积（占 37.03%）构成。

2018—2020 年，公司实收资本快速增长，分别为 19.80 亿元、23.80 亿元及 29.80 亿元，2019 年底增长主要系邗江区国资办对公司货币增资 4.00 亿元，2020 年底增长主要系邗江区国资办对公司货币增资 6.00 亿元。

2018—2020 年，公司资本公积未发生变化，为 22.82 亿元，主要由子公司股权和股东现金投入构成。

负债

2018—2020 年，公司负债规模有所增长，年均复合增长 10.25%。2020 年底，公司负债总额 81.66 亿元，较上年底增长 9.93%，主要受应付票据增加影响。从负债结构看，2020 年底，公司流动负债占比为 71.36%，公司负债以流动负债为主。

2018—2020 年，公司流动负债有所增长，年均复合增长 8.98%。2020 年底，公司流动负

债 58.27 亿元，较上年底增长 15.23%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2018—2020 年，公司短期借款波动增长，2020 年底为 5.10 亿元，公司短期借款全部为保证借款。

2018—2020 年，公司应付票据有所波动。2020 年底，公司应付票据包括银行承兑汇票 10.39 亿元、商业承兑汇票 3.00 亿元。

公司其他应付款主要为往来款等，2018—2020 年，公司其他应付款保持相对稳定，2020 年底为 31.69 亿元。从账龄看，1 年以内的占 16.65%、1~2 年的占 43.30%、2~3 年的占 17.28%、3 年以上的占 22.78%。从欠款集中度看，前五名单位合计占 48.42%，集中度一般。

表 13 2020 年底公司其他应付款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	款项性质	单位性质
扬州蓓莱特贸易有限公司	3.97	12.53	往来款	国企
江苏扬州维扬经济开发区财政局	3.44	10.86	往来款	政府单位
扬州市苏中房屋征收服务有限公司	3.18	10.04	往来款	民企
中机环建集团有限公司	2.46	7.77	往来款	民企
扬州源之清建设工程有限公司	2.29	7.22	往来款	国企
合计	15.34	48.42		

资料来源：公司提供

公司一年内到期的非流动负债为即将到期的长期借款，2018—2020 年逐年下降，2020 年底 4.26 亿元。

2018—2020 年，公司非流动负债波动增长，2020 年底为 23.39 亿元。公司非流动负债包括长期借款和应付债券。

2018—2020 年，公司长期借款有所波动，分别为 16.12 亿元、18.74 亿元及 18.40 亿元。公司长期借款主要为抵押借款（占 60.69%）和保证借款（占 32.08%），利率位于 4.65%~6.37% 之间。

2019—2020 年，公司应付债券均为 4.98 亿

元，系 2019 年公司发行的 3 年期私募债。

2018 年底，公司其他非流动负债为 2.00 亿元，为公司向中国新城镇控股有限公司（1.95 亿元）和国开新城（北京）资产管理有限公司（0.05 亿元）的有息借款，本报告将其计入长期债务。

受扩大借款规模、发行私募债及应付票据增加影响，2018—2020 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 16.59%。2020 年底，公司全部债务 46.14 亿元，较上年底增长 16.59%。其中，长期债务和短期债务分别占比 50.69%及 49.31%，短期债务占比较 2019 年底上升 8.68 个百分点，债务结构一般。

表 14 公司债务构成及债务负担情况
(单位：亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期债务	15.83	16.23	22.75
长期债务	18.12	23.71	23.39
全部债务	33.94	39.95	46.14
资产负债率	58.50	58.03	56.99
全部债务资本化比率	41.60	42.65	42.81
长期债务资本化比率	27.55	30.63	27.51

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

从债务指标看，受政府股权划转、股东增资等因素影响，2018—2020 年，公司资产负债率逐年下降，全部债务资本化比率逐年上升，长期债务资本化比率波动下降，2020 年底分别为 56.99%、42.81%及 27.51%，公司整体债务负担尚可。

从 2020 年底存量债务到期分布看，2021—2023 年，公司分别需要偿还 22.75 亿元、9.40 亿元和 0.46 亿元，公司 2021 年存在一定集中偿付压力。

4. 盈利能力

2018—2020 年，随着工程代建业务的不断投入，公司营业收入快速增长，期间费用规模较小，财政补贴对公司利润影响较大。

受益于工程代建收入增长，2018—2020 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 22.45%。

2020 年，公司营业收入 12.86 亿元，同比增长 17.79%。近三年，公司营业利润率变动不大，2020 年为 13.99%。

表 15 公司盈利能力情况 (单位：亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	8.58	10.92	12.86
其他收益	0.80	0.85	1.00
利润总额	1.78	2.42	2.03
营业利润率	13.67	13.73	13.99
总资产收益率	1.81	2.20	1.85
净资产收益率	3.05	3.84	3.10

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司期间费用主要为管理费用。公司通常将大部分利息支出资本化，并有少量利息收入，因此 2018 年和 2019 年财务费用为负。公司期间费用规模较小。

2018—2020 年，为推进维扬经开区基础设施建设，维扬经开区财政局分别给予公司财政补贴 0.80 亿元、0.85 亿元及 1.00 亿元，公司计入“其他收益”。同期，公司分别实现利润总额 1.78 亿元、2.42 亿元及 2.03 亿元。

从盈利指标看，2018—2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率均有所波动，2020 年分别为 1.85%和 3.10%。

5. 现金流分析

公司经营活动现金流入以往来款及代建项目回款等为主，收现质量较差；投资活动现金流入规模不大，2020 年净流出规模有所下降。未来在建项目较多，公司存在对外融资压力。

经营活动方面，公司经营活动现金流入主要是往来款和代建业务回款等，2018—2020 年波动增长，年均复合增长 15.05%。2019 年，公司经营活动现金流入 51.72 亿元，同比增长 33.80%，主要受公司将股东货币出资计入经营活动影响。2020 年公司经营活动实现净流入 4.72 亿元，较 2019 年下降 44.68%，主要系支付的往来款增加所致。

从收入实现质量看，2018—2020 年，公司

现金收入比持续下降，2020 年为 49.10%，公司收入实现质量下滑。

表 16 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入量	38.65	51.72	51.17
经营活动现金流出量	44.47	43.18	46.45
经营活动现金流量净额	-5.82	8.53	4.72
现金收入比	104.28	67.28	49.10
投资活动现金流量净额	-0.74	-7.63	-3.60
筹资活动现金流量净额	-0.11	2.35	-0.84

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，近年来公司投资活动现金流入规模不大，主要为收回投资收到的现金与收到其他与投资活动有关的现金（均为结构性存款）。公司投资活动现金流出主要为投资支付的现金（购买子公司股权支付的现金）以及购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（购买土地或房产商铺等支出）、支付其他与投资活动有关的现金（结构性存款和定期存单）。2018—2020年，公司投资性净现金流分别为-0.74亿元、-7.63亿元和-3.60亿元。

筹资活动方面，近三年，公司主要通过吸收投资、银行借款及发行债券筹集资金，筹资活动现金流入有所波动。2018年，公司吸收投资收到的现金为6.35亿元（2.90亿元计入“实收资本”，3.45亿元计入“资本公积”），主要为股东增资、维扬经开区管委会资金投入等。2020年，公司吸收投资收到的现金为6.00亿元，为2020年维扬经开区管委会资金投入，计入“实收资本”。2020年，公司取得借款收到现金11.03亿元，同比大幅下降。公司收到其他与筹资活动有关的现金主要是收回的承兑汇票保证金及定期存款等，2020年为0.43亿元。公司筹资活动现金流出主要是偿付债务本息支出以及支出汇票保证金及定期存款等。2020年公司偿还债务支付现金12.90亿元，支付其他与筹资活动有关现金3.27亿元，均同比下降。2018—2020年，公司筹资性净现金流分别为-0.11亿元、2.35亿元和-0.84亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力指标表现尚可，但考虑到公司在邗江区基础设施建设领域的重要地位以及邗江区政府、维扬开发区管委会对公司的各项支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年，公司流动比率波动增长，速动比率逐年增长，2020年底分别为236.91%和130.21%。2018年，公司经营活动净现金流为负，对流动负债无保障能力；2019年—2020年，公司经营现金流动负债比为16.87%和8.10%。经营活动净现金流对公司流动负债的保障能力较弱。2018—2020年，公司现金短期债务比分别为0.60倍、0.69倍及0.85倍。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA波动增长，分别为1.80亿元、2.51亿元和2.20亿元；全部债务/EBITDA波动上升，分别为18.88倍、15.93倍及20.99倍；EBITDA利息倍数分别为0.98倍、1.31倍和2.09倍。

截至2020年底，公司共获得银行授信额度36.86亿元，已使用额度27.76亿元，尚未使用额度9.10亿元。公司间接融资渠道有待进一步拓宽。

截至2020年底，公司对外担保余额25.17亿元，担保比率40.85%；被担保单位均为邗江区国有企业。公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 17 截至 2020 年底公司对外担保明细

（单位：亿元）

被担保单位	担保余额
扬州市邗江城市建设发展有限公司	7.40
扬州庆和祥建设工程有限公司	6.35
江苏万宇投资置业发展有限公司	2.63
扬州源之清建设工程有限公司	2.30
扬州维匡实业有限公司	1.50
江苏志之伟建设投资有限公司	1.44
江苏福瑞达轴承有限公司	0.85
江苏邗建集团有限公司	0.81
扬州盛裕投资发展有限公司	0.70
扬州国际汽车城有限责任公司	0.55

江苏海兰德机械有限公司	0.45
扬州蓓莱特贸易有限公司	0.10
扬州如伟进出口有限公司	0.10
合计	25.17

资料来源：公司提供

7. 母公司财务分析

公司业务主要由公司本部和 2 个重要子公司负责，母公司资产在合并范围内占比较小。母公司资产以流动资产为主，所有者权益稳定性好，债务负担较轻。

截至 2020 年底，母公司资产总额 83.48 亿元，较上年底增长 7.80%。其中，流动资产 54.47 亿元，占比 65.26%。从构成看，流动资产主要由应收账款、其他应收款和存货构成，非流动资产主要由长期股权投资构成。

截至 2020 年底，母公司所有者权益 59.02 亿元，较上年底增长 13.98%。其中，实收资本和资本公积合计占 88.93%。母公司所有者权益稳定性好。

截至 2020 年底，母公司负债总额较上年底下降 4.69%至 24.45 亿元，负债结构以流动负债为主。其中，流动负债主要由短期借款、应付票据和其他应付款构成，非流动负债由长期借款和应付债券构成；母公司 2020 年底资产负债率为 29.29%，较上年底下降 3.84 个百分点。

2020 年，母公司实现营业收入 3.97 亿元，利润总额 1.32 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对每年分期偿还本金的覆盖程度好。存续期内募投项目收入对本息合计的覆盖程度较高；但募投项目预期收益受项目建设进度、实际租售情况等因素的影响存在一定的不确定性。同时，江苏再担保提供的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按期兑付的安全性。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模为 4 亿元，相当于 2020

年底公司长期债务的 17.10%、全部债务的 8.67%。本期债券的发行对公司整体债务规模和债务结构有一定影响。

2020 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 56.99%、42.81% 和 27.51%，以 2020 年底财务数据为基础，预计本期债券发行后，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将分别上升至 58.16%、44.86% 和 30.77%。本期债券发行后，公司债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券拟发行规模的 9.66 倍、12.93 倍和 12.79 倍。2018 年，公司经营性净现金流为负，对本期债券无保障能力；2019—2020 年，公司经营性净现金流分别为本期债券拟发行规模的 2.13 倍和 1.18 倍。2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为本期债券拟发行规模的 0.45 倍、0.63 倍及 0.55 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较好。

本期债券设置分期还本条款，在债券存续的第 3~7 年末，每年偿还 20% 的本金，即 0.80 亿元。2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为本期债券分期偿还本金的 2.25 倍、3.14 倍和 2.75 倍，经营活动现金流入量分别为每年分期偿还本金的 48.32 倍、64.65 倍和 63.96 倍。公司经营活动现金流入量对每年分期偿还本金的覆盖程度好。

3. 募投项目对本期债券的保障能力分析

募投项目于 2018 年 12 月开工建设，预计 2022 年 6 月完工，项目计划总投资 10.30 亿元。募投项目建成后，公司将通过租售和运营管理实现收入。

根据《可研报告》，本期债券存续期内，公司将获得宿舍、专家公寓、便民服务用房、停车位等的出租收入合计 28531.5 万元，研发生产基地厂房、生产制造基地厂房的销售收入合计

67337.5 万元以及物业管理收入 1423.0 万元。

表 18 募投项目收入测算及对募投项目使用本期债券资金覆盖情况（单位：万元、倍）

项目名称	合计	存续期内募投项目收入测算						
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
项目收入	97291.7	--	28239.0	28444.2	25270.9	5102.8	5102.8	5132.0
出租收入	28531.5	--	4518.5	4678.2	4826.4	4826.4	4826.4	4855.6
出售收入	67337.5	--	23568.1	23568.1	20201.3	--	--	--
物业管理收入	1423.0	--	152.4	197.8	243.3	276.5	276.5	276.5
经营成本	4899.5	--	776.0	800.5	825.0	831.6	831.6	834.8
税金及附加	2781.8	--	386.8	431.9	433.4	508.9	508.9	511.9
净收益	89610.1	--	27076.2	27211.7	24012.5	3762.2	3762.2	3785.3
本期债券本金	30600.0	--	--	6120.0	6120.0	6120.0	6120.0	6120.0
本期债券付息金额	10710.0	2142.0	2142.0	2142.0	1713.6	1285.2	856.8	428.4
本期债券本息偿还金额	41310.0	2142.0	2142.0	8262.0	7833.6	7405.2	6976.8	6548.4
项目收入覆盖本期债券本息倍数	2.36	--	13.18	3.44	3.23	0.69	0.73	0.78
净收益覆盖本期债券本息倍数	2.17	--	12.64	3.29	3.07	0.51	0.54	0.58

注：1. 债券利率按 7% 估算；2. 假定债券于 2021 年发行，募投项目将于 2023 年产生收入

资料来源：江苏省工程咨询中心出具的《可研报告》，联合资信整理

本期债券募集资金中 3.06 亿元用于募投项目建设，假设本期债券发行利率为 7%，考虑到本期债券设置分期偿还条款，自债券存续期第 3 年每年末还本 20%（即 0.61 亿元），在不考虑运营成本及税金因素下，本期债券存续期内募投项目收入合计 9.73 亿元，对募投项目使用募集资金部分本息合计（4.13 亿元）的覆盖倍数为 2.36 倍，覆盖程度较高。债券存续期第 1 年，募投项目尚在建设期未能形成收入，公司需依靠自身经营收入偿还当期所应付的利息。存续期第 2~4 年，募投项目收入分别是当年本期债券本息合计的 13.18 倍、3.44 倍和 3.23 倍，保障程度较好。存续期第 5~7 年，由于募投项目厂房已经完成销售，出租收入较少，募投项目收入对当年本期债券本息合计的覆盖倍数小于 1 倍，保障能力较低。

综上所述，募投项目存续期产生的收入可覆盖本期债券募投项目本息总额，但期限存在一定的不匹配性。且募投项目预期收益受项目建设进度、实际租售情况等因素的影响存在一定的不确定性，联合资信将持续关注募投项目的建设进度及未来实际收入对本期债券本息偿还的保障情况。

4. 担保增信措施

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，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

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 30.00 亿元，经过多次增资扩股和利润转增股本，2019 年底江苏再担保股本增至 75.13 亿元。江苏再担保股东主要为地方各级政府，实际控制人及第一大股东为江苏省人民政府，持股比例为 28.32%，江苏省财政厅代表省政府履行出资人职责。

截至 2019 年底，江苏再担保合并口径资产总额 172.17 亿元，负债总额 67.65 亿元，所有者权益 104.52 亿元。2019 年，江苏再担保实现营业收入 18.26 亿元，其中再担保业务收入 2.39 亿元，直保业务收入 7.86 亿元，贷款利息收入 4.24 亿元，融资租赁业务收入 3.34 亿元；实现净利润 4.81 亿元。

经联合资信评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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，其担保显著增强

了本期债券到期按期兑付的安全性。

十、债权保护条款分析

为了保证偿债资金的有效计提和专用性，并保证债券持有人的合法权益，公司与中国银行股份有限公司扬州邗江支行（以下简称“中行邗江分行”）签订了《扬州庆和瑞投资建设有限公司公司债券账户及资金监管协议》，聘请中行邗江分行作为本期债券募集资金监管银行，全面负责对募集资金使用专项账户、偿债账户进行监管。

募集资金使用专项账户设立后，公司须将本期债券发行后的募集资金直接划至募集资金使用专项账户。公司拟使用募集资金使用专项账户内的资金时，应当向中行邗江分行提出书面申请，说明资金用途，并提供证明资金用途的相关凭据（包括但不限于相关合同、债务凭据以及中行邗江分行认为需要的其他材料）。中行邗江分行有权核对公司款项用途，确保与《募集说明书》中披露的募集资金用途一致。公司应按债券还本付息的有关要求，将还本付息的资金及时划付至偿债账户，以保证按期支付本期债券本息。

公司同时聘请兴业证券股份有限公司为本期债券的债权代理人，在本期债券存续期限内为债券持有人的最大利益行事；并对本期债券所募集资金的使用进行监督。

综合来看，公司针对本期债券偿债资金来源设置了保障，有利于提高本期债券整体偿付能力。公司为本期债券设立了募集资金使用专项账户及偿债账户，并由兴业证券股份有限公司对上述账户进行监管，有助于降低本期债券操作风险。

十一、结论

公司是邗江区重要的基础设施建设主体，主要负责邗江区北部区域以及维扬经开区内土地整理、河流治理、园区提升改造以及其他基

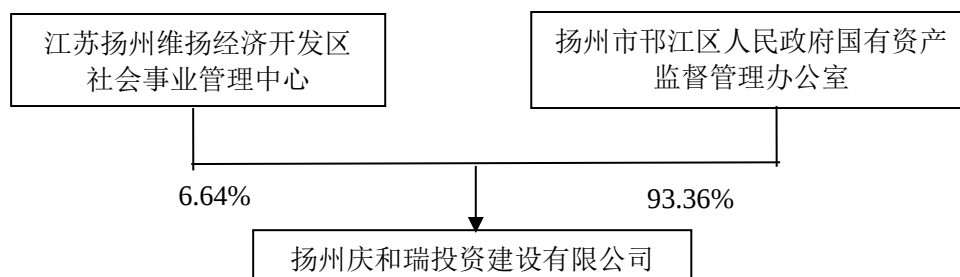
础设施建设业务，并持续得到邗江区人民政府和维扬经开区管委会在资金注入、股权划转、债务置换及财政补贴等方面的大力支持。

近年来，公司资产规模稳定增长，以流动资产为主，其中存货和其他应收款规模较大，资产流动性较弱，整体资产质量一般；公司债务规模持续增长，整体债务负担尚可。公司营业收入持续增长，但业务收入的回款质量不稳定，利润主要依赖于政府的财政补贴；未来，公司项目投资规模较大，面临一定资本支出压力。

本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保可有效提高本期债券的偿付安全性。同时，本期债券设置分期偿付条款，可减轻公司的集中偿付压力。

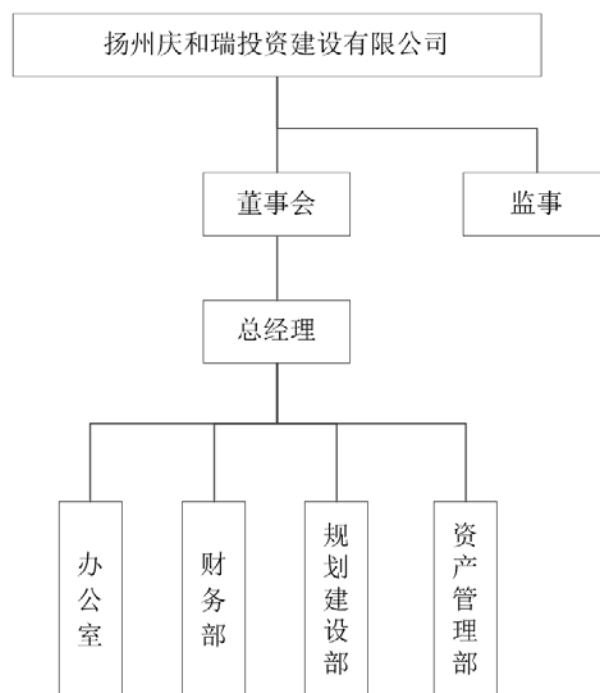
综合评估，联合资信认为本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司合并范围内子公司情况

序号	单位名称	持股比例 (%)	业务性质	取得方式
1	扬州志之宏建设发展有限公司	100.00	建筑工程、装潢工程	股权划转
2	江苏联嘉电子有限公司	100.00	建筑安装工程	股权划转
3	江苏创智建设工程有限公司	100.00	土木工程建筑业	股权划转
4	扬州富瑞泉建设发展有限公司	100.00	基础设施建设、土地开发	股权划转
5	扬州市江阳工业园开发建设有限公司	100.00	房地产业	股权划转
6	扬州市科光汽车电子电气有限责任公司	100.00	专用设备制造业	股权划转
7	扬州维思德建设机械有限公司	100.00	混凝土机械	购买
8	江苏维开置业有限公司	100.00	房地产开发项目投资、销售	股权划转
9	江苏维思海轴承有限公司	100.00	轴承及零部件的生产、销售、 机械设备、零配件、原辅料进 出口业务	购买

资料来源：公司审计报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	9.48	11.15	19.39
资产总额（亿元）	114.84	128.01	143.29
所有者权益（亿元）	47.66	53.72	61.63
短期债务（亿元）	15.83	16.23	22.75
长期债务（亿元）	18.12	23.71	23.39
全部债务（亿元）	33.94	39.95	46.14
营业收入（亿元）	8.58	10.92	12.86
利润总额（亿元）	1.78	2.42	2.03
EBITDA（亿元）	1.80	2.51	2.20
经营性净现金流（亿元）	-5.82	8.53	4.72
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.95	0.98	0.80
存货周转次数（次）	0.11	0.14	0.17
总资产周转次数（次）	0.08	0.09	0.09
现金收入比（%）	104.28	67.28	49.10
营业利润率（%）	13.67	13.73	13.99
总资本收益率（%）	1.81	2.20	1.85
净资产收益率（%）	3.05	3.84	3.10
长期债务资本化比率（%）	27.55	30.63	27.51
全部债务资本化比率（%）	41.60	42.65	42.81
资产负债率（%）	58.50	58.03	56.99
流动比率（%）	225.95	243.39	236.91
速动比率（%）	92.54	110.46	130.21
经营现金流动负债比（%）	-11.85	16.87	8.10
现金短期债务比（倍）	0.60	0.69	0.85
全部债务/EBITDA（倍）	18.88	15.93	20.99
EBITDA 利息倍数（倍）	0.98	1.31	2.09

注：将其他非流动负债中的有息债务纳入长期债务核算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	1.15	3.64	4.15
资产总额（亿元）	67.79	77.44	83.48
所有者权益（亿元）	46.51	51.78	59.02
短期债务（亿元）	3.05	4.18	6.61
长期债务（亿元）	4.75	9.93	8.87
全部债务（亿元）	7.80	14.10	15.47
营业收入（亿元）	4.54	4.43	3.97
利润总额（亿元）	1.50	1.41	1.32
EBITDA（亿元）	1.51	1.43	1.34
经营性净现金流（亿元）	-5.79	-1.28	-4.07
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.90	0.72	0.49
存货周转次数（次）	0.58	0.49	0.39
总资产周转次数（次）	0.07	0.06	0.05
现金收入比（%）	70.43	56.45	50.80
营业利润率（%）	13.80	13.67	13.87
总资本收益率（%）	2.44	1.94	1.66
净资产收益率（%）	2.85	2.47	2.10
长期债务资本化比率（%）	9.27	16.09	13.06
全部债务资本化比率（%）	14.36	21.41	20.77
资产负债率（%）	31.40	33.13	29.29
流动比率（%）	270.90	324.49	349.53
速动比率（%）	231.45	268.07	295.93
经营现金流动负债比（%）	-35.02	-8.12	-26.11
现金短期债务比（倍）	0.38	0.87	0.63
全部债务/EBITDA（倍）	5.17	9.83	11.55
EBITDA 利息倍数（倍）	2.18	2.35	2.17

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 2021 年第一期扬州庆和瑞投资建设有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年扬州庆和瑞投资建设有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

扬州庆和瑞投资建设有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。扬州庆和瑞投资建设有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对扬州庆和瑞投资建设有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，扬州庆和瑞投资建设有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注扬州庆和瑞投资建设有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现扬州庆和瑞投资建设有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对扬州庆和瑞投资建设有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如扬州庆和瑞投资建设有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对扬州庆和瑞投资建设有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送扬州庆和瑞投资建设有限公司、监管部门等。