

信用等级公告

联合〔2019〕1680号

联合资信评估有限公司通过对扬州龙川控股集团有限公司及其拟发行的 2020 年第一期扬州龙川控股集团有限公司公司债券的信用状况进行综合分析和评估,确定扬州龙川控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺,2020 年第一期扬州龙川控股集团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

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月二十四日



2020 年第一期扬州龙川控股集团有限责任公司 公司债券信用评级报告

评级结果:

公司主体长期信用等级: AA⁺
担保方主体长期信用等级: AAA
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: 12.00 亿元
本期债券期限: 7 年
偿还方式: 按年付息, 在存续期的第 3 年至第 7 年每年偿还本金的 20%
募集资金用途: 项目建设和补充营运资金

评级时间: 2019 年 6 月 24 日

财务数据:

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	74.69	84.29	57.97
资产总额(亿元)	330.10	382.18	446.13
所有者权益(亿元)	123.54	117.10	158.34
短期债务(亿元)	54.46	46.01	63.37
长期债务(亿元)	125.84	173.95	167.85
全部债务(亿元)	180.30	219.96	231.22
营业收入(亿元)	24.77	25.90	32.07
利润总额(亿元)	2.94	3.69	3.43
EBITDA(亿元)	4.99	5.46	5.90
经营性净现金流(亿元)	-10.43	-28.47	-54.55
应收类款项/资产总额(%)	29.69	33.70	44.59
营业利润率(%)	8.99	11.27	8.55
净资产收益率(%)	2.02	2.61	1.66
资产负债率(%)	62.57	69.36	64.51
全部债务资本化比率(%)	59.34	65.26	59.35
流动比率(%)	392.96	396.14	409.27
经营现金流动负债比(%)	-13.89	-32.58	-54.67
全部债务/EBITDA(倍)	36.16	40.30	39.17

分析师: 张龙景 高志杰

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

评级观点

扬州龙川控股集团有限责任公司(以下简称“公司”)是扬州市江都区最重要的基础设施建设主体及国有资产运营平台。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司业务具有区域专营性、所获外部支持力度较大;随着政府资产注入,公司资产规模增加,营业收入持续增长。同时,联合资信关注,到公司资产流动性较弱,债务规模持续增长、债务负担偏重,存在一定的或有负债风险,代建项目回款较差等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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不可撤销连带责任保证担保,有效增强了本期债券到期偿付安全性。此外,本期债券设定分期偿付条款,有利于降低集中偿付压力。

随着江都区新型城镇体系建设以及中心城区建设的推进,公司着力布局城市运营、金融投资等板块,随着扬州石化有限责任公司(以下简称“扬州石化”)并入后,公司业务结构更加多元化,市场化经营能力将进一步增强,收入规模有望大幅增长。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、本期债券偿还能力及江苏再担保担保能力的综合评估,联合资信认为,本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 近年扬州市江都区经济稳定发展,为公司提供了良好的外部环境。
2. 公司作为江都区基础设施建设以及国有资产经营的最重要主体,在财政补贴、资产注入等方面持续获得较大的外部支持。

3. 公司在交通运营、城市供水以及粮食购销领域具有一定区域专营优势。随着扬州石化并入后，公司业务结构更加多元化，同时市场化经营能力也进一步增强。
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，有效提高了本期债券偿付的安全性。

关注

1. 公司应收类款项规模大且账龄较长，对公司资金形成较大占用，资产流动性较弱。
2. 公司债务规模持续增长，债务负担偏重，短期内面临较大的集中偿付压力。
3. 公司对外担保金额大，存在一定的或有负债风险。
4. 代建项目投资规模大，回款较差，经营性净现金流持续净流出。

声 明

一、本报告引用的资料主要由扬州龙川控股集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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。

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、本次信用评级结果的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。

2020 年第一期扬州龙川控股集团有限责任公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

扬州龙川控股集团有限责任公司（以下简称“公司”）前身为江都市建设发展有限公司，于2001年6月成立，是由江都市房地产公司以实物出资240.00万元和江都市自来水公司以实物出资1014.02万元组建的有限责任公司。2004年9月，江都市公用事业处入股公司，并于2004—2007年期间对公司多次增资。2008年，公司所有股东股权无偿转让给江苏江都建设投资控股有限公司（后更名为江都市鑫盛投资控股有限公司），后经股东多次增资，公司注册资本达到10.11亿元。2010年，江苏江都建设投资控股有限公司将所持公司全部股权划拨给江都市国有资产管理所。2015年，江都市国有资产管理所撤销，公司股东变更为扬州市江都区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“江都区国资办”）。2016年，江都区国资办将所持公司全部股权划拨给扬州圆融产业投资有限公司。2017年，扬州圆融产业投资有限公司更名为扬州市江都区国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“区国资运营公司”），同时公司名称变更为现名。2018年，区国资运营公司以货币形式累计向公司增资41.05亿元。截至2018年底，公司注册资本55.16亿元、实收资本51.16亿元，股东为区国资运营公司，实际控制人为江都区人民政府。

公司经营范围包括：股权投资，产业投资，地产开发，实业投资，工程项目的建设，谷物及其他作物的种植，林木的培育和种植，粮油生产基地项目建设，中低产田改造、土地复垦、农田水利设施建设，物业服务。

截至2018年底，公司本部内设投资发展部、计划财务部、风险合规部等6个职能部门；公司合并范围主要子公司22家。

截至2018年底，公司资产总额446.13亿元，所有者权益合计158.34亿元（含少数股东权益7.54亿元）；2018年，公司实现营业收入32.07亿元，利润总额3.43亿元。

公司注册地址：扬州市江都区仙女镇玉带居委会大会堂路10号；法定代表人：蔡平。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行公司债券 16.80 亿元，包括品种一 12.00 亿元，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，品种二 4.80 亿元，无担保。2020 年第一期扬州龙川控股集团有限责任公司公司债券计划发行规模 12.00 亿元（以下简称“本期债券”，即品种一），期限 7 年，采用固定利率，按年付息，在本期债券存续期的第 3 年到第 7 年每年偿还本金的 20%。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券计划募集资金中 7.20 亿元将用于江都区长红农民集中居住区项目（以下简称“募投项目”）的建设，4.80 亿元将用于补充公司营运资金。

表 1 募集资金拟使用情况（单位：亿元、%）

募集资金投向项目	项目总投资	权益投资额 ¹	拟使用募集资金	占项目总投资比例	占项目权益投资比例
江都区长红农民集中居住区项目	28.76	27.75	7.20	25.03	25.95
补充运营资金	--	--	4.80	--	--
合计	--	--	12.00	--	--

资料来源：公司提供

¹ 募投项目实施主体为公司持股 96.50% 的子公司扬州市惠滨众建设发展有限公司。

资料来源：公司提供

项目概况

募投项目位于江都仙女镇黄河路东侧、黄海路西侧、江平路南侧。其中建筑占地面积 104211.04m²，道路及停车场占地面积 255669.6m²，公共绿地占地面积 187050.36m²。项目主要建设内容为安置住宅以及与之相关的配套设施，项目规划总建筑面积 1036058.00m²，计入容积率面积为 916078.00m²，容积率为 1.67。其中，住宅区建筑面积 857276.00m²、公共建筑配套设施建筑面积 57067.00m²、储藏室总建筑面积 91875.00m²、地下车库总建筑面积 29840.00m²。

资金来源

募投项目总投资额 28.76 亿元，其中公司自筹资金 87608.00 万元，占总投资的 30.46%；计划融资 200000.00 万元（通过本期债券融资 72000.00 万元），占总投资的 69.54%。

募投项目审批情况

募投项目已取得扬州市相关政府部门审批、核准文件，具体情况如下：

表 2 募投项目审批文件

审批部门	审批文件及字号
扬州市江都区发改委	《关于扬州市惠滨众建设发展有限公司长红农民集中居住区项目可行性研究报告的批复》（扬江发改〔2015〕08 号）
扬州市江都区环境保护局	《关于扬州市惠滨众建设发展有限公司江都区长红农民集中居住区项目环境影响报告书的批复》（扬江环发〔2015〕196 号）
扬州市江都区发改委	《关于江都市鑫源产业投资集团有限公司长红安置区项目节能审查意见》（扬江发改〔2012〕96 号）、《扬州市江都区发展改革委关于同意将江都市鑫源产业投资集团有限公司长红安置区项目节能审查意见变更为扬州市惠滨众建设发展有限公司长红农民集中居住区项目节能审查意见的通知》（扬江发改〔2015〕102 号）
扬州市江都区国土资源局	《关于扬州市惠滨众建设发展有限公司江都区长红农民集中居住区项目用地的预审意见》（扬江国土资预〔2015〕12 号）
扬州市规划局	《建设项目选址意见书》（扬规选字第 3210002015J0010 号）
江苏省维护稳定工作领导小组办公室	《扬州市社会稳定风险评估评审报告表》

募投项目进度情况

根据《江都区长红农民集中居住区项目可行性研究报告》（以下简称“《可研报告》”）以及公司提供的信息，项目建设期为 5 年，募投项目已于 2015 年 7 月开工，截至 2018 年底已累计投入资金 6.00 亿元，占总投资的 20.86%，由于前期拆迁工作工期较长，项目完工进度约 25%。

经济效益分析

根据《可研报告》，募投项目的收益主要来源于小高层住宅、高层住宅、储藏室和机动车位的出售收入。项目建成后，测算周期以建设期 5 年，出售期 3 年为基础，预计全部投资内部收益率 12.05%（含税），静态投资回收期 6.58 年。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降

低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类、粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出

口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到 2018 年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3%左右。

四、行业及区域经济环境

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，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，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。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，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，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，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的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，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的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议

和中央政治局会议分别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。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。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。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 3 2018 年以来与城投企业相关的主要政策

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〔2018〕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：联合资信整理

3. 行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》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。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。

4. 区域经济

公司经营与投资的项目主要集中在扬州市江都区。公司的经营范围及投资方向直接受扬州市和扬州市江都区经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

近年来，扬州市和江都区经济发展稳定，江都区规模以上工业总产值持续增加，为公司创造了良好的外部环境。

扬州市

扬州市地处江苏省中部、长江与京杭大运河交汇处，是江苏长江经济带重要组成部分、

南京都市圈成员城市和长三角城市群城市。

表4 2016—2018年扬州市主要经济指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
地区生产总值（亿元）	4449.38	5064.92	5466.17
规模以上工业总产值(亿元)	10099.60	9371.10	--
固定资产投资（亿元）	3288.68	3690.09	--
城镇居民人均可支配收入（元）	35659	38828	41999
三次产业结构	5.6:49.4:45.0	5.2:48.9:45.9	5.0:48.0:47.0

数据来源：2016~2018 年扬州市国民经济和社会发展统计公报

根据《2018 年扬州市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年扬州市实现地区生产总值 5466.17 亿元，比上年增长 6.7%。其中，第一产业增加值 273.34 亿元，增长 3.0%；第二产业增加值 2623.24 亿元，增长 5.8%，其中工业增加值 2283.60 亿元，增长 6.4%；第三产业增加值 2569.59 亿元，增长 8.2%。按常住人口计算的人均地区生产总值为 120944 元，按年均汇率折算达 18277 美元。2018 年扬州市产业结构调整扎实推进，三次产业结构调整调整为 5:48:47，第三产业增加值占地区生产总值比重比上年提高 1.1 个百分点。

2018 年，扬州市规模以上工业增加值增长 5.1%，其中轻工业增长 3.8%，重工业增长 5.5%。分经济类型看，国有工业增长 0.8%，集体工业下降 17.3%，股份制工业增长 6.7%，外商港澳台投资工业增长 2.0%。在规模以上工业中，国有控股工业增长 8.5%，民营工业增长 5.7%。

2018 年，扬州市固定资产投资增长 11%，其中：工业投资增长 16.2%，服务业投资增长 5.0%。

扬州市江都区

江都区位于扬州市东部，东连泰州市高港

区、海陵区、姜堰区，南濒长江，西傍扬州市广陵区，北接高邮市、兴化市；总面积1332.54平方千米（其中陆地面积占85.8%、水域面积占14.2%）。2017年底全区常住人口为101.2万人。全区设13个镇、65个居民委员会、263个村民委员会。

表5 2016—2018年扬州市江都区主要经济指标

项目	2016年	2017年	2018年
地区生产总值（亿元）	939.63	1055.12	1070.05
规模以上工业总产值（亿元）	2399.70	2646.68	--
固定资产投资（亿元）	709.43	832.94	--
城镇居民人均可支配收入（元）	36557.60	39887.00	43118.00
三次产业结构	6.3:48.4:45.3	6.0:47.5:46.5	6.3:46.2:47.5

数据来源：2016~2018年扬州市江都区国民经济和社会发展统计公报

根据《扬州市江都区2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年江都区实现生产总值1070.05亿元，可比价增长5.00%。其中，第一产业增加值66.95亿元，增长3.30%；第二产业增加值494.44亿元，增长2.00%；第三产业增加值508.66亿元，增长8.60%。服务业占地区生产总值比重达47.50%，较2017年提高1个百分点。三次产业结构由上年的6.0：47.5：46.5调整为6.3：46.2：47.5。按常住人口计算人均地区生产总值为105476元，增长4.60%。

2018年，江都区647家规模以上工业企业总产值增长4.90%。其中，轻工业下降6.40%，重工业增长7.90%。从主导产业来看，医药化工产业完成产值228.97亿元，下降1.50%；特钢、造船产业完成产值207.86亿元，增长17.70%；汽车产业完成产值94.26亿元，下降3.90%；机械电子产业完成产值519.52亿元，下降2.40%。

2018年，江都区全年固定资产投资下降2.30%。其中：第二产业投资下降0.30%；第三产业投资下降6.60%，第三产业投资中，房地产开发完成投资增长1.00%。

根据扬州市江都区国民经济和社会发展“十三五”规划纲要，江都区将实施协调发展战略，实施新型城镇化建设行动计划，推进新型城镇化和城乡一体化，做强做优中心城区，

以打造扬州东部主城新板块为目标，加快建设江广融合区，改造提升老城区，实施一批功能性、基础性、标志性重大城建工程，不断强化中心城市要素集聚和辐射带动能力；完善城镇布局，加快构建以重点中心镇为重点，特色小镇和中心村（社区）为补充，区域协调、结构清晰的城镇体系，加强区域医疗中心、中小学校和文化体育设施建设，充分发挥其连接城乡、集聚人口、服务群众的重要载体和节点作用；统筹推进城乡一体化发展，加大城乡水利、能源、供水、公交、信息、环保等重大基础设施建设，推动公共服务和公共产品向农村延伸。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年底，公司注册资本55.16亿元、实收资本51.16亿元，股东为区国资运营公司，实际控制人为江都区人民政府。

2. 企业规模及竞争力总结

扬州市江都区范围内主要的国有城投公司共有2家，为公司和扬州市江都沿江开发有限公司。扬州市江都沿江开发有限公司主要承担江都经济开发区基础设施建设、园区内项目开发等任务。

公司作为扬州市江都区最重要的城市基础设施建设主体和国有资产运营平台，主要承担江都区市政基础设施建设、安置房建设、自来水供应以及安保、粮食购销等业务。在扬州市江都区政府的大力支持下，公司注册资本由成立之初0.12亿元增加至2018年底的55.16亿元。公司纳入合并范围主要子公司共计22家，分别从事股权投资、粮食销售、供水及基础设施建设等业务。

3. 人员素质

公司高管人员管理经验丰富；员工综合素质水平较高，能够满足公司目前业务发展需要。

公司高管人员共3名，其中执行董事1人、总经理1人、副总经理1人。

蔡平先生，1971年生，大专学历；曾任江都经济开发区管委会副主任、党工委书记，大桥镇党委书记、镇长；现任公司法定代表人、党委书记兼执行董事。

高鹏先生，1976年生，本科学历、经济师；曾任仙女城市信用社所主任，江都城市建设发展中心财务部副主任、融资部主任，扬州市江都区滨江经济发展局投融资办主任；现任公司总经理。

张勇先生，1979年生，江苏扬州人，本科学历。曾任江都市建设发展有限公司道桥工程部主任助理、江都市公用事业处副主任、江都区城市供水排水服务中心主任；现任公司副总经理、党委委员。

截至2018年底，公司本部在职职工84人。公司员工中具有本科及以上学历的有59人，大专学历的有20人，中专、高中及以下学历的有5人；公司员工中的有50岁以上3人，30~50岁的有58人，30岁以下的有23人。

4. 外部支持

近年来，江都区一般公共预算收入波动下降；公司在资产、资金注入和政府补贴等方面获得有力的外部支持。

2016—2018年，江都区财政总收入分别为101.09亿元、127.96亿元和127.85亿元，2018年同比略有下降0.1%。2016—2018年，江都区一般公共预算收入分别为55.15亿元、52.66亿元和52.89亿元，2018年增长0.4%。其中，2018年江都区税收收入41.30亿元，增长13.5%。2018年，江都区一般公共预算支出112.19亿元，增长11.8%；财政自给率为47.14%，财政自给能力较差。2018年，江都区区级政府性基金收入39.18亿元，下降12.3%。截至2018年底，江都区区级地方政府债务余额为84.52亿元。

政府资产、资金注入

根据《关于印发深化国有企业和政府投融

资体制改革实施意见的通知》（扬江发〔2016〕16号），江都区政府将隶属于区城建局、交通局、财政局、水务局、房管局、国土局和滨江新城管委会的国有投资企业划拨给公司。其中2016年划入子公司19家（资产合计215.95亿元、负债合计167.72亿元），除1家持股比例88%外，其余持股比例100%，增加资本公积35.47亿元；2017年划入子公司6家（资产合计约28.54亿元、负债合计约26.22亿元），持股比例100%，增加公司资本公积0.96亿元²。新划入子公司扬州鑫域建设工程有限公司2017年产生工程代建收入9.45亿元，其他划入子公司近两年收入贡献较少。根据《关于扬州市江都区粮食收储总公司股权整体划转的批复》杨江国企〔2018〕5号，2018年江都区国资办将扬州市江都区粮食收储总公司（以下简称“江都粮食总公司”）股权整体划转公司。

2018年，区国资运营公司以货币形式累计向公司增资41.05亿元，计入公司“实收资本”科目。

政府补贴

2016—2018年，公司分别收到江都区政府给予的财政补贴3.12亿元、3.34亿元和4.73亿元，分别反映在“营业外收入”和“其他收益”科目。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况一般；未发现公司有其他不良信用记录。

根据企业信用报告（机构信用代码为G1032101200002370F），截至2019年5月8日，公司未结清信贷信息中不存在不良或关注类信贷信息；已结清信贷信息中存在1笔欠息（最近结清日期2005年4月14日）、19笔关注类贷款记录（最近结清日期2015年6月2日）和13笔关注类银行承兑汇票记录（最近结清日期2014年11月19日）。

² 2017年资本公积较2016年减少，主要系当期划出一家子公司所致

截至2019年6月10日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，制定了《公司章程》。

公司不设股东会和董事会，设执行董事1名，为公司法定代表人。执行董事任期三年，任期届满，可以连任。公司不设监事会，设监事1名，监事由股东决定产生。监事任期每届三年，任期届满，可以连任。

2. 管理水平

公司建立了基本的组织架构，部门职责明确，内部管理制度较为健全。

公司本部内设投资发展部、计划财务部、综合管理部和风险合规部等6个部门。其中投资发展部主要负责对战略投资、股权投资项目的调研、审查，辅助项目融资等；风险合规部主要开展业务审计、专项审计，对工程合同、经济合同进行审计以及法律诉讼处理等。

公司制定了集团财务管理、行政管理、建设项目审计、工程项目管理³等方面的制度。

财务管理方面，公司实行统一领导、分级管理财会体制，并就财务工作管理（含财务报告报送、工作例会、财务督办、内部牵制、稽核等）、会计核算与监督、货币资金管理、往来款款项管理、固定资产管理、在建工程管理、以及成本费用管理等方面内容做出了规定。其中往来款项管理方面，公司规定应收款项根据经核对的工程合同和其他合同或协议为依据予以记账，按照不同的应收账款类型或单位名称设置明细账。财务人员每月要对上月的应收款项进行清理，对已到期的应收账款下达催款通知书，组织力量催收；对已逾期仍不能收回

的应收账款送风险合规部负责人、计划财务部负责人审核后，责成责任部室提出解决办法，报主管领导批准之后执行。在建工程管理方面，公司明确可行性分析的责任部门、人员，规定可行性分析与项目评估、项目实施职能相分离；公司要求加强在建工程的资金审查，根据审定的项目投资计划，编制工程实施进度和资金投放计划，对项目资金的支付应严格审查和控制。

行政管理方面，公司对人员招聘、印章使用、收发文、劳动合同管理以及考勤等方面作了具体规定。就印章使用，公司明确了印章刻制、印章保管、用印审查、用印审批、用印登记和印章销毁等方面内容。公司规定行政章、合同章、党委印章由综合管理部专职人员严格保管，各种财务专用章、法人印鉴、业务管理用章，由相关部门指定专人保管。

工程项目管理方面，公司就工程项目管理（含投资控制、工程预算、立项决策、项目实施、项目竣工验收、项目决算审计等）、工程施工过程管理（含造价控制、质量、进度、安全管理等）、工程款支付、工程项目建设廉政管理等方面内容做出规定。其中工程质量、进度管理方面，公司规定工程建设必须严格执行国家、省、市和行业有关现行工程质量管理的法律法规、建设规范和强制性标准，确保不发生较大及以上质量事故，工程质量合格率应达到100%。勘察、设计单位、施工单位和监理单位等参建单位具体负责项目的工程质量管理，明确工程质量管理职责、目标和相应措施，落实工程质量管理责任制。工程建设进度管理以实现合同约定工期为目标，与施工单位合同约定合理工期、关键节点完工时间和违约责任。建设单位、监理单位对工程建设进度应进行严格检查，定期组织召开施工进度现场会，协调解决有关问题。

七、经营分析

³ 本部承接的工程项目目前由子公司扬州龙川控股路桥工程有限公司代为管理

1. 经营概况

公司以市政项目建设为基础，不断拓展粮食贸易、自来水等经营性业务。近三年公司营业收入持续增长，综合毛利率波动下降。

公司主要承担扬州市江都区基础设施、安置房建设任务，同时开展自来水供应、公路运输、粮食购销等业务。2016—2018年，公司营业收入主要来自基础设施建设及粮食购销收入，2018年分别占比64.05%和25.96%。2016—2018年，公司分别实现营业收入24.77亿元、25.90亿元和32.07亿元，年均复合增长13.79%，主要系公司基础设施及粮食购销收入增加。

从各业务板块看，公司基础设施建设收入波动增长，其中2018年收入规模较大，主要系当期确认的工程项目完工量较大；安置房建设收入波动较大，主要系受安置房建设进度影

响，其中2017年收入实现主要因当期结转了建乐、长红安置区部分工程项目；公司自来水收入波动增长、公路运输收入波动下降；公司粮食购销收入持续增长，主要系2018年公司并入江都粮食总公司所致。

毛利率方面，2016—2018年，公司综合毛利率波动下降，主要系公司结转的基建项目代建费比例不同，基础设施建设毛利率波动；公司自来水业务毛利率持续为负，主要系2016年水厂翻修，且2018年公司供水范围新增了邵伯、油田片区，购买大量较高成本的自来水所致；公司公路运输业务持续亏损主要系刷卡打折、免费乘车情况增加以及部分长途班线退出市场所致；公司粮食购销毛利率变动主要系公司粮食购销价格随行就市，受市场因素影响较大。

表 6 2016—2018 年公司营业收入及毛利率情况（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	186319.28	75.23	14.23	142204.11	54.91	19.75	205394.16	64.05	16.43
安置房建设	--	--	--	49216.20	19.00	15.60	6104.85	1.90	11.18
自来水	8319.15	3.36	-31.49	7874.24	3.04	-61.25	8633.39	2.69	-102.23
公路运输	8393.82	3.39	-19.64	7536.53	2.91	-45.12	7551.92	2.36	-73.30
粮食	44226.3	17.86	1.96	45300.47	17.49	2.51	83255.16	25.96	3.11
安保收入	--	--	--	4901.8	1.89	35.12	5108.34	1.59	57.70
房租收入	--	--	--	--	--	--	2678.09	0.84	78.20
其他	405.66	0.16	-30.97	1965.96	0.76	67.46	1945.22	0.61	81.04
合 计	247664.21	100.00	9.28	258999.31	100.00	12.25	320671.12	100.00	9.13

注：各项之和与合计数不一致系四舍五入所致

资料来源：公司财报

2. 业务经营分析

（1）基础设施、安置房建设

公司基础设施、安置房建设前期未结转成本及在建项目投资规模较大，业务收入持续性较好，但回款情况较差；考虑到在建项目尚需投资规模大，公司未来资本支出压力较大。

公司基础设施及安置房建设业务主要由公司本部、子公司扬州鑫域建设工程有限公司、子公司扬州市江都区宏图交通产业有限公

司以及 2016 年新并入子公司扬州龙川控股路桥工程有限公司（以安置房为主）承接。近三年公司承接及建设的基础设施、安置房建设项目委托方以扬州市江都区建设局及扬州融通建设有限公司、扬州远通资产管理有限公司、扬州江通建设有限公司、扬州市江都区引江棚改有限公司等地方国有企业为主。委托代建项目均采用工程结算造价总额加成一定比例的代建费方式进行结算。其中扬州市江都区

建设局委托项目以项目总概算的 5%~15%（基础设施建设 5%~7%、安置房建设 10%~15%，具体依各子项目而定）作为公司代建管理费；其他单位未具体约定代建费比例，根据结算单测算，已结算项目代建费比例均约 20%。

收入确认方面，公司代建的基础设施项目、安置房项目均按照完工百分比确认收入，但对于早期部分代建项目，公司未确认相关收入，即存货科目体现出的未结转开发成本规模较大，未来何时结转存在不确定性。2016—2018 年，公司分别确认基础设施代建收入 18.63 亿元、14.22 亿元和 20.54 亿元，分别确

认安置房建设收入 0 亿元、4.92 亿元和 0.61 亿元。2016—2018 年，公司基础设施、安置房代建分别实现回款 5.15 亿元、10.03 亿元和 5.47 亿元，公司代建项目回款情况较差。

截至 2018 年底，公司主要在建基础设施项目包括新文化艺术中心、金湾路、建都路、揽月广场等，总投资 57.20 亿元，已完成投资 28.88 亿元；主要在建安置房项目包括江桥安置区、春和安置区以及建乐安置区等，总投资 28.08 亿元，已完成投资 13.15 亿元。截至 2018 年底，公司主要在建项目未来尚需投资 43.25 亿元，公司面临较大的资本支出压力。

表 7 2016—2018 年公司基础设施、安置房代建收入确认情况（单位：万元）

年份	委托方	代建项目	确认收入
2016 年	扬州融通建设有限公司	揽月广场、建都路	28492.18
	扬州远通资产经营管理有限公司	金湾路	120225.92
	扬州江通建设有限公司	小型市政工程项目	37601.08
	小计		186319.18
2017 年	扬州市江都区引江棚改有限公司	小型市政工程项目	45259.15
		安置房	49216.20
	扬州远通资产经营管理有限公司	小型市政工程项目	96944.96
	小计		191420.31
2018 年	扬州市江都区引江棚改有限公司	小型市政工程项目	64883.02
	扬州市江都区引江棚改有限公司	安置房	3913.83
	扬州融通建设有限公司	揽月广场、建都路	3508.23
	扬州远通资产经营管理有限公司	金湾路	42570.77
	扬州江淮建设发展有限公司	江都市政建设工程	90696.14
	其他	安置房、市政工程等	5927.02
	小计		211499.01

资料来源：公司提供

表 8 截至 2018 年底公司主要在建基础设施、安置房项目情况（单位：亿元）

类别	委托方	在建项目名称	总投资额	已完成投资	2019 年计划投资	2020 年计划投资
基础设施	扬州江淮建设发展有限公司	江都市政工程	15.00	7.56	1.23	1.11
	文化新闻出版局	新文化艺术中心	7.70	2.53	2.76	1.51
	扬州远通资产经营管理有限公司	金湾路	24.00	13.57	3.25	2.27
	江苏通盛交通有限公司	建都路	4.50	2.93	0.32	0.88
	扬州融通建设有限公司	揽月广场	6.00	2.29	1.16	1.23
安置房	扬州市江都区建设局	江桥安置区	8.19	5.08	1.06	0.92
	扬州市江都区建设局	春和安置区	1.79	1.32	0.33	0.14
	扬州市江都区建设局	阳光花苑北安置区	2.50	2.37	0.12	-
	扬州市江都区引江棚改有限公司	建乐安置区	15.60	4.38	2.22	2.57
合计			85.28	42.03	12.45	10.63

资料来源：公司提供

(2) 粮食贸易

受市场需求量增加以及江都粮食总公司的并入影响,公司粮食贸易规模持续增长,业务经营稳定。

公司子公司扬州市江都区万源粮食购销有限公司(以下简称“万源公司”)和江都粮食总公司负责粮食购销业务。江都区的粮食购销分为政策性、纯市场两种。政策性业务包括国家临时收储和地方储备,收入来自于临时收储的仓储和收购费用。纯市场销售业务包括本地市场供应和南方销售两部分,本地市场供应主要销往本地的小麦、大米和面粉厂,供应本地粮食需求;南方销售中,一部分销往上海、浙江、福建和广东等地的原粮企业和加工企业(面粉厂、米厂等),另一部分作为贸易粮销往南方缺粮省份(如广东省)作为其储备粮。目前江都区政策性粮食购销业务主要由公司子公司江都粮食总公司运营,市场化粮食购销业务由公司子公司江都粮食总公司和万源公司承接。市场化粮食购销业务主要采用以销订购,采购区域以扬州本地为主,采购种类主要为红麦、夏麦、稻谷、高粱、玉米等。粮食采购、销售价格根据市场行情来决定,采购价格一般不低于保护价。货款结算方面,粮食采购按照现货现款,粮食销售结算周期依照协议约定,3天、15天不等。

2016—2018年,公司粮食采购量分别为18.34万吨、19.13万吨和33.66万吨,销售量分别为17.73万吨、17.50万吨和31.06万吨。2018年,公司粮食贸易量增加主要系并入江都粮食总公司所致。2016—2018年,公司粮食贸易收入持续增长,分别为4.42亿元、4.53亿元和8.33亿元,毛利率分别为1.96%、2.51%和3.11%,处于低水平。

(3) 自来水及公路运输

公司自来水供应具备区域专营优势,业务持续性较强,但由于运营成本较高,处于亏损状态;公路运输业务已于2018年底移交,未来

将不再产生相关收入。

公司自来水业务主要由子公司扬州市江都区自来水有限公司(以下简称“自来水公司”)和扬州市惠民区域供水投资有限公司负责(以下简称“惠民水投公司”),供水范围覆盖江都城区、近郊村组、原砖桥集镇和宜陵镇等乡镇区域。其中自来水公司主要负责主城区的自来水供应,而惠民水投公司则承接江都区乡镇自来水的供应工程。2018年,江都主城区新增铺DN100以上管道16.78公里,新增用水户6000户,全区共完成乡镇支管网更新改造59.62公里(其中惠民水投公司改造56.65公里),乡镇新增用水户2600户。2016—2018年,公司供水总量持续增长,分别为7564万吨、7677万吨和8644万吨;供水收入分别为8319.15万元、7874.24万元和8633.39万元,其中2017年供水收入下降主要系2016年水价有调整;毛利率分别为-31.49%、-61.25%和-102.23%,近三年毛利率持续为负主要系惠民水投公司对水厂进行翻修,供水能力减弱,为保证供给同时又购买的其他区域高成本自来水,且2018年公司供水范围新增了邵伯、油田片区,购买高成本自来水量增加所致。

公司子公司扬州市江都公路运输有限公司(以下简称“公路运输公司”)是江都区唯一的专业客运中型企业,主要经营江都区内公交、区县客运等,区域专营优势较强。公路运输公司于2016年实现了江都区13个乡镇村客运班车全覆盖;2017年开通公交线路1条,优化调整线路2条,建成北站公交停车场,80个城市公交电子站牌已全部建成并投入运行。2018年,扬州市政府推行市区公交一体化,公司公路运输业务已于2018年底移交给扬州市公共交通集团有限责任公司。2019年,公司不再承担江都区公路运输业务职能。2016—2018年,公司公路运输业务收入分别为8393.82万元、7536.53万元和7551.92万元,毛利率均为负值,主要系部分长途班线退出市场以及刷卡打折、免费情形增多所致。公司公交业务公益

性较强，票价受政府监管，运营收入无法覆盖成本，江都区财政局每年向公司拨付一定规模的财政补贴。

3. 重大事项

根据扬州市江都区政府2018年出具的《关于扬州石化增资及股权优化的会议备忘录》，同意公司二级子公司江都工业资产经营管理公司采用分红方式增资扬州石化有限责任公司，持股比例由40.53%增至50.50%。根据公司提供的资料，2018年扬州石化营业收入为20.28亿元，公司自上年合并扬州石化后，业务结构将进一步多元化，市场化经营能力增强，同时收入规模也有望大幅增长。

4. 未来发展

公司积极推进市场化转型，不断布局城市运营、金融投资以及生态环保等业务板块，未来市场化业务收入有望持续增长。

随着区域国有企业改革的不断深入，公司通过并购重组、新增设立，不断调整完善公司组织结构、业务架构，目前公司已初步形成市政建设（道路、安置区、医院等）、城市运营（水务、保安、粮食等）、金融投资、生态环保四大业务板块。公司目前正着力布局市场化业务，在生态环保板块，公司计划成立环评公司，申请划入建设局下属环保公司，拓展垃圾处理业务。金融投资板块，公司将参股江都农商行；股权投资区域内重点优质企业；成立基金管理公司，对各类政府性基金进行专业化管

理；成立小微企业担保公司，服务中小微企业。另外，公司还计划整合区域内国有农贸市场成立农贸集团，新建1000余车位的停车场等。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2016—2018 年合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2016年，公司通过政府股权划拨形式，合计并入19家子公司；2017年，公司通过政府股权划拨形式，并入6家子公司，同时注销7家子公司，划出1家子公司股权。2018年，公司通过政府股权划拨并入1家公司，同期公司投资设立1家公司。2018年底，公司合并范围共22家子公司。三年连审报告对相关科目进行追溯调整，财务数据可比性强。

2. 资产质量

2018年，由于政府股权的划拨，公司资产规模快速增长，但存货和应收类款项占比高，且应收类款项账龄较长，对公司资金形成占用。资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2016—2018年，公司资产总额快速增长，年均复合增长16.25%。截至2018年底，公司资产总额446.13亿元，较上年底增长16.73%。公司资产构成以流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	73.89	22.38	84.29	22.06	57.97	12.99
应收账款	50.44	15.28	61.57	16.11	81.85	18.35
预付款项	26.95	8.16	29.52	7.72	25.08	5.62
其他应收款	47.57	14.41	67.21	17.59	117.09	26.25
存货	80.78	24.47	89.97	23.54	108.05	24.22
流动资产	295.20	89.43	346.22	90.59	408.38	91.54
可供出售金融资产	6.20	1.88	3.25	0.85	15.73	3.53
固定资产	12.78	3.87	15.75	4.12	10.12	2.27

其他非流动资产	11.38	3.45	11.38	2.98	--	--
非流动资产	34.90	10.57	35.96	9.41	37.75	8.46
资产总额	330.10	100.00	382.18	100.00	446.13	100.00

注：各项之和与合计数不一致系四舍五入所致

资料来源：根据公司审计报告整理

2016—2018 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 17.62%。截至 2018 年底，公司流动资产 408.38 亿元，较上年底增长 17.95%，主要系应收账款、其他应收款和存货增长所致。

2018 年底，公司货币资金 57.97 亿元，较上年底下降 31.22%。其中，银行存款 29.79 亿元，其他货币资金 28.18 亿元；货币资金中 19.78 亿元为受限资金，主要为银行承兑汇票保证金，货币资金受限比例较高。

2016—2018 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 27.39%，主要系公司代建项目未收到回款所致。截至 2018 年底，公司应收账款 81.85 亿元，较上年底增长 32.94%，主要系应收代建工程款增加所致。从账龄看，公司应收账款 1 年以内的占 31.97%、1~2 年的占 27.26%、2~3 年的占 20.91%、3 年以上的占 19.86%，公司应收账款账龄较长。从集中度看，公司应收账款期末余额前五名合计占 93.82%，集中度高。公司应收账款基本按照 0.06%计提坏账准备，累计计提坏账准备 0.05 亿元，公司应收账款坏账准备计提比例低。

表 10 截至 2018 年底公司应收账款前五名明细
(单位：亿元、%)

单位名称	金额	占比	款项性质
扬州远通资产经营管理有限公司	26.41	32.25	代建工程款
扬州江淮建设发展有限公司	19.74	24.10	代建工程款
扬州市都江区建设局	17.76	21.69	代建工程款
扬州市江都区引江棚改有限公司	8.63	10.53	代建工程款
扬州融通建设有限公司	4.30	5.25	代建工程款
合计	76.84	93.82	--

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司预付款项波动中有所下降，年均复合下降 3.53%。截至 2018 年底，公司预付款项 25.08 亿元，较上年底下降 15.04%，主要为历年来的拆迁项目预付款，拆迁项目尚未补偿安置结束，故一直未结账。从账龄看，公司预付款项 1 年以内占 57.11%、1~2 年的占 11.00%、2~3 年的占 19.33%、3 年以上的占 12.56%，预付款项账龄较长。从集中度看，公司预付款项期末余额前五名合计占 66.00%，集中度较高。

表 11 截至 2018 年底公司预付款项前五名明细
(单位：亿元、%)

单位名称	金额	占比
扬州市龙鑫建设发展有限公司（棚户区改造工程款）	5.00	19.93
江都市拆迁安置办公室	4.17	16.62
扬州亚太置业有限公司	3.93	15.66
江苏长兴房屋拆迁安置有限公司	1.97	7.85
扬州双汇房地产开发有限公司	1.49	5.94
合计	16.56	66.00

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 56.89%，主要系 2016 年新并入子公司存在较多往来款项。截至 2018 年底，公司其他应收款 117.09 亿元，较上年底增长 74.21%，主要为经营性往来款增长所致。从账龄看，1 年以内的占 38.42%、1~2 年的占 28.43%、2~3 年的占 13.36%、3~4 年的占 10.73%、4 年以上的占 9.06%。公司其他应收款前五名占比 51.83%，集中度一般；公司累计计提坏账准备 1.89 亿元。

表 12 截至 2018 年底公司其他应收款前五名明细
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比	款项性质
扬州三河六岸建设发展有限公司	25.23	21.20	垫付工程款
扬州市江都区土地储备中心	21.70	18.24	预付征地块、借款
江苏融汇建设集团有限公司	5.35	4.50	借款
扬州市龙鑫建设发展有限公司	5.15	4.33	垫付工程款
江都区房屋征收管理办公室	4.23	3.56	预支拆迁款
合计	61.66	51.83	--

注: 各项之和与合计数不一致系四舍五入所致

资料来源: 公司审计报告

2016—2018 年, 公司存货快速增长, 年均复合增长 15.66%, 主要为代建项目开发成本。截至 2018 年底, 公司存货 108.05 亿元, 较上年底增长 20.10%, 系开发成本增加所致。结构上由开发成本 (104.23 亿元, 占比 95.46%)、库存商品 (3.56 亿元, 占比 3.29%) 和原材料 (0.26 亿元, 占比 0.24%) 构成。

2016—2018 年, 公司其他流动资产波动中有所增长, 年均复合增长 11.40%。截至 2018 年底, 公司其他流动资产 18.34 亿元, 较上年底增长 34.17%, 主要系公司购买理财产品所致。

2016—2018 年, 公司非流动资产保持快速增长, 年均复合增长 4.01%。截至 2018 年底, 公司非流动资产 37.75 亿元, 较上年底增长 4.98%。

2016—2018 年, 公司可供出售金融资产波动增长, 年均复合增长 59.32%。截至 2018 年底, 公司可供出售金融资产 15.73 亿元, 较上年底增长 384.40%, 主要系公司投资扬州市民邦建设发展基金合伙企业 (有限合伙) 股权所致。

2016—2018 年, 公司长期股权投资快速增长, 年均复合增长 47.68%。截至 2018 年底为 4.98 亿元, 较上年底增长 101.02%, 主要系公司投资扬州宁达贵金属有限公司股权所致。

2016—2018 年, 公司固定资产波动中有所下降, 年均复合下降 11.00%。截至 2018 年底, 公司固定资产 10.12 亿元, 较上年底下降 35.73%, 主要系管网因企业合并减少和转出所致; 公司固定资产累计计提折旧 4.87 亿元, 未提取减值准备。从构成看, 公司固定资产主要为房屋建筑物 (占 28.75%) 和供水管网 (占 60.47%)。

2016—2017 年, 公司其他非流动资产变化较小。截至 2017 年底, 公司其他非流动资产 11.38 亿元, 主要由政府收储土地 (0.23 亿元)、办公楼及用地 (10.93 亿元) 和其他 (0.22 亿元) 组成。截至 2018 年底, 公司无其他非流动资产, 系将其全额划出公司所致。

2016—2018 年, 公司应收类款项快速增长, 年均复合增长 42.47%; 同期, 应收类款项占资产总额的比重快速增长, 分别为 29.69%、33.70% 和 44.59%。截至 2018 年底, 应收类款项为 198.94 亿元, 较上年底增长 54.48%, 应收类款项占资产总额的 44.59%, 占比较上年上升 10.89 个百分点。

截至 2018 年底, 公司受限资产规模 44.50 亿元, 占资产总额的 9.97%, 其中受限货币资金 19.78 亿元、土地抵押 21.92 亿元, 受限投资性房地产 2.80 亿元。

3. 资本结构

受政府资产划拨和增资影响, 公司所有者权益规模波动增长; 实收资本、资本公积占比较高, 公司所有者权益稳定性一般。

2016—2018 年, 公司所有者权益波动增长, 年均复合增长 13.21%。截至 2018 年底, 公司所有者权益 158.34 亿元, 较上年底增长 35.22%, 主要系股东增资所致; 结构上, 实收资本和资本公积占比较高, 公司所有者权益稳定性尚可。

2016—2018 年, 公司实收资本快速增长, 年均复合增长 124.96%, 其中 2016—2017 年均 10.11 亿元, 2018 年为 51.16 亿元, 较 2017

年底增长 406.08%，主要系股东增资 41.05 亿元所致。2016—2018 年，公司资本公积有所下降，年均复合下降 9.76%，主要系注销多家子

公司、划出 1 家子公司股权所致。2016—2018 年，公司未分配利润快速增长，年均复合增长 23.39%。

表13 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	10.11	8.18	10.11	8.63	51.16	32.31
资本公积	95.93	77.65	87.75	74.94	78.12	49.34
未分配利润	12.60	10.20	16.96	14.49	19.18	12.11
归属与母公司权益合计	120.19	97.29	116.75	99.70	150.80	95.24
所有者权益合计	123.54	100.00	117.10	100.00	158.34	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

由于子公司债务并入以及项目建设资金需求增加，近三年公司有息债务规模大幅增长，长期债务占比增加，公司债务负担较重。

2016—2018 年，公司负债总额快速增长，

年均复合增长 18.04%。截至 2018 年底，公司负债总额 287.79 亿元，较上年底增长 8.56%，主要系短期借款、应付票据和长期应付款增长所致，负债结构以非流动负债为主。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	20.63	9.99	2.50	0.94	12.07	4.19
应付票据	14.24	6.89	0.75	0.28	12.15	4.22
应付账款	5.00	2.42	15.31	5.78	4.30	1.49
其他应付款	9.84	4.77	15.05	5.68	19.21	6.68
一年内到期的非流动负债	19.59	9.49	42.76	16.13	39.16	13.61
流动负债	75.12	36.37	87.40	32.97	99.78	34.67
长期借款	116.64	56.47	163.52	61.69	161.85	56.24
应付债券	9.20	4.45	10.43	3.93	6.00	2.08
长期应付款	4.86	2.35	3.11	1.17	20.16	7.01
非流动负债	131.43	63.63	177.69	67.03	188.01	65.33
负债总额	206.56	100.00	265.09	100.00	287.79	100.00

注：各项之和与合计数不一致系四舍五入所致

资料来源：根据公司审计报告整理

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 15.25%。截至 2018 年底，公司流动负债 99.78 亿元，较上年底增长 14.17%，主要系短期借款和应付票据增长所致。

截至 2018 年底，公司短期借款 12.07 亿元，同比增长 382.18%，主要系质押借款和保证借款增长所致。结构上由质押借款（占比 41.01%）、保证借款（占比 40.02%）和信用借款（占比 18.97%）组成。

2016—2018 年，公司应付票据波动下降，年均复合下降 7.61%。截至 2018 年底，公司应付票据 12.15 亿元，较上年底大幅增长，主要系公司应付银行承兑汇票增长所致。

2016—2018 年，公司应付账款波动下降，年均复合下降 7.30%。截至 2017 年底，公司应付账款 15.31 亿元，较上年底增长 206.09%，主要系新纳入合并范围的子公司应付账款较多所致。截至 2018 年底，公司应付账款 4.30

亿元，较上年底下降 71.93%，主要系公司支付应付账款所致。从账龄看，应付账款中 1 年以内的占 31.40%，1~2 年的占 26.74%，2~3 年的占 26.51%，3 年以上占比 15.35%。

2016—2018 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 39.68%。截至 2018 年底，公司其他应付款 19.21 亿元，较上年底增长 27.64%，主要系江都粮食总公司并入后往来款增加所致。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 41.37%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 39.16 亿元，较 2017 年底下降 8.43%。其中，一年内到期的长期借款 32.90 亿元，一年内到期的应付债券 4.59 亿元，一年内到期的长期应付款 1.68 亿元。

2016—2018 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 19.60%。截至 2018 年底，公司非流动负债 188.01 亿元，较上年底增长 5.81%，主要系长期应付款快速增长所致。

截至 2018 年底，公司长期借款 161.85 亿元，较上年底下降 1.02%，主要包括质押借款 33.27 亿元、抵押借款 14.03 亿元、保证借款 113.21 亿元和抵押加保证借款 1.30 亿元。

2016—2018 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 19.24%。截至 2018 年底，公司应付债券 6.00 亿元，为非公开发行公司债“16 鑫域 01”（期限 5 年）。

2016—2018 年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 103.60%。截至 2018 年底，公司长期应付款 20.16 亿元，较上年底大幅增长，主要系公司开展融资租赁业务所致，融资租赁款全部为有息债务。

若将长期应付款中有息债务计入全部债务核算，2016—2018 年，公司调整后全部债务持续增长，年均复合增长 16.61%。截至 2018 年底，公司调整后全部债务 250.55 亿元，较上年底增长 12.76%。其中短期债务和调整后长期债务分别占比 25.29%和 74.71%；2019—2020

年到期的债务分别为 56.42 亿元、57.70 亿元。

2016—2018 年，公司资产负债率波动较大，三年分别为 62.57%、69.36%和 64.51%；全部债务资本化比率波动较大，三年分别为 59.34%、65.26%和 59.35%；长期债务资本化比率波动增长，三年分别为 50.46%、59.77%和 51.46%。截至 2018 年底，公司调整后全部债务资本化比率 61.28%。总体看，公司债务负担较重。

4. 盈利能力

公司收入规模持续增长，利润总额对政府补助依赖大，公司整体盈利能力弱。

2016—2018 年，公司营业收入不断增长，年均复合增长 13.79%；同期，公司营业成本不断增长，年均复合增长 13.88%。2018 年，公司营业收入 32.07 亿元，同比增长 23.81%，主要系基础设施建设收入和粮食贸易收入增长所致；同期，公司营业成本 29.14 亿元，同比增长 28.21%。

期间费用方面，2016—2018 年公司期间费用分别为 2.60 亿元、2.31 亿元和 3.61 亿元。公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成。2016—2018 年，公司财务费用波动增长，分别为 1.43 亿元、0.99 亿元和 1.89 亿元，主要为利息支出。2016—2018 年，公司管理费用有所增长，年均复合增长 8.40%，2018 年为 1.15 亿元。2016—2018 年公司期间费用率（期间费用/营业收入）分别为 10.51%、8.90%和 11.26%。公司期间费用控制能力一般。2018 年，公司计提资产减值损失 2226.71 万元，主要系部分其他应收款账龄较长，坏账准备计提较多所致。

2016—2018 年，公司实现营业外收入分别为 3.12 亿元、0.02 亿元和 0.02 亿元，2017—2018 年公司实现其他收益 3.34 亿元和 4.73 亿元，主要为政府补助。2016—2018 年，公司实现利润总额分别为 2.94 亿元、3.69 亿元和 3.43 亿元。公司利润总额对政府补助依赖大。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司营业利润率波动下降，三年分别为 8.99%、11.27%

和 8.55%；同期，公司总资本收益率持续下降，三年分别为 1.28%、1.17%和 1.06%；同期，公司净资产收益率波动下降，三年分别为 2.02%、2.61%和 1.66%。公司整体盈利能力弱。

5. 现金流分析

公司经营活动获现能力差；投资活动现金流转为大额净流出；随着未来项目建设的推进以及到期债务的增加，公司对外资金需求将保持较高水平。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、与经营活动相关的单位往来款以及政府补助等。2016—2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动中有所增长，年均复合增长 8.29%，2018年为13.42亿元。2016—2018年，公司收到其他与经营活动有关的现金波动下降，年均复合下降36.73%，2018年为16.69亿元，主要为收回的往来款。2016—2018年，公司购买商品、接受劳务支付的现金波动增长，年均复合增长14.42%，2018年为43.09亿元。2016—2018年，公司支付其他与经营活动有关的现金波动增长，年均复合增长19.47%，2018年为39.87亿元，主要为支付的往来款项。2016—2018年，公司经营活动现金流净额分别为-10.43亿元、-28.47亿元和-54.55亿元。2016—2018年，公司现金收入比分别为46.22%、78.61%和41.86%，公司整体收现质量差，主要系代建业务回款情况较差所致。

投资活动方面主要体现为投资活动现金流出。2016年，公司收到其他与投资活动有关的现金25.87亿元，主要系公司划入多家子公司，货币资金大幅增加所致；2017年公司投资活动现金流出主要为投资支付的基金投资款3.20亿元和支付其他与投资活动有关的现金2.74亿元；2018年公司投资支付的现金14.76亿元，主要系公司投资扬州市民邦建设发展基金合伙企业（有限合伙）、江苏江都农村商业银行股份有限公司和江苏再担保股权所支付的现金。2016—2018年，公司投资活动现金流净

额分别为25.77亿元、-6.49亿元和-14.93亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金。2016—2017年，公司吸收投资收到的现金分别为3.00亿元和3.05亿元，主要为收到的民邦基金投资款；2018年吸收投资收到的现金41.11亿元，主要系公司接受股东增加注册资本金收到的现金。2016—2018年公司取得借款收到的现金波动增长，年均复合增长26.57%，2018年为91.02亿元。2017年，公司收到其他与筹资活动有关的现金11.70亿元，主要为票据融资。公司筹资活动现金流出主要由偿还债务本息支付的现金构成，2018年公司支付其他与筹资活动有关的现金17.32亿元，主要为偿还到期票据。2016—2018年，公司筹资活动现金流净额分别为24.35亿元、60.84亿元和25.86亿元。

6. 偿债能力

公司短期内面临较大的集中偿付压力；由于近几年公司有息债务规模增长较快，长期偿债能力弱，但考虑到公司获得的外部支持力度较大，公司整体偿债能力较好。

从短期偿债能力看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率均持续增长，流动比率三年分别为392.96%、396.14%和409.27%，速动比率三年分别为285.44%、293.20%和300.98%。2016—2018年，公司经营现金流动负债比分别为-13.89%、-32.58%和-54.67%。截至2018年底，公司现金类资产对公司短期债务覆盖能力较差，同时考虑到公司2019年、2020年到期债务规模较大（分别为56.42亿元和57.70亿元），公司面临较大的集中偿付压力。

从长期偿债能力看，2016—2018年，公司EBITDA分别为4.99亿元、5.46亿元和5.90亿元。其中费用化利息支出分别为1.28亿元、0.92亿元和1.71亿元，利润总额分别为2.94亿元、3.69亿元和3.43亿元；同期，调整后全部债务/EBITDA分别为36.95倍、40.71倍和42.44倍。EBITDA对调整后全部债务保障能力弱。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信 288.88 亿元，已使用 181.91 亿元。考虑到公司未来两年到期债务规模较大，公司间接融资渠道有待拓宽。

根据公司 2018 年审计报告，截至 2018 年底，公司对外担保余额 97.25 亿元，担保比率 61.42%，被担保企业主要为扬州市地方国有企业，目前经营正常；单户最大合计担保金额 22.02 亿元，为扬州市江都区汇江水利建设发展有限公司，其控股股东为扬州市江都区国有资本投资运营集团有限公司。考虑到公司担保比率很高，公司存在一定的或有负债风险。

7. 母公司财务状况

公司母公司资产流动性一般，所有者权益稳定性尚可，债务整体负担一般。

截至2018年底，母公司资产总额288.44亿元（占合并口径64.65%），较上年底增长21.75%，主要系应收账款、其他应收款和存货和长期股权投资增长所致，资产流动性一般。其中流动资产占比72.20%、非流动资产占比27.80%。

截至2018年底，母公司所有者权益合计116.26亿元（占合并口径73.42%），较2017年底增长56.45%，主要系股东增加注册资本金所致。其中实收资本占44.00%、资本公积占38.97%、盈余公积占2.00%、未分配利润占15.03%。实收资本和资本公积占比较高，所有者权益结构稳定性尚可。

截至2018年底，母公司负债合计172.18亿元（占合并口径59.83%），较2017年有所增长，其中流动负债占54.15%、非流动负债占45.85%。截至2018年底，母公司资产负债率59.69%，整体债务负担一般。

2018年，母公司实现营业收入13.69亿元，占合并收入总额的42.69%；营业利润率为31.12%；利润总额4.26亿元，占合并利润总额124.20%。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券拟发行金额 12.00 亿元，分别相当于 2018 年底公司调整后长期债务和调整全部债务的 6.41%和 4.79%。本期债券的发行对公司债务规模及结构影响较小。

2018 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 64.51%、61.28%和 54.17%，以公司 2018 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至 65.44%、62.38%和 55.71%。公司债务负担略有增加。

2. 本期债券偿还能力分析

2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 4.99 亿元、5.46 亿元和 5.90 亿元，分别为本期债券发行金额的 0.42 倍、0.45 倍和 0.49 倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为 53.15 亿元、77.49 亿元和 30.11 亿元，分别为本期债券发行金额的 4.43 倍、6.46 倍和 2.51 倍。2016—2018 年，公司经营活动现金流量净额均为负，对本期债券无保障能力。

本期债券设置了本金分期偿付条款，从债券存续的第三年开始每年偿还本金 2.40 亿元。2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为每年分期偿还本金的 2.08 倍、2.27 倍和 2.46 倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为每年分期偿还本金的 22.14 倍、32.29 倍和 12.55 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力较好。

3. 募投项目偿债能力分析

本期债券募集资金 12.00 亿元，其中 7.20 亿元用于募投项目建设，4.80 亿元用于补充公司运营资金。项目收入来源于项目建成后的小高层住宅、高层住宅、储藏室和机动车位的出售收入。

根据《可研报告》预测，募投项目建成后，总建筑面积 1036058.00m²、住宅建筑面积 857276.00m²、公共建筑 57067.00m²、储藏室 91875.00m²、地下车库 29840.00m²、4400 个停车位，上述物业拟全部定向销售。募投项目建设期 5 年，拟售住宅、储藏室和机动车位出售期均为 3 年，小高层住宅出售单价为 4250 元/m²，高层住宅出售单价为 4000 元/m²，储藏室出售单价为 2750 元/m²；停车位 4400 个，出售单价为 8 万元/个。各类物业销售价格、可售面积如表 15 所示。

假设项目建成后各类物业逐年按 40%：30%：30%的比例进行销售。项目现金流入情况如表 16 所示。假设本期债券于 2020 年发行，募投项目于 2020 年 6 月底完工，本期债券自第三年起每年需偿还 2.40 亿元本金。其中募投项目使用资金每年待偿还 1.44 亿元，在本期债券存续期内，项目累计可实现销售收入 40.95 亿元，大于本期债券用于项目的 7.20 亿元以及本期债券合计待偿还本金 12.00 亿元，募投项目累计收入对用于本期债券待偿还本金覆盖程度高。

表 15 募投项目预计销售单价及面积

项目	单位	第一年	第二年	第三年
小高层住宅销售	单价	4250	4250	4250
	面积	97497.60	73123.20	73123.20
高层住宅销售	单价	4000	4000	4000
	面积	245412.80	184059.60	184059.60
储藏室销售	单价	2750	2750	2750
	面积	36750.00	27562.50	27562.50
地下车库销售	单价	80000	80000	80000
	数量	1760.00	1320.00	1320.00

资料来源：《可研报告》，联合资信整理

表 16 募投项目收入及偿债能力测算（单位：万元）

项目	第一年	第二年	第三年
小高层住宅销售	41436.48	31077.36	31077.36
高层住宅销售	98165.12	73623.84	73623.84
储藏室销售	10106.25	7579.69	7579.69
地下车库销售	14080.00	10560.00	10560.00
募投项目收入	163787.85	122840.89	122840.89
募投项目累计收入			409469.63
还本金额			72000.00
募投项目累计收入/还本金额			5.69 倍

资料来源：《可研报告》，联合资信整理

4. 担保方分析

本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据担保协议，在本期债券兑付日，如公司不能兑付本期债券本金或利息，江苏再担保将承担担保责任，担保范围包括本期债券本金、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，担保期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年。

江苏再担保是江苏省委、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

位及增资扩股的实施，2018 年底，江苏再担保注册资本增至 72.75 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代表省政府履行出资人职责，公司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。

截至 2018 年底，江苏再担保公司合并口径资产总额 143.93 亿元，负债总额 68.66 亿元，所有者权益 75.27 亿元。2018 年，江苏再担保公司实现营业收入 13.31 亿元，其中再担保业务收入 0.99 亿元，直保业务收入 5.58 亿元；实现净利润 3.78 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。江苏再担保担保实力极强，可有效增强本期债券偿付的安全性。江苏再担保主体评级见附件 5《江苏省信用再担保集团有限公司 2019 年主体长期信用评级报告》。

5. 偿债资金账户

为保证募集资金的安全使用，公司聘请兴业银行股份有限公司扬州分行作为本期债券的资金监管银行，并根据《扬州龙川控股集团有限责任公司公司债券账户及资金监管协议》在资金监管人处开立募集资金专项账户，资金监管银行对本期债券募集资金的使用进行监督管理。债券募集资金必须按照国家发改委核准的投向使用，不得擅自变更资金用途，否则资金监管银行有权对通过监管账户的资金支出不予以支付，以保护本期债券投资者的利益。

十、结论

公司是扬州市江都区最重要的基础设施建设以及国有资产运营主体。近年来，江都区经济持续增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。近年来公司在资产注入、财政补贴等方面获得较大的外部支持，公司区域地位增

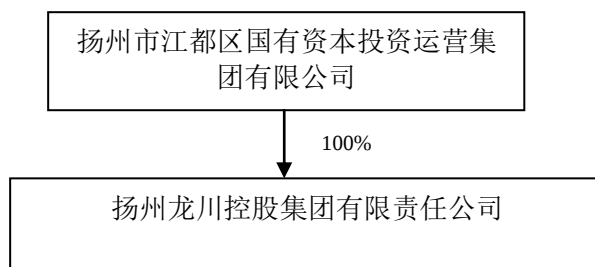
强，资产、收入规模持续增长。同时，联合资信也关注到，公司资产流动性较弱，债务规模持续增长、债务负担偏重，公司盈利能力弱以及未来项目投资压力较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

随着江都区新型城镇体系建设以及中心城区建设的推进，公司城建业务持续性较好。公司着力布局城市运营、金融投资等板块，随着江都粮食总公司和扬州石化陆续并入后，公司业务结构更加多元化，市场化经营能力将进一步增强，收入规模有望大幅增长。

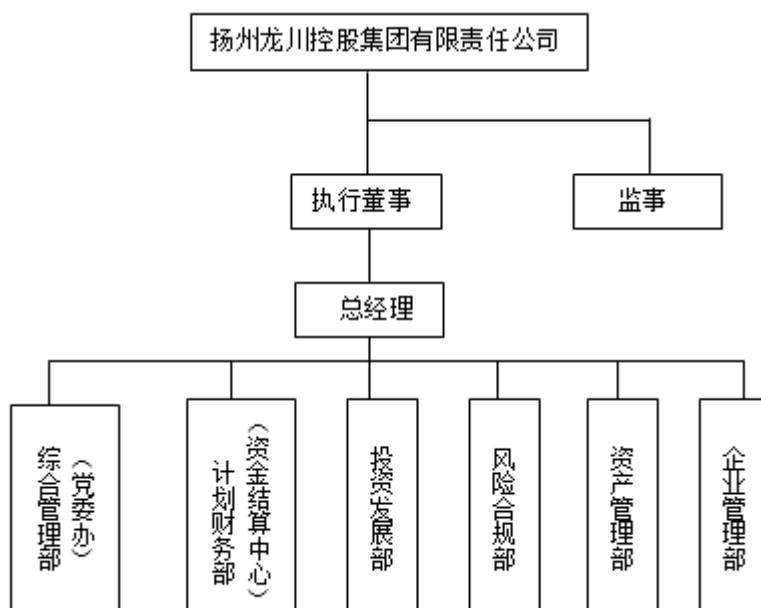
江苏再担保对本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提高了本期债券的偿付安全性；此外，本期债券设定分期偿付条款，有利于降低集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况、本期债券偿还能力及江苏再担保担保能力的综合评估，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 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司组织架构图



附件 2 截至 2018 年底公司主要子公司情况

子公司名称	法定代表人	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
扬州龙川控股资产经营有限公司	朱成峰	股权投资, 产业投资, 地产开发, 对城市基础设施、基础产业、能源、交通及市政公用事业项目投资	71.66	--	划拨
扬州龙川控股水务建设有限公司	高鹏	水利基础设施建设, 河道整治、水环境保护, 桥梁闸站水利基础工程施工, 水利工程施工、水电工程施工, 供排水项目基础设施建设、运营管理, 涉水设备生产、销售、安装、维修	100	--	划拨
扬州龙川控股金融投资有限公司	朱成峰	对金融企业的投资、管理, 从事非证券股权投资活动及相关咨询业务; 创业投资及相关咨询业务, 代理其他创业投资企业等机构或个人的创业投资业务, 为创业企业提供创业管理服务	100	--	划拨
扬州市江都区源头水务投资有限公司	高鹏	对水利基础设备、基础产业及水利公用事业项目投资	100	--	划拨
扬州市江都区宏图交通产业有限公司	高鹏	房地产开发。道路、桥梁工程建设, 工程监理, 道路、桥梁设计, 建筑材料销售	100	--	划拨
扬州市亿发土地投资开发有限公司	高鹏	实业投资, 对城市基础设施项目投资。地产开发	100	--	划拨
扬州市江都区民生水务有限公司	高鹏	自来水管道的安装、维修, 污水处理工程投资建设, 农业工程、水利工程投资建设, 对乡镇水厂投资	100	--	划拨
扬州市龙川产业投资发展有限公司	朱成峰	城镇化建设投资, 旅游景区项目投资、开发, 历史文化街区整合开发, 文化艺术交流服务, 会展的策划和承办, 信息咨询, 对城中村改造项目、棚户区改造项目、农村基础设施项目及农业项目的投资, 建筑工程施工, 房屋租赁, 各类公共停车场建设、综合开发及运营管理, 物业管理	100	--	划拨
扬州龙川控股路桥工程有限公司	高鹏	路桥工程、建筑工程施工, 对城中村改造项目、棚户区改造项目、农村基础设施项目、农业项目的投资, 房屋拆迁服务	100	--	划拨
扬州市惠滨众建设发展有限公司	高鹏	拆迁改造项目、农村基础设施、“城中村”改造项目、安置房建设项目、新社区建设项目施工	96.50	--	划拨
扬州鑫域建设工程有限公司	高鹏	工程建设与管理, 土石方工程施工, 装饰装潢, 河道疏浚, 房屋建筑工程施工, 水电安装, 水泥制品、建材销售	100	--	划拨
扬州市惠康投资发展有限公司	高鹏	实业投资, 拆迁改造项目、农村基础设施、“城中村”改造项目、新社区建设项目施工, 对新市镇、现代化农业、生态农业的项目投资, 建材销售	100	--	划拨
扬州市江都区惠达水利建设发展有限公司	高鹏	农田水利设施、道路、桥梁市政基础设施建设、农村污水管网铺设、绿化工程建设及养护, 建材销售	100	--	划拨
江苏通盛交通有限公司	高鹏	道路、桥梁工程的设计、监理与施工, 承担基本土工、砂、石、石灰原材料试验, 工程机械出租, 起重机械安装、维修, 建筑材料、装潢材料、纺织原料、五金、钢材、机电产品、二灰结碎石、水泥钢筋混凝土、汽车及汽车配件、沥青、焦化料、燃料油销售, 土石方工程、装潢工程、花木工程、隧道工程的施工	100	--	划拨
江苏祥瑞融通投资有限公司	高鹏	实业投资, 农、林、牧产品、建筑材料、金属材料、机械设备、五金电子产品批发零售, 铁路、道路、隧道、桥梁、水利、内河港口工程建筑施工, 建筑装饰工程施工	100	--	划拨
扬州顺江贸易有限公司	高鹏	五金交电、金属材料、建材、水泥制品、钢材、化工	100	--	划拨

司		产品、机电产品、冶金设备、消防设备、酒店设备、日用百货、体育用品、文化办公用品、酒店用品、通讯器材、照明电器、工程机械设备及配件批发、零售			
扬州市龙川医疗投资管理有限公司	张家荣	对医疗行业的投资	100	--	划拨
扬州市江都区保障性住房开发中心	高鹏	房地产开发, 物业管理, 房屋出租, 苗木、花卉种植、销售	100	--	划拨
扬州市江都区保安服务公司	周洪华	门卫、巡逻、守护(含武装守护)、押运(含武装押运)、随身护卫、安全技术防范、区域秩序维护等保安服务; 研制开发、推广应用、销售安全技术防范产品, 承接各类安全技术防范系统工程, 并提供相应的技术服务; 停车场服务	100	--	划拨
扬州市集美环境科技有限公司	汪远	环保技术研发, 环境科技咨询服务, 生态监测, 环境保护监测, 环境影响评价, 环境监理, 环境规划, 企业环境应急预案策划, 环境工程设计, 污染土壤修复技术开发及实施, 环保设备安装、调试	100	--	划拨
扬州市龙都城市发展有限公司	高鹏	房地产开发, 市政公用基础设施建设	100	--	划拨
扬州麒麟梦想天使基金有限公司	朱成峰	投资管理, 资产管理, 股权投资, 创业投资, 为创业企业提供咨询服务	--	100	投资

资料来源: 公司审计报告

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	74.69	84.29	57.97
资产总额(亿元)	330.10	382.18	446.13
所有者权益(亿元)	123.54	117.10	158.34
短期债务(亿元)	54.46	46.01	63.37
长期债务(亿元)	125.84	173.95	167.85
调整后长期债务(亿元)	129.78	176.18	187.18
全部债务(亿元)	180.30	219.96	231.22
调整后全部债务(亿元)	184.24	222.19	250.55
营业收入(亿元)	24.77	25.90	32.07
利润总额(亿元)	2.94	3.69	3.43
EBITDA(亿元)	4.99	5.46	5.90
经营性净现金流(亿元)	-10.43	-28.47	-54.55
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.97	0.46	0.45
存货周转次数(次)	0.56	0.27	0.29
总资产周转次数(次)	0.15	0.07	0.08
现金收入比(%)	46.22	78.61	41.86
应收类款项/资产总额(%)	29.69	33.70	44.59
营业利润率(%)	8.99	11.27	8.55
总资本收益率(%)	1.28	1.17	1.06
净资产收益率(%)	2.02	2.61	1.66
长期债务资本化比率(%)	50.46	59.77	51.46
调整后长期债务资本化比率(%)	51.23	60.07	54.17
全部债务资本化比率(%)	59.34	65.26	59.35
调整后全部债务资本化比率(%)	59.86	65.49	61.28
资产负债率(%)	62.57	69.36	64.51
流动比率(%)	392.96	396.14	409.27
速动比率(%)	285.44	293.20	300.98
经营现金流动负债比(%)	-13.89	-32.58	-54.67
全部债务/EBITDA(倍)	36.16	40.30	39.17
调整后全部债务/EBITDA(倍)	36.95	40.71	42.44
现金短期债务比(倍)	1.37	1.83	0.91

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务

附件 4 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	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×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-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	
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%
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	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

附件 5 江苏省信用再担保集团有限公司
2019 年主体长期信用评级报告

附件 6-1 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 6-2 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 6-3 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

联合资信评估有限公司关于 2020 年第一期扬州龙川控股集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

扬州龙川控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

扬州龙川控股集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对扬州龙川控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，扬州龙川控股集团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龙川控股集团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，如发现扬州龙川控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对扬州龙川控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如扬州龙川控股集团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龙川控股集团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。

联合资信将指派专人及时与扬州龙川控股集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。