

信用评级公告

联合〔2021〕1963号

联合资信评估股份有限公司通过对扬州龙川控股集团有限责任公司及其拟面向专业投资者公开发行的2021年公司债券(第一期)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责任公司主体长期信用等级为AA⁺,扬州龙川控股集团有限责任公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)信用等级为AA⁺,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:

二〇二一年三月二十三日



扬州龙川控股集团有限责任公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）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: AA⁺

评级展望: 稳定

债项概况:

本期债券发行规模: 不超过 10 亿元 (含)

本期债券发行期限: 品种一为 5 年期, 附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权; 品种二为 5 年期

偿还方式: 每年付息一次, 同时设置本金提前偿还条款

募集资金用途: 偿还到期公司债券

评级时间: 2021 年 3 月 23 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	B	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	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构	3	
			偿债能力	3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司 (以下简称“联合资信”) 对扬州龙川控股集团有限责任公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为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主体, 外部发展环境良好, 持续获得有力的外部支持, 业务具有较强的区域专营性。同时, 联合资信关注到公司代建项目回款滞后, 面临较大资金支出压力, 债务负担较重, 存在一定的集中偿付压力和或有负债风险等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本期债券的发行对公司现有债务影响不大, 公司经营活动产生的现金流入量对本期债券保障程度较高。

未来随着江都区新型城镇体系以及中心城区建设的推进, 公司将在基础设施业务稳步推进的同时, 着力布局城市运营、金融投资等市场化运营板块, 业务规模有望持续增长。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和本期债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司主体偿债风险很低, 本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 外部发展环境良好。近年来, 扬州市和江都区经济稳定发展, 为公司提供了良好的外部发展环境。
2. 持续获得有力的外部支持。公司作为江都区最重要的基础设施建设及国有资产经营主体, 在财政补贴、资产划拨和资本金注入等方面持续获得有力的外部支持。
3. 业务具有较强的区域专营优势。公司在江都区基础设施建设、城市供水以及粮食购销等领域具有较强的区域专营优势。
4. 业务结构更加多元化。公司完成对江苏江都建设集团有限公司 (以下简称“江都建设”) 的收购, 业务结构更加多元化, 收入规模明显扩大。

关注

1. 代建业务回款滞后。公司代建业务投资规模较大, 回款滞后, 经营活动现金流持续净流出。
2. 面临较大的资金支出压力。公司在建及拟建的基础设施和安置房项目尚需投资规模较大, 面临较大的资金支出压力。

分析师:

刘亚利 登记编号 (R0040216120002)
 倪 昕 登记编号 (R0040218020005)

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

3. 资金占用较大。公司应收工程款、往来款和开发成本占比高, 对公司资金形成较大占用。
4. 债务负担较重, 存在一定的集中偿付压力。公司债务规模持续增长, 债务负担较重。2021—2022年到期债务规模均较大, 存在一定的集中偿付压力。
5. 存在一定的或有负债风险。公司对外担保金额大, 同时, 子公司江都建设担保对象主要为民营企业, 集中于建筑施工行业, 且江都建设对外担保无反担保措施。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产(亿元)	84.29	57.97	91.50	98.00
资产总额(亿元)	382.18	446.13	619.34	653.79
所有者权益(亿元)	117.10	158.34	201.33	203.45
短期债务(亿元)	46.01	63.37	113.04	99.35
长期债务(亿元)	176.18	187.18	239.31	279.12
全部债务(亿元)	222.19	250.55	352.35	378.47
营业收入(亿元)	25.90	32.07	98.74	32.56
利润总额(亿元)	3.69	3.43	3.74	2.50
EBITDA(亿元)	5.46	5.90	7.03	--
经营性净现金流(亿元)	-28.47	-54.55	-53.61	-16.14
营业利润率(%)	11.27	8.55	4.09	10.18
净资产收益率(%)	2.61	1.66	1.33	--
资产负债率(%)	69.36	64.51	67.49	68.88
全部债务资本化比率(%)	65.49	61.28	63.64	65.04
流动比率(%)	396.14	409.27	319.27	347.23
经营现金流流动负债比(%)	-32.58	-54.67	-30.51	--
现金短期债务比(倍)	1.83	0.91	0.81	0.99
EBITDA利息倍数(倍)	1.09	0.78	1.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	40.71	42.44	50.09	--
公司本部(母公司)				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	236.93	288.44	445.59	470.43
所有者权益(亿元)	74.31	116.26	165.99	166.28
全部债务(亿元)	83.75	93.79	174.85	206.59
营业收入(亿元)	9.71	13.69	10.42	3.27
利润总额(亿元)	3.96	4.26	5.91	0.38
资产负债率(%)	68.63	59.69	62.75	64.65
全部债务资本化比率(%)	52.99	44.65	51.30	55.41
流动比率(%)	178.35	223.33	225.78	276.36
经营现金流流动负债比(%)	-15.50	-25.91	-65.22	--

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 2. 将公司长期应付款中有息部分纳入债务核算; 3. 2020年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化
 资料来源: 公司提供, 联合资信整理

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	2020/07/24	姚玥、高志杰	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	阅读全文
AA ⁺	稳定	2019/06/24	张龙景、高志杰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；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次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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：

刘卫华

张明

联合资信评估股份有限公司



扬州龙川控股集团有限责任公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）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 1,014.02 万元组建的有限责任公司。后经多次股权划转和增资，2015 年，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（后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。截至 2020 年 9 月末，公司注册资本和实收资本均为 90.16 亿元，唯一股东为区国资运营公司，实际控制人为江都区人民政府。

公司主要承担扬州市江都区基础设施和安置房建设任务，同时开展建筑服务、自来水供应、公路运输和粮食购销等业务。

截至 2020 年 3 月末，公司本部设投资发展部、计划财务部、综合管理部和风险合规部等职能部门；公司合并范围内子公司 23 家。截至 2019 年末，公司本部拥有在职员工 116 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 619.34 亿元，所有者权益 201.33 亿元（含少数股东权益 10.17 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 98.74 亿元，利润总额 3.74 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 653.79 亿元，所有者权益 203.45 亿元（含少数股东权益 10.84 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 32.56 亿元，利润总额 2.50 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：朱成勇。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“扬州龙川控股集团有限责

任公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”，发行规模不超过 10 亿元（含），共设两个品种（两个品种之间可全额双向互拨）。本期债券品种一期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二为 5 年期。本期债券每张面值为 100 元，按面值发行。本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券扣除发行费用后，募集资金全部用于偿还到期公司债券。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济环境

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，我国 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 1 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. 宏观政策环境

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。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。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，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、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 年末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基础设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

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建设投资重点,为城投企业提供了项目储备空间,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 2 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	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，随着城投企业非标产品接续难度增加，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. 区域经济情况

扬州市和江都区经济发展稳定，一般公共预算收入均稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

（1）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。

根据《扬州市国民经济和社会发展统计公报》及扬州市政府网站公开信息，2018—2020 年，扬州市分别实现地区生产总值 5466.17 亿元、5850.08 亿元和 6048.33 亿元，按可比价计算，分别同比增长 6.7%、6.8% 和 3.5%。分产业来看，2020 年，扬州市第一、二、三产业增加值分别为 307.1 亿元、2786.35 亿元、2954.88 亿元，增速依次为 2.9%、3.6% 和 3.5%。第三产业增加值占 GDP 比重为 48.9%，较 2019 年提升 0.9 个百分点。

2020 年，扬州市规模以上工业增加值较上年增长 6.3%，固定资产投资下降 1.5%，社会消费品零售总额较上年下降 3.1%。受新冠肺炎疫

情影响，部分经济指标出现下滑。

2018—2020 年，扬州市一般公共预算收入分别为 340.03 亿元、328.79 亿元和 337.27 亿元，2020 年，一般公共预算收入同比增长 2.6%。其中，税收收入 264.5 亿元，非税收入 72.8 亿元，税收收入占比 80.24%，税收收入占比高。同期，扬州市一般公共预算支出 668.33 亿元，财政自给率 50.47%，财政自给率较低。同期，政府性基金收入 505.42 亿元，同比增长 25.9%。

（2）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%）。截至 2019 年末，全区常住人口为 102.1 万人。

根据《扬州市江都区 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年江都区实现生产总值 1091.66 亿元，可比价增长 6%。其中，第一产业增加值 69.72 亿元，增长 1.4%；第二产业增加值 548.99 亿元，增长 5.7%；第三产业增加值 472.95 亿元，增长 7.0%。服务业占地区生产总值比重达 43.3%，较 2018 年提高 0.1 个百分点。三次产业结构由上年的 6.4:50.4:43.2 调整为 6.4:50.3:43.3。按常住人口计算人均地区生产总值为 107173 元，增长 5.6%。江都区在 2019 年度全国综合实力百强区中位列第 36 位。

根据江都区 2021 年政府工作报告，2020 年全区预计实现 GDP1115 亿元，增长 3.5%；固定资产投资 385 亿元，社会消费品零售总额 260 亿元。

2018—2020 年，江都区一般公共预算收入分别为 52.89 亿元、53.01 亿元和 55.69 亿元。其

中，2020 年江都区税收收入 44.44 亿元，较上年增长 1.0%。2020 年，江都区一般公共预算支出 116.74 亿元，较上年增长 3.9%；财政自给率为 38.07%。2019 年，江都区政府性基金收入 79.69 亿元，较上年增长 20.5%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2020 年 9 月末，公司注册资本和实收资本均为 90.16 亿元，唯一股东为区国资运营公司，实际控制人为江都区人民政府。

2. 企业规模和竞争力

公司作为扬州市江都区最重要的城市基础设施建设及国有资产运营主体，业务具有较强的区域专营性。

扬州市江都区范围内主要的投资建设主体共有 3 家，分别为公司、扬州市江都沿江开发有限公司（以下简称“沿江开发公司”）和扬州融通建设有限公司（以下简称“融通建设”）。沿江开发公司主要承担江都经济开发区基础设施建设及园区内项目开发等任务，融通建设规模较小。

公司作为扬州市江都区最重要的城市基础设施建设及国有资产运营主体，主要承担江都区市政基础设施建设、安置房建设、自来水供应和粮食购销等业务，业务具有较强的区域专营性。在江都区人民政府的支持下，公司注册资本由成立之初的 0.12 亿元增加至 2020 年 3 月末的 80.16 亿元。

表 3 扬州市江都区主要的投资建设主体情况（单位：亿元、%）

公司名称	控股股东	实际控制人	2019 年（末）				
			资产总额	所有者权益	全部债务	资产负债率	营业收入
沿江开发公司	区国资运营公司	江都区人民政府	173.46	54.15	103.95	68.78	11.72
融通建设	区国资运营公司	江都区人民政府	39.12	11.95	21.16	69.45	3.17
公司	区国资运营公司	江都区人民政府	619.34	201.33	352.35	67.49	98.74

资料来源：Wind 及公司提供，联合资信整理

3. 人员素质

公司高管人员管理经验丰富,员工综合素质较高。

公司高管人员共 2 名,其中总经理 1 人、副总经理 1 人。

周国庆先生,1981 年生,本科学历;历任扬州龙川金融投资有限公司投资部部长,公司投资发展部部长,扬州市龙川产业投资发展有限公司总经理等;自 2020 年 6 月起任公司法定代表人、执行董事。

高鹏先生,1976 年生,本科学历,经济师;历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等;自 2016 年 12 月起任公司总经理。

截至 2019 年末,公司本部拥有在职员工 116 人。公司员工中具有本科及以上学历的 108 人,中专、高中及以下学历的 8 人;公司员工中 50 岁以上的 7 人,30~50 岁的 79 人,30 岁以下的 30 人。

4. 外部支持

公司在资产划拨、资本金注入和政府补贴等方面获得持续有力的外部支持。

(1) 资产划拨

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),江都区人民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股权划拨给公司。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 家子公司持股比例为 88%,其余持股比例均为 100%,增加资本公积 35.47 亿元;2017 年划入子公司 6 家(资产合计 28.54 亿元、负债合计 26.22 亿元),持股比例均为 100%,增加公司资本公积 0.96 亿元。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。

(2) 资本金注入

2018 年,区国资运营公司以货币形式向公司增资 41.05 亿元,计入“实收资本”。2019 年,区国资运营公司以货币形式向公司增资 46.00 亿元,其中 29.00 亿元计入“实收资本”,17.00 亿元计入“资本公积”。

(3) 政府补贴

2017—2019 年,公司分别收到江都区人民政府给予的财政补贴 3.34 亿元、4.73 亿元和 5.35 亿元,计入“其他收益”。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(中征码:3208030000397708),截至 2021 年 3 月 4 日,公司本部无未结清的关注类和不良类信贷信息,已结清信贷信息中存在 7 笔关注类贷款和 13 笔关注类银行承兑汇票,根据银行提供的说明,系受银行当时所执行政策影响、系统自动分类所致,关注类贷款及银行承兑汇票均已按时结清。

六、管理分析

公司法人治理结构较为完善,内部管理体制较为健全。

1. 法人治理结构

公司依据《公司法》及其他有关法律、行政法规,制定了公司章程。莱芜经发作为公司股东,负责决定公司的经营方针和投资计划;委派和更换董事、监事,决定其报酬;审议批准董事会、监事的报告;审议批准公司的年度财务预决算方案、利润分配方案等。

公司设董事会,成员 3 人,由股东委派产生。董事任期 3 年,任期届满,经委派可连任。董事会设董事长 1 人,由股东任命。董事会对股东负责。

公司设监事会，成员 5 人，分别由股东委派和职工代表大会选举产生，其中职工代表不得低于三分之一。监事的任期每届为 3 年，任期届满，可连任。监事会设主席 1 人，由监事会选举产生。监事会负责检查公司财务、对公司高级管理人员执行职务行为进行监督。

公司设经理 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责，主要负责主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、组织实施公司年度经营计划等。

2. 管理水平

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职能部门。同时，公司制定了财务管理、行政管理和工程项目管理等方面的制度。

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。

投资管理方面，公司对投资事项的管理包括购买或出售资产，租入或租出资产，委托或受托管理资产和业务，新建、扩建及改造项目股权投资、金融资产投资以及各项投资的处置。公司投

资发展部和计划财务部为投资的日常管理部门，项目承办单位协同投资发展部进行投资事项的前期调研、效益评估、项目实施过程中的跟踪督查等。计划财务部负责投资事项的资金调度、财务监控。

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

1. 经营概况

公司以基础设施代建业务为基础，不断拓展粮食购销、自来水、建筑服务等经营性业务，营业收入持续增长，但综合毛利率逐年下降。

2017—2019 年，公司营业收入连续大幅增长，年均复合增长 95.26%，主要系公司基础设

施及粮食购销收入增加及 2019 年新增建筑服务收入所致。

从各业务板块看，2017—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，2019 年，公司完成对江苏江都建设集团有限公司（以下简称“江都建设”）部分股权的收购，合并范围内新增建筑服务收入。2017—2019 年，公司基础设施建设收入波动增长，其中 2018 年收入规模大幅增长，主要系当期确认的工程量较大所致。安置房建设收入逐年减少，主要系受安

置房建设进度影响，结转项目减少所致。公司自来水收入逐年增长，主要系供水量增加所致。公司粮食购销收入逐年增长，主要系 2018 年公司并入江都粮食总公司，粮食购销业务规模扩大所致。安保服务业务为公司在江都区范围内提供的安保、武装押运等服务，收入稳步增长。受公路运输业务已于 2018 年末移交给扬州市公共交通集团有限责任公司的影响，公司 2019 年无公共交通收入。

表 4 公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

业务	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑服务	--	--	--	--	--	--	621,427.14	63.18	3.33
基础设施建设	142,204.11	54.91	19.75	205,394.16	64.99	16.43	158,883.01	16.15	16.82
商品销售	--	--	--	--	--	--	14,327.87	1.46	1.18
安置房建设	49,216.20	19.00	15.60	6,104.85	1.93	11.18	5,734.44	0.58	16.67
自来水	7,874.24	3.04	-61.25	8,633.39	2.73	-102.23	9,475.03	0.96	-157.63
公路运输	7,536.53	2.91	-45.12	7,551.92	2.39	-73.30	--	--	--
粮食购销	45,300.47	17.49	2.51	83,255.16	26.34	3.11	165,134.04	16.79	1.48
安保服务	4,901.80	1.89	35.12	5,108.34	1.62	57.70	5,753.49	0.58	35.62
其他	1,965.96	0.76	67.46	--	--	--	2,881.96	0.29	95.96
合计	258,999.31	100.00	12.25	316,047.82	100.00	8.10	983,616.97	100.00	4.15

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，联合资信整理

毛利率方面，2017—2019 年，公司综合毛利率逐年下降，主要系公司确认的基建项目代建费率不同以及 2019 年新增毛利率较低的建筑服务业务所致；公司自来水业务亏损持续扩大，主要系购水成本上涨所致；公司粮食购销业务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。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 32.56 亿元，实现利润总额 2.50 亿元。

2. 业务经营分析

（1）基础设施及安置房代建

公司基础设施和安置房建设项目回款滞后，且部分工程投入未确认收入，对资金形成较大占用。公司未来在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力。

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子公司扬州龙川控股路桥工程有限公司（以安置房为主）负债。公司建设的基础设施和安置房项目委托方以扬州市江都区建设局、融通建设、扬州远通资产管理有限公司（以下简称“远通公司”）、扬州江淮建设有限公司及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，资金由公司自筹。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；其他委托方未具体约定代建费比例。

收入确认方面,公司代建的基础设施项目和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。2017—2019 年,公司确认的基础设施和安置房代建

收入合计分别为 19.14 亿元、21.15 亿元和 16.46 亿元,分别实现回款 10.03 亿元、5.47 亿元和 8.00 亿元,公司代建项目回款滞后,对公司资金形成较大占用。

表 5 2017—2019 年公司基础设施和安置房项目收入确认情况(单位:亿元)

年份	委托方	代建项目	确认收入
2017 年	扬州市江都区引江棚改有限公司	小型市政工程项目	4.53
		安置房	4.92
	扬州远通资产经营管理有限公司	小型市政工程项目	9.69
	小计		19.14
2018 年	扬州市江都区引江棚改有限公司	小型市政工程项目	6.49
	扬州市江都区引江棚改有限公司	安置房	0.39
	扬州融通建设有限公司	揽月广场、建都路	0.35
	扬州远通资产经营管理有限公司	金湾路	4.26
	扬州江淮建设发展有限公司	江都市政建设工程	9.07
	其他	安置房、市政工程等	0.59
	小计		21.15
2019 年	扬州市江都区引江棚改有限公司	小型市政工程项目	5.48
	扬州市江都区引江棚改有限公司	安置房	0.57
	扬州融通建设有限公司	揽月广场、建都路	0.26
	扬州远通资产经营管理有限公司	金湾路	1.84
	扬州江淮建设发展有限公司	江都市政建设工程	8.31
	小计		16.46

资料来源:公司提供

截至 2019 年末,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,计划总投资 71.95 亿元,已完成投资 46.25 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,计划总投资 28.08 亿元,已完成投资 15.56 亿元。截至 2019 年末,公司主要在建基础设施、安置房项目未来尚需投资 38.22 亿元。

表 6 截至 2019 年末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	计划总投资额	已完成投资	尚需投资
基础设施	扬州江淮建设发展有限公司	江都市政工程	15.00	8.37	6.63
	文化新闻出版局	新文化艺术中心	7.70	2.97	4.73
	扬州远通资产经营管理有限公司	金湾路	24.00	14.58	9.42
	江苏通盛交通有限公司	建都路	4.50	3.15	1.35
	扬州融通建设有限公司	揽月广场	6.00	2.43	3.57
	扬州远通资产经营管理有限公司	扬州市江都区小型市政工程项目	14.75	14.75	--
小计			71.95	46.25	25.70
安置房	扬州市江都区建设局	江桥安置区	8.19	5.42	2.77
	扬州市江都区建设局	春和安置区	1.79	1.32	0.47
	扬州市江都区建设局	阳光花苑北安置区	2.50	2.37	0.13
	扬州市江都区引江棚改有限公司	建乐安置区	15.60	6.45	9.15

小计	28.08	15.56	12.52
合计	100.03	61.81	38.22

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2019 年末，公司拟建基础设施项目包括扬州市江都区农村土地整治项目、城北教育集中区建设工程、行政服务中心迁建项目、仙女社区卫生服务中心异地新建项目和农贸市场改扩建项目，计划总投资 44.71 亿元，资金来源主要为银行贷款和自筹资金。公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力。

（2）建筑服务

2019 年，公司收购江都建设新增建筑服务业务，建筑服务业务收入规模大，回款质量好。江都建设资质等级较高，项目储备较为充足。

2019 年 8 月，公司完成对江都建设 35% 的股权收购，成为江都建设第一大股东，并将江都建设纳入合并范围。公司合并江都建设后，业务结构进一步多元化，收入规模大幅增长。

江都建设成立于 1990 年，主要从事建筑工程施工及少量房地产开发业务，收入以建筑工程施工业务收入为主，房地产开发业务开展时间较短，且规模较小，尚未实现收入。2017—2019 年，江都建设实现营业收入分别为 84.08 亿元、112.80 亿元和 128.94 亿元，工程施工收入占比均在 99% 以上。2019 年江都建设并入公司后，建筑服务业务实现收入 62.14 亿元。

资质方面，江都建设拥有工程设计建筑行业（建筑工程）甲级资质、建筑工程施工总承包特级、石油化工工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级、机电工程施工总承包壹级、钢结构工程专业承包壹级等资质，资质等级较高。江都建设通过市场化招投标方式承揽项目，业务模式主要为施工总承包，未参与 PPP 项目。业务结构以房建施工为主，同时开展公建、市政等项目施工。

从项目承揽情况来看，2017—2019 年，江都建设新签合同数量及新签合同金额均逐年增长。从项目储备来看，江都建设期末在手未完工合同金额逐年增长，截至 2020 年 3 月末，江都建设期末在手未完工合同金额 193.27 亿元，项目储备相对充足。江都建设在全国范围内开展建筑施工业务，以江苏省、陕西省、上海市等地为主要市场。

表 7 江都建设新签合同及在手订单情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
新签合同金额（亿元）	89.45	135.32	166.29	40.37
新签合同个数（个）	160	173	194	27
当期完成金额（亿元）	95.05	123.85	133.95	10.50
在手未完工合同金额（亿元）	119.59	131.06	163.40	193.27

资料来源：公司提供

表 8 江都建设 2019 年新签订单主要区域分布情况
（单位：万元、%）

地区	合同金额	占比
江苏省	524087.30	31.52
陕西省	420211.15	25.27
上海市	120171.40	7.23
北京市	119826.20	7.21
天津市	103688.50	6.24
四川省	70200.00	4.22
湖北省	54755.80	3.29
山东省	49521.60	2.98
浙江省	28725.50	1.73
新疆	27442.10	1.65
合计	1518629.55	91.34

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司前十大在建项目合同造价共 79.56 亿元，已投资金额 44.82 亿元，累计回款 10.75 亿元。

表 9 公司前十大在建项目情况（单位：万平方米、亿元、年）

工程名称	业主	项目所在地	建筑面积	合同造价金额	建设期间	已投资金额
鸿基新城 24#地块 6-17#楼	西安新鸿业投资发展有限公司	陕西省	47.03	14.72	2019-2022	4.42
长宁区虹桥临空 24 号地块改造工程中国黄金商贸中心	上海泰琳实业有限公司	上海市	14.00	12.28	2014-未定	9.82

工程名称	业主	项目所在地	建筑面积	合同造价金额	建设期间	已投资金额
奥园·和悦府	西安奥宏置业有限公司	陕西省	38.00	10.00	2019-2021	4.50
北京朝阳区东坝乡单店村 1108-006 地块 R2 二类居住用地项目	北京建恒润和房地产开发有限公司	北京市	14.95	7.33	2019-2022	2.57
资阳市上东逸景二期建设工程项目	资阳市中诚聚鑫投资有限公司	四川省	26.00	7.02	2019-2020	3.86
梁天渝尊园二三期	无锡启迪协信远润房地产开发有限公司	无锡市	25.81	6.47	2018-2021	3.88
扬州东方国际大酒店项目塔楼工程	扬州亚太置业有限公司	扬州市	16.01	5.72	2014-未定	4.86
宝山区罗店新镇 BSPO-2202 单元 H-02 地块商品住宅项目总承包	上海卓置房地产开发有限公司	上海市	14.03	5.44	2018-未定	4.08
XDG-2018-39 号地块开发项目 (A 地块)	无锡新坤朗叙置业有限公司	无锡市	20.84	5.37	2019-2022	2.15
佳泰雅园工程	徐州市龙云房地产开发有限公司	徐州市	17.50	5.20	2018-2020	4.68
合计	--	--	234.17	79.56	--	44.82

资料来源：公司提供

(3) 粮食购销

随着江都粮食总公司纳入合并范围，公司粮食贸易规模持续增长。

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和纯市场两种。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，本地市场供应主要为在本地销售小麦、大米和供应面粉厂，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。江都区政策性粮食购销业务主要由江都粮食总公司运营，市场化粮食购销业务由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。

2017—2019 年，随着江都粮食总公司纳入合并范围及粮食购销业务规模的扩大，公司粮食采购量和销售量逐年大幅增长。因粮食购销价格随行就市，粮食购销业务毛利率随市场行情波动。

表 10 公司粮食购销情况（单位：万吨、亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
采购量	19.13	33.66	59.89
销售量	17.50	31.06	62.11
粮食购销收入金额	4.53	8.33	16.51
粮食销售毛利率	2.51	3.11	1.48

资料来源：公司提供

(4) 自来水

公司自来水供应具备区域专营优势，但由于运营成本较高，处于亏损状态。

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（以下简称“惠民水投公司”）负责，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供应。2018 年，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 2,600 户。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有所增加。截至 2019 年末，公司拥有自来水厂 2 座，涉及供水能力合计每天 10 万吨，外购自来水每天约 15 万吨，目前管道直径 DN63 以上管道铺设总长度达 2534.58 公里。

2017—2019 年，公司供水、售水量及供水收入均逐年增长。但因供水管网较为老旧，导致公司供水产销差率处于较高水平。随着对老旧管网的更新改造，2019 年，公司供水产销差率较上年下降 13.34 个点。从用水客户结构来看，以居民用水和非居民用水为主，客户结构较为稳定。

表 11 2017—2019 公司供水情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
年供水量 (万吨)	7677.00	8644.00	9292.00

年销售量 (万吨)	3544.04	3726.71	4451.12
供水管网成新率 (%)	51.00	51.50	51.20
供水产销差率 (%)	56.17	57.58	44.24
水费回收率 (%)	96.00	96.50	98.30
当期确认收入 (万元)	7874.24	8633.39	9475.03

资料来源：公司提供

表 12 公司用水客户占比情况表 (单位: 万吨、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
居民用水	2278.40	64.29	2339.73	62.78	3050.78	68.54
非居民用水	1171.71	33.06	1287.26	34.54	1267.65	28.48
特种用水	93.93	2.65	99.72	2.68	132.69	2.98
合计	3544.04	100.00	3726.71	100.00	4451.12	100.00

资料来源：公司提供

3. 未来发展

随着区域国有企业改革的不断深入，公司通过并购重组、新增设立等方式，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。未来，公司计划布局市场化业务，在生态环保板块，公司计划拓展垃圾处理业务。金融投资板块，公司将参股江都农商行，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。

八、财务分析

1. 财务概况

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017—2019 年度财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2020 年 1—3 月财务数据未经审计。公司合并报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》及其应用指南、解释以及其他相关规定编制。

会计政策变更方面，2019 年，公司按照财政部最新修订发布的《企业会计准则第 7 号——

非货币性资产交换》（财会〔2019〕8 号）、《关于印发修订〈企业会计准则 12 号—债务重组〉的通知》（财会〔2019〕9 号）、《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号）和《财政部关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财会〔2019〕16 号），进行相应的会计政策变更和企业财务报表格式调整。会计政策变更对公司财务数据可比性影响不大。

合并范围方面，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。2018 年，公司通过政府股权划拨形式并入 1 家子公司，投资设立 1 家子公司。2019 年，公司合并范围新增 1 家子公司，为江都建设。截至 2020 年 3 月末，公司合并范围较年初无变化，纳入合并范围的子公司共 23 家。江都建设收入规模较大，合并范围的变动对公司财务数据可比性产生较大影响。

2. 资产质量

公司资产规模逐年增长，应收工程款、往来款和开发成本占比高，对公司资金形成较大占用，整体资产质量一般。

2017—2019 年，公司合并资产总额持续增长，年均复合增长 27.30%。截至 2019 年末，公

司合并资产总额较年初增长 38.82%，资产结构以流动资产为主。

表 13 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	346.22	90.59	408.38	91.54	560.97	90.58	594.54	90.94
货币资金	84.29	22.05	57.97	12.99	90.31	14.58	97.21	14.87
应收账款	61.57	16.11	81.85	18.35	101.49	16.39	106.62	16.31
预付款项	29.52	7.72	25.08	5.62	66.27	10.70	71.43	10.93
其他应收款	67.21	17.59	117.09	26.25	159.23	25.71	177.47	27.14
存货	89.97	23.54	108.05	24.22	123.95	20.01	122.09	18.67
非流动资产	35.96	9.41	37.75	8.46	58.37	9.42	59.25	9.06
可供出售金融资产	3.25	0.85	15.73	3.53	19.91	3.22	20.06	3.07
长期股权投资	2.48	0.65	4.98	1.12	13.38	2.16	13.41	2.05
资产总额	382.18	100.00	446.13	100.00	619.34	100.00	653.79	100.00

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2017—2019 年，公司流动资产连续增长。截至 2019 年末，公司流动资产较年初增长 37.36%。

2017—2019 年，公司货币资金波动增长。截至 2019 年末，公司货币资金较年初增长 55.79%，主要系公司合并范围内新增子公司江都建设及新发行债券所致。货币资金中有 26.57 亿元受限资金，受限比例为 29.42%，受限资金主要为银行承兑汇票保证金。

公司应收账款主要为应收代建款。2017—2019 年，公司应收账款连续增长。截至 2019 年末，公司应收账款较年初增长 23.99%，主要系公司应收代建款增长及合并江都建设所致。公司累计计提坏账准备 0.07 亿元，计提比例为 0.07%；应收账款前五大欠款方合计金额为 89.99 亿元，占应收账款期末余额的比重为 88.62%，集中度高。应收对象主要为远通公司（28.31 亿元）、扬州江淮建设发展有限公司（27.03 亿）及扬州市江都区建设局（17.48 亿元）等基础设施和安置房项目委托方。

2017—2019 年，公司预付款项波动增长。截至 2019 年末，公司预付款项较年初增长 164.21%，主要系 2019 年新增预付江都区国资办经营性资产购买款 25.00 亿元及新增对江都区建设局 6.85 亿元预付款项所致。

2017—2019 年，公司其他应收款连续增长。截至 2019 年末，公司其他应收款较年初增长 35.99%，主要系往来款增加及合并江都建设所致。其他应收款累计计提坏账准备 8.21 亿元，计提比例为 4.90%。其中，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 44.90 亿元，账龄以 1 年以内为主（占 59.20%），账龄为 1~2 年的占 7.64%，账龄为 3~4 年的占 7.30%，账龄为 5 年以上的占 10.52%；其他组合应收账款 122.54 亿元，未计提坏账准备。其他应收款前五大客户合计欠款金额 73.45 亿元，占其他应收款期末余额的 43.87%，应收对象主要为江都区人民政府单位及国有企业，对公司资金形成较大占用。

表 14 截至 2019 年末公司其他应收款前五大欠款方
（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	期末余额	占比
扬州市江都区城乡建设局	非关联方	22.11	13.21
扬州市江都区引江棚改投资有限公司	关联方	14.76	8.81
扬州市江都区国有资本投资运营集团有限公司	关联方	14.60	8.72
江苏融汇建设集团有限公司	非关联方	11.50	6.87
扬州三河六岸建设发展有限公司	关联方	10.49	6.26
合计	--	73.45	43.87

资料来源：根据公司审计报告整理

2017—2019 年，公司存货连续增长。截至 2019 年末，公司存货较年初增长 14.72%，主要系开发成本增长所致。存货主要由开发成本（占 97.61%）构成，其中江都建设的建筑服务业务中产生的房地产项目开发成本为 6.55 亿元，基础设施建设项目中的开发成本为 91.00 亿元，待开发土地为 23.43 亿元。公司存货未计提跌价准备。

2017—2019 年，公司非流动资产连续增长。截至 2019 年末，公司非流动资产较年初增长 54.61%。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产连续增长。截至 2019 年末，公司可供出售金融资产较年初增长 26.60%，主要系公司新增对江苏峰业科技环保集团股份有限公司和江苏宏信超市连锁股份有限公司等企业的投资所致。

2017—2019 年，公司长期股权投资连续增长。截至 2019 年末，公司长期股权投资较年初增长 168.69%，主要系公司新增对扬州春风十里文化旅游产业发展基金合伙企业（有限合伙）及扬州富海光洋股权投资基金合伙企业（有限合伙）等的投资所致。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 653.79 亿元，较年初增长 5.56%，资产结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计 48.14 亿元，占总资产比重为 7.36%，受限比例低。

表 15 截至 2020 年 3 月末公司资产受限情况
(单位: 亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
受限资金（银行存款）	37.42	保证金
待开发土地使用权	7.94	抵押
投资性房地产	2.78	抵押
合计	48.14	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

受益于股东持续增加注资，公司所有者权益逐年增长，所有者权益稳定性较强。

2017—2019 年，公司所有者权益连续增长。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 201.33 亿元，较年初增长 27.15%，主要系实收资本增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 94.95%，少数股东权益占比为 5.05%。归属于母公司所有者权益 191.16 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 41.93%、45.38%和 11.16%。所有者权益结构稳定性较强。

2017—2019 年，公司实收资本逐年增长，年均复合增长 181.60%，主要是股东持续注资所致。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 203.45 亿元，较年初增长 1.05%，规模及构成较年初变化均不大。

公司债务规模增长较快，债务负担较重，存在一定的集中偿付压力。

2017—2019 年，公司负债总额连续增长。截至 2019 年末，公司负债总额较年初增长 45.25%，公司负债结构以非流动负债为主。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	87.40	32.97	99.78	34.67	175.70	42.03	171.22	38.02
短期借款	2.50	0.94	12.07	4.19	39.51	9.45	37.26	8.27
其他应付款	14.76	5.57	18.92	6.57	45.12	10.79	51.19	11.37
一年内到期的非流动负债	42.76	16.13	39.16	13.61	69.72	16.68	53.10	11.79
非流动负债	177.69	67.03	188.01	65.33	242.30	57.97	279.12	61.98
长期借款	163.52	61.69	161.85	56.24	193.89	46.38	189.18	42.01
应付债券	10.43	3.93	6.00	2.08	23.26	5.57	64.96	14.43
长期应付款	2.23	0.84	19.33	6.72	22.16	5.30	24.97	5.54

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
负债合计	265.09	100.00	287.79	100.00	418.01	100.00	450.34	100.00

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2017—2019 年，公司流动负债连续增长。截至 2019 年末，公司流动负债较年初增长 76.09%。

2017—2019 年，公司短期借款连续增长。截至 2019 年末，公司短期借款 39.51 亿元，较年初增长 227.47%，主要系公司融资规模扩大所致；短期借款主要由保证借款（占 87.06%）、质押借款（占 7.09%）、抵押借款（占 3.49%）和信用借款（占 1.23%）构成。

2017—2019 年，公司其他应付款连续增长。截至 2019 年末，公司其他应付款较年初增长 138.51%，主要系往来款增加所致。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 69.72 亿元，较年初增长 78.06%，主要为一年内到期的长期借款 60.66 亿元和一年

内到期的长期应付款 9.06 亿元。

2017—2019 年，公司非流动负债连续增长。截至 2019 年末，公司非流动负债较年初增长 28.88%。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 8.89%。截至 2019 年末，公司长期借款较年初增长 19.80%，主要系公司为满足业务需求而扩大融资规模所致；长期借款主要由保证借款（占 59.77%）、保证及质押借款（占 24.64%）和质押借款（占 10.06%）构成。

2017—2019 年，公司应付债券波动增长。截至 2019 年末，公司应付债券较年初增长 287.73%，主要系公司 2019 年发行“19 龙川 01”和“19 龙川 02”所致。截至本报告出具日，公司存续债券如下表所示。

表 17 截至本报告出具日公司主要存续债券情况（单位：亿元、%）

发行主体	债券简称	债券余额	票面利率	回售行权日	到期日
公司	19 龙川 01	13.00	5.49	2022/11/14	2024/11/14
公司	19 龙川 02	5.00	6.50	--	2024/12/06
公司	20 龙川 D2	5.00	4.13	--	2021/11/02
公司	20 龙川 D3	5.00	4.59	--	2021/12/29
公司	20 龙川 02	5.00	4.40	2023/03/18	2025/03/18
公司	20 龙川 03	6.80	4.80	2023/09/01	2025/09/01
公司	20 扬州龙川债 01	12.00	4.44	2023/01/07	2027/01/07
公司	20 扬州龙川债 02	4.80	4.58	--	2027/05/07
公司	21 龙川 01	10.00	5.30	2024/02/05	2026/02/05
鑫域建设	16 鑫域 01	5.40	7.50	--	2021/04/15
鑫域建设	20 鑫域 01	5.00	4.85	2023/05/08	2025/05/08
合计		77.00	--	--	--

资料来源：Wind，联合资信整理

2017—2019 年，公司长期应付款逐年增长。截至 2019 年末，公司长期应付款较年初增长 14.66%，主要系应付融资租赁款增加所致。公司长期应付款主要为应付融资租赁款及信托贷款，全部纳入债务核算。

表 18 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期债务	46.01	63.37	113.04	99.35
长期债务	176.18	187.18	239.31	279.12
全部债务	222.19	250.55	352.35	378.47
资产负债率	69.36	64.51	67.49	68.88
全部债务资本化比率	65.49	61.28	63.64	97.22

长期债务资本化比率	60.07	54.17	54.31	96.26
-----------	-------	-------	-------	-------

资料来源：根据公司财务报表整理

2017—2019 年，公司全部债务连续增长，年均复合增长 25.93%。截至 2019 年末，公司全部债务 352.35 亿元，较年初增长 40.63%。其中，短期债务占 32.08%，长期债务占 67.92%，以长期债务为主。短期债务较年初增长 78.37%，主要系短期借款增加所致。长期债务较年初增长 27.85%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至 2019 年末，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 67.49%、63.64%和 54.31%，较年初分别增加 2.98 个百分点、2.36 个百分点和 0.14 个百分点，公司债务负担较重。从期限结构来看，公司债务将于 2020 年、2021 和 2022 年到期的金额分别为 90.31 亿元、89.74 亿元和 82.65 亿元，存在一定的集中偿付压力。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 450.34 亿元，较年初增长 7.74%，负债结构较年初变化不大。应付债券较年初大幅增长，主要系公司发行多期债券所致。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 378.47 亿元，较年初增长 7.41%。其中，短期债务 99.35 亿元（占 26.25%），较年初下降 12.10%；长期债务 279.12 亿元（占 73.75%），较年初增长 16.63%，主要系应付债券增长所致。截至 2020 年 3 月末，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 68.88%、65.04%和 57.84%，较年初分别增加 1.39 个百分点、1.40 个百分点和 3.53 个百分点。

4. 盈利能力

公司营业收入大幅增长，政府补助对公司利润的贡献程度高，公司整体盈利能力较弱。

2017—2019 年，公司营业收入连续增长；同期，营业成本连续增长，变动趋势与营业收入一致。2019 年，公司营业收入较上年增长 207.93%，主要系公司合并江都建设新增建筑服务收入 62.14 亿元所致。同期，公司利润总额

波动增长。

表 19 近年来公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
营业收入	25.90	32.07	98.74	32.56
营业成本	22.73	29.14	94.46	29.18
费用总额	2.31	3.61	5.39	1.10
其他收益	3.34	4.73	5.35	0.05
利润总额	3.69	3.43	3.74	2.50
营业利润率	11.27	8.55	4.09	10.18
总资本收益率	1.17	1.06	0.94	--
净资产收益率	2.61	1.66	1.33	--

资料来源：根据公司财务报表整理

从期间费用看，2017—2019 年，公司费用总额连续增长。2019 年，公司期间费用总额较上年增长 49.20%，主要系管理费用和财务费用增加所致。从构成看，公司期间费用以管理费用（占 43.33%）和财务费用（占 44.41%）为主。2017—2019 年，公司期间费用率分别为 8.90%、11.26%和 5.46%。2019 年，随着收入规模的扩大，公司期间费用率较上年减少 5.81 个百分点，公司费用控制能力有所增强。

2017—2019 年，公司其他收益连续增长，占同期营业利润的比重分别为 94.01%、138.28%和 143.06%，政府补助对公司利润的贡献程度高。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均连续下降。公司整体盈利能力较弱。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 32.56 亿元，实现利润总额 2.50 亿元。

5. 现金流

公司经营活动及投资活动现金流持续净流出，公司日常经营及投资对外部融资依赖程度高，未来随着在建项目的持续推进，公司仍具有较大的融资需求。

表 20 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	77.49	30.11	99.87	70.94
经营活动现金流出量	105.96	84.67	153.48	87.08

经营活动现金流量净额	-28.47	-54.55	-53.61	-16.14
投资活动现金流入量	0.06	1.10	4.12	0.00
投资活动现金流出量	6.54	16.04	39.28	0.34
投资活动现金流量净额	-34.96	-69.49	-88.77	-16.47
筹资活动现金流入量	118.77	132.13	244.43	50.56
筹资活动现金流出量	57.94	106.27	130.11	38.04
筹资活动现金流量净额	60.84	25.86	114.32	12.52
现金收入比	78.61	41.86	82.89	88.60

资料来源：根据公司财务报表整理

从经营活动来看，2019 年，随着江都建设纳入合并范围，公司经营活动现金流规模明显扩大。受基础设施、保障房建设业务回款滞后，代建业务支出规模较大及支付往来款规模较大影响，2017—2019 年，公司经营活动现金流持续净流出。2017—2019 年，公司现金收入比波动增长，收入实现质量一般。

从投资活动来看，公司投资活动现金流主要为进行股权投资及收取投资回报形成的现金流动。2019 年，公司向江都区人民政府购买经营性资产，预付款项 25.00 亿元，导致构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增长。2017—2019 年，公司投资活动现金净额持续净流出，且净流出规模持续扩大。

从筹资活动来看，公司主要通过吸收股东投资、银行借款、发行债券等方式进行融资，公司日常经营和投资对外部融资依赖程度较高，导致公司筹资活动现金流规模较大。2017—2019 年，公司筹资活动现金净额呈持续净流入状态。

2020 年 1—3 月，公司经营活动及投资活动现金流仍为净流出状态，筹资活动现金流为净流入。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较弱，存在一定的或有负债风险，但考虑到公司业务具有较强的区域专营性，并获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

表 21 公司偿债能力指标（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期偿债能力指标				

流动比率（%）	396.14	409.27	319.27	347.23
速动比率（%）	293.20	300.98	248.72	275.92
现金短期债务比（倍）	1.83	0.91	0.81	0.98
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数（倍）	1.09	0.78	1.43	--
全部债务/EBITDA（倍）	40.71	42.44	50.09	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率和速动比率均波动下降，现金短期债务比连续下降。考虑到货币资金部分受限，若剔除受限资金，截至 2019 年末，公司现金短期债务比为 0.57 倍，截至 2020 年 3 月末，公司现金短期债务比为 0.54 倍。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 连续增长，年均复合增长 13.53%。2019 年，公司 EBITDA 为 7.03 亿元，较上年增长 19.15%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 9.71%）、计入财务费用的利息支出（占 36.01%）和利润总额（占 53.12%）构成。2017—2019 年，EBITDA 利息倍数波动上升，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。公司 EBITDA 全部债务比保持稳定，EBITDA 对全部债务的覆盖程度低。整体看，公司长期债务偿债能力较弱。

截至 2020 年 9 月末，公司共计获得银行授信额度为 339.37 亿元，其中已使用额度为 228.10 亿元，剩余额度 111.15 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2020 年 9 月末，公司对外担保余额为 163.41 亿元，担保比率为 76.06%，公司本部及除江都建设外其他子公司担保对象全部为扬州市地方国有企业，目前经营正常。江都建设对外担保合计 3.43 亿元，除扬州市江都区国际学校（担保余额 0.20 亿元）外，担保对象均为民营企业，集中于建筑施工行业，且无反担保措施。公司存在一定的或有负债风险。

截至 2019 年末，公司共有 9 项涉及诉讼、仲裁事项，涉案金额合计 0.64 亿元，均不存在重大不利影响。其中，中国中电集团河北工程有限公司于 2019 年 1 月 25 日向石家庄仲裁委员会

提交仲裁申请,要求公司子公司江都建设因国电菏泽项目应给付违约金 0.05 亿元、返还超结付金额为 0.04 亿元并承担仲裁费,因国电靖远项目应给付违约金 0.18 亿元、返还超结付金额为 0.07 元及相应结算凭证,合计涉诉金额(0.35 亿元、占 54.69%),案件尚在审理之中。

7. 母公司财务分析

公司资产主要来源于母公司,收入主要来源于子公司,母公司对子公司管控能力尚可,债务负担适中。

江都建设经营管理相对独立,除江都建设外,公司子公司主要通过划拨取得,母公司对子公司管控能力尚可。

截至 2019 年末,母公司资产总额 445.59 亿元,较年初增长 54.48%,主要系其他应收款和货币资金增加所致。其中,流动资产占 77.50%,非流动资产占 22.50%。从构成看,流动资产主要由货币资金(占 11.27%)、应收账款(占 23.92%)和其他应收款(占 57.16%)构成,非流动资产主要由可供出售金融资产(占 6.15%)和长期股权投资(占 93.77%)构成。截至 2019 年末,母公司货币资金为 38.92 亿元。

截至 2019 年末,母公司负债总额 279.59 亿元,较年初增长 62.38%,主要系长期借款和应付债券增加所致。其中,流动负债占 54.70%,非流动负债占 45.30%。从构成看,流动负债主要由其他应付款(占 62.01%)和一年内到期的非流动负债(占 32.90%)构成,非流动负债主要由长期借款(占 83.44%)和应付债券(占 14.11%)构成。母公司资产负债率为 62.75%,较年初上升 3.05 个百分点。母公司全部债务 174.85 亿元,其中短期债务 51.32 亿元,长期债务 123.53 亿元,全部债务资本化比率 51.30%,债务负担适中。

截至 2019 年末,母公司所有者权益为 165.99 亿元,较年初增长 42.78%,主要系实收资本、资本公积和未分配利润增加所致。其中,实收资本占 48.29%、资本公积占 36.37%、未分

配利润占 13.61%、盈余公积占 1.74%,所有者权益稳定性较强。

2019 年,母公司营业收入为 10.42 亿元,净利润为 5.69 亿元。

截至 2020 年 3 月末,母公司资产总额 470.43 亿元,所有者权益为 166.28 亿元,负债为 304.15 亿元。2020 年 1—3 月,母公司营业收入 3.27 亿元,净利润 0.28 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司现有债务影响不大,公司经营活动产生的现金流入量对本期债券保障程度较高,同时考虑到公司的主体地位及获得有力的外部支持,联合资信认为公司对本期债券的偿还能力很强。

1. 本期债券对公司债务的影响

截至 2020 年 3 月末,公司全部债务为 378.47 亿元,本次拟发行债券规模为 10.00 亿元,相对于公司债务规模,本期债券发债规模不大。

以 2020 年 3 月末的财务数据为基础,假设募集资金净额为 10.00 亿元,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 68.88%、65.04%和 57.84%上升至 69.35%、65.63%和 58.70%,公司负债水平有所上升,债务负担有所加重。考虑到本期债券募集资金全部用于偿还债务,本期债券发行后公司相关债务指标将低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础,公司 EBITDA 为 7.03 亿元,为本期债券发行额度(10.00 亿元)的 0.70 倍,EBITDA 对本期债券的保障能力较强;公司经营活动产生的现金流入为 99.87 亿元,为本期债券发行额度(10.00 亿元)的 9.99 倍,公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度较高。

十、结论

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主体，外部发展环境良好，持续获得有力的外部支持，业务具有较强的区域专营性。

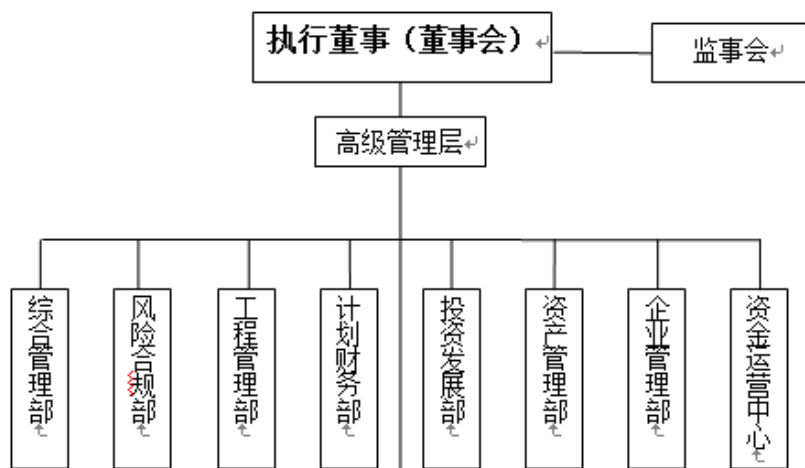
公司以基础设施代建业务为基础，不断拓展粮食购销、自来水、建筑服务等经营性业务，业务结构逐步多元化。基础设施和安置房建设项目回款滞后，且部分工程投入未确认收入，对资金形成较大占用。建筑服务业务收入规模较大，项目储备较为充足。粮食购销和供水业务具有区域专营性。公司债务规模快速增长，债务负担较重，存在一定的集中偿付压力；营业收入大幅增长，但整体盈利能力较弱；子公司江都建设担保对象以民营企业为主且无反担保措施，存在一定或有负债风险。

本期债券的发行对公司现有债务影响不大，公司经营活动产生的现金流入量对本期债券保障程度较高。

未来随着江都区新型城镇体系以及中心城区建设的推进，公司将在基础设施业务稳步推进的同时，着力布局城市运营、金融投资等市场化运营板块，业务规模有望持续增长。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和本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月末公司股权结构及组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 3 月末公司合并范围内子公司情况

子公司名称	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	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	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	100.00	--	划拨
扬州龙川控股金融投资有限公司	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	100.00	--	划拨
扬州市江都区源头水务投资有限公司	对水利基础设备、基础产业及水利公用事业项目投资	100.00	--	划拨
扬州市江都区宏图交通产业有限公司	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	100.00	--	划拨
扬州市亿发土地投资开发有限公司	实业投资, 对城市基础设施项目投资。地产开发	100.00	--	划拨
扬州市江都区民生水务有限公司	自来水管安装、维修, 污水处理工程投资建设, 农业工程、水利工程施工, 对乡镇水厂投资	100.00	--	划拨
扬州市龙川产业投资发展有限公司	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	100.00	--	划拨
扬州龙川控股路桥工程有限公司	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	100.00	--	划拨
扬州市惠滨众建设发展有限公司	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	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	100.00	--	划拨
扬州市惠康投资发展有限公司	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	100.00	--	划拨
扬州市江都区惠达水利建设发展有限公司	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	100.00	--	划拨
江苏通盛交通有限公司	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、焦炭料、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	100.00	--	划拨
江苏祥瑞融通投资有限公司	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	100.00	--	划拨
扬州顺江贸易有限公司	五金交电、金属材料、建材、水泥制品、钢材、化工产品、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	100.00	--	划拨
扬州市龙川医疗投资管理有限公司	对医疗行业的投资	100.00	--	划拨
扬州市江都区保障性住房开发中心	房地产开发, 物业管理, 房屋出租, 苗木、花卉种植、销售	100.00	--	划拨
扬州市江都区保安服务公司	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	100.00	--	划拨
扬州市集美环境科技有限公司	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	100.00	--	划拨
扬州市龙都城市发展有限公司	房地产开发, 市政公用基础设施建设	100.00	--	划拨
扬州麒麟梦想天使基金有限公司	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	--	100.00	投资
江苏江都建设集团有限公司	建筑工程、市政公用工程、公路工程、机电工程、石油化工工程、水利水电工程施工总承包等	35.00	--	合并

资料来源: 公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	84.29	57.97	91.50	98.00
资产总额（亿元）	382.18	446.13	619.34	653.79
所有者权益（亿元）	117.10	158.34	201.33	203.45
短期债务（亿元）	46.01	63.37	113.04	99.35
长期债务（亿元）	176.18	187.18	239.31	279.12
全部债务（亿元）	222.19	250.55	352.35	378.47
营业收入（亿元）	25.90	32.07	98.74	32.56
利润总额（亿元）	3.69	3.43	3.74	2.50
EBITDA（亿元）	5.46	5.90	7.03	--
经营性净现金流（亿元）	-28.47	-54.55	-53.61	-16.14
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.46	0.45	1.07	--
存货周转次数（次）	0.27	0.29	0.81	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.08	0.19	--
现金收入比（%）	78.61	41.86	82.89	88.60
营业利润率（%）	11.27	8.55	4.09	10.18
总资本收益率（%）	1.17	1.06	0.94	--
净资产收益率（%）	2.61	1.66	1.33	--
长期债务资本化比率（%）	60.07	54.17	54.31	57.84
全部债务资本化比率（%）	65.49	61.28	63.64	65.04
资产负债率（%）	69.36	64.51	67.49	68.88
流动比率（%）	396.14	409.27	319.27	347.23
速动比率（%）	293.20	300.98	248.72	275.92
经营现金流动负债比（%）	-32.58	-54.67	-30.51	--
现金短期债务比（倍）	1.83	0.91	0.81	0.99
EBITDA 利息倍数（倍）	1.09	0.78	1.43	--
全部债务/EBITDA（倍）	40.71	42.44	50.09	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 将公司长期应付款中有息部分纳入债务核算；3. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	33.80	25.57	38.92	47.58
资产总额（亿元）	236.93	288.44	445.59	470.43
所有者权益（亿元）	74.31	116.26	165.99	166.28
短期债务（亿元）	23.85	16.65	51.32	39.43
长期债务（亿元）	59.90	77.14	123.53	167.16
全部债务（亿元）	83.75	93.79	174.85	206.59
营业收入（亿元）	9.71	13.69	10.42	3.27
利润总额（亿元）	3.96	4.26	5.91	0.38
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-15.93	-24.16	-99.75	-4.46
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.15	0.18	0.12	--
存货周转次数（次）	0.35	0.65	0.71	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.05	0.03	--
现金收入比率（%）	49.92	10.44	119.80	0.00
营业利润率（%）	16.29	16.40	16.43	16.29
总资本收益率（%）	2.32	1.86	1.67	--
净资产收益率（%）	4.94	3.36	3.42	--
长期债务资本化比率（%）	44.63	39.89	42.67	50.13
全部债务资本化比率（%）	52.99	44.65	51.30	55.41
资产负债率（%）	68.63	59.69	62.75	64.65
流动比率（%）	178.35	223.33	225.78	276.36
速动比率（%）	157.68	208.73	218.81	268.47
经营现金流流动负债比（%）	-15.50	-25.91	-65.22	--
现金短期债务比（倍）	1.42	1.54	0.76	1.21
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1、未获取母公司折旧等相关数据，部分指标无法计算；2、母公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化
 资料来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整理

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	(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
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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+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

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 扬州龙川控股集团有限责任公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） 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，在每年扬州龙川控股集团有限责任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。

扬州龙川控股集团有限责任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。扬州龙川控股集团有限责任公司或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对扬州龙川控股集团有限责任公司或本次（期）债券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责任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责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，如发现扬州龙川控股集团有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对扬州龙川控股集团有限责任公司或本次（期）债券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。

如扬州龙川控股集团有限责任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责任公司或本次（期）债券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龙川控股集团有限责任公司、监管部门等。

