

信用等级公告

联合[2009] 027 号

联合资信评估有限公司通过对扬州经济开发区开发总公司 2009 年度 8 亿元企业债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

扬州经济开发区开发总公司
2009 年度 8 亿元企业债券的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年一月二十日



扬州经济开发区开发总公司

2009 年度 8 亿元企业债券信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

本期企业债券信用等级: AA

本期企业债券发行额度: 8 亿元

本期企业债券存续期限: 1.6 亿元, 5 年

2.4 亿元, 6 年

4.0 亿元, 7 年

评级时间: 2009 年 1 月 20 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
资产总额(亿元)	52.56	70.18	94.01
所有者权益(亿元)	20.34	35.04	45.39
长期债务(亿元)	15.15	20.10	21.04
全部债务(亿元)	19.29	24.64	27.78
主营业务收入(亿元)	5.57	3.95	4.20
净利润(亿元)	0.86	0.61	0.78
EBITDA(亿元)	2.59	2.73	3.18
经营性净现金流(亿元)	-3.28	-3.94	0.91
主营业务利润率 (%)	19.22	31.71	26.01
净资产收益率(%)	4.23	1.74	1.73
资产负债率(%)	60.14	49.06	50.97
全部债务资本化比率(%)	47.94	40.80	37.60
流动比率(%)	212.41	264.49	196.65
全部债务/EBITDA(倍)	7.46	9.03	8.73
EBITDA 利息倍数(倍)	2.43	1.62	1.54
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.32	0.34	0.40

分析师

刘新宇

电话 010-85679696-8886

邮箱 liuxy@lianheratings.com.cn

陈 静

电话 010-85679696-8813

邮箱 chenjing@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对扬州经济开发区开发总公司 (以下简称“开发总公司”或“公司”) 的评级反映了公司作为扬州经济开发区基础设施建设的唯一主体, 在土地开发及相关基础设施建设领域的区域垄断地位和获得开发区及扬州市政府支持力度大等方面的优势。联合资信同时也关注到扬州经济开发区经济总量相对较小, 公司受开发区政策指导影响较大以及资本支出较大、自身盈利能力较弱等因素对其整体偿债能力的不利影响。

随着开发区开发建设规模的不断拓展, 财政的支持力度和公司的收益水平有望提高, 并相应提升公司整体偿债能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券由对扬州经济开发区管委会的应收账款提供质押担保; 同时, 扬州经济开发区管委会针对本期债券提供专项偿债风险准备金。总体来看, 本期债券到期不能偿还的风险小。

优势

1. 公司作为扬州经济开发区唯一的基础设施建设主体, 在土地开发和相关基础设施建设领域具有区域垄断地位;

2. 开发区政府财政收入逐年增长, 地方一般预算收入占比稳定, 并且未来仍将保持一定的增幅, 为公司创造了较好的外部环境;

3. 开发区政府在资本金注入、开发建设回购资金和利息补贴等方面给予了公司较大程度的支持;

4. 公司设立的应收账款质押担保和开发区管委会设立的专项偿债风险准备金两项措施对本期债券起到一定的增信作用;

5. 扬州市政府承诺在公司开发建设中形成的对外债务，当开发区财政收入不足以安排偿付时，由市财政安排其他资金给予保障，从而在扬州市级财政层面对公司的债务提供了有力的支持。

关注

1. 作为地方性投资企业，公司投资与经营主要取决于政府决策，对政府依赖程度较高；
2. 扬州经济开发区经济总量相对较小，对公司的支持相对有限；
3. 公司对外资本支出较大，整体盈利能力较弱，面临一定的资金压力。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项使得联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）与扬州经济开发区开发总公司（以下简称“开发总公司”）构成委托关系外，联合资信及参与本次评级的人员与公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 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。
- 本信用评级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，未因开发总公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由开发总公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 扬州经济开发区开发总公司 2009 年度 8 亿元企业债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

扬州经济开发区开发总公司是经江苏省扬州工商行政管理局新城分局核准，于1992年6月成立的国有企业，原始注册资本2000万元，由扬州经济开发区管理委员会（以下简称“管委会”）出资。公司经过数次增资后（见附件1），截至2008年12月31日，实收资本为38亿元。

公司是扬州经济开发区基础设施建设的唯一主体，经营范围包括融通开发建设资金，投资兴办中外合资、合作企业和内联企业，商品进出口业务，承办利用外资的三类十三项业务，开展对外经济技术合作业务，商品销售，房地产经营，办理包装仓储和国际国内联运，汽车租赁等。

截至2008年底，公司下属控、参股子公司共计12家，涉及的范围包括基础设施建设、房地产开发、物流、电子信息、服务业等产业，初步形成了以资产为纽带、以投资控股、参股为经营手段的投资管理型公司架构（见附件2）。公司本部设有综合部、财务部、投资发展部、工程管理部4个职能部门（见附件3）。

截至2008年底，公司（合并）资产总额940126.91万元，所有者权益453940.52万元；2008年实现主营业务收入42030.00万元，净利润7844.84万元。

公司注册地址：江苏省扬州市扬州经济开发区维扬路108号；法定代表人：朱定国。

二、本期债券及投资项目情况

1. 本期债券概况

公司计划于2009年发行8亿元的人民币债券（以下简称“本期债券”），分三年偿还本金，其中20%于第五年偿还，30%于第六年偿还，50%于第七年偿还，本期债券由对管委会的应收账款提供质押担保；同时，管委会针对本期债券提供专项偿债风险准备金。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金8亿元人民币，其中7亿元用于扬州经济开发区新光源产业园基础设施建设项目，1亿元用于补充营运资金。

扬州经济开发区新光源产业园基础设施建设项目总投资117066.96万元，项目内容为282.66公顷新光源产业园内的征地拆迁，道路、桥梁，九通一平等配套设施建设。项目资本金44067万元，拟发行债券70000万元，其他通过银行贷款等方式解决。

该项目可行性研究报告已经扬州市发展和改革委员会扬发改许发(2008)313号文件批准。

该项目环境影响报告已经扬州市环境保护局扬环审批【2008】7号文件批准，项目用地已取得扬州市国土资源局关于征收相关土地的通知。

扬州新光源产业园作为扬州市发展LED产业的核心区，将成为扬州市社会经济发展重要的组成部分。本项目是扬州新光源产业园建设的需要，对提升扬州经济开发区乃至扬州市的区域优势，加快扬州市的经济增长，具有十分重要的意义。截至2008年12月22日，该项目一期已完成。

三、区域环境

作为开发区政府的投融资平台，公司的各项收入、补贴均来源于政府的财政支持，开发区乃至扬州市地方经济发展情况和财政收支水平将直接影响到公司的收益和偿债能力。

（一）扬州市经济发展状况

扬州市位于江苏中部，长江下游北岸，江淮平原南端，总面积6634平方千米，其中市区总面积988.81平方千米，截至2007年底总人口459.25万人。

2007年，扬州市完成地区生产总值1311亿元，按可比价计算增长15.7%，增幅比上年提高0.5个百分点。其中，第一产业增加值101亿元，增长5%；第二产业增加值748亿元，增长17.1%；

第三产业增加值462亿元，增长16.1%。人均生产总值29400元。产业结构不断优化。三次产业增加值比例由上年的8.6: 56.4: 35调整为7.7: 57: 35.3。二、三产业增加值占GDP比重达到92.3%，比上年提高0.9个百分点。

在扬州市经济发展的带动下，居民收入水平不断提高。2007年，市区居民人均可支配收入15057元，比上年增长16.3%；全市农民人均纯收入6586元，增长13.3%；扣除物价因素，实际分别增长11.8%和9.5%。城乡居民储蓄存款继续增加，年末全市城乡居民储蓄存款余额719.44亿元，比年初增加32.77亿元。

伴随着扬州市经济的持续快速发展，其财政收入也呈现出高速增长的态势。2007年全年实现财政总收入213.61亿元，比上年增长35.2%。其中，一般预算收入85.69亿元，增长36%，比2003年翻了一番。主体税种增幅较大。增值税(剔除免抵调及出口退税因素)、营业税、企业所得税、个人所得税、城市建设维护税、契税分别增长25.9%、25.1%、34.9%、33.0%、32.8%和17.8%。扬州市地方财政收入的稳定增长为扬州经济开发区的发展提供了有利的支持。

(二) 扬州经济开发区经济发展状况

1. 开发区基本概况

扬州经济开发区始建于1992年5月，1993年10月被江苏省人民政府批准为省级开发区。2002年5月，经省政府批准，在开发区内设立沿江工业园。2005年6月，经国务院批准成立中国扬州出口加工区，2006年10月31日正式通过国家九部委联合验收，进入实质运作阶段。开发区下辖三个乡镇、两个街道办事处。行政区域面积122.92平方公里，人口13.93万人。

扬州经济开发区拥有中国扬州出口加工区、扬州国家半导体照明产业化基地、国家生态工业示范园区、国家级高新技术创业服务中心、国家光电产品检测重点实验室、中国国际人才市场扬州市场、国家循环经济试点单位、国家火炬计划扬州汽车及零部件产业基地等八

个“国字号”品牌，已经成为江苏省内重要的开发区之一。

根据江苏省对外贸易经济合作厅《关于2007年度江苏省经济开发区建设发展评价情况的通报》，2007年在全省123家省级经济开发区中，扬州经济开发区建设水平列第5位，经济实力列第6位；在全省134家国家级开发区、高新区和省级开发区中，扬州经济开发区建设水平列第13位，经济实力列第12位。

2. 开发区区位优势

扬州经济开发区位于扬州市的西南，周边交通网络较为发达，开发区东连老城区的工业区、西接扬州市邗江区，南临长江、北至328国道。沿江高等级公路由东至西在其南部贯通，与润扬长江大桥相接，又经大桥北接线直达扬州火车站。宁通高速横穿其中，与京沪高速、沪宁高速在周边交汇。在开发区内任意一点上高速入口不超过十分钟，非常便捷。近9公里的扬子江南路由北向南将扬州市区与南部沿江工业园相连，直达国家一类开放港—扬州港，从而构成了四通八达、快速便捷的交通网。

3. 开发区经济发展速度

从区域经济总量增长情况来看，开发区区内企业2008年实现业务总收入926.88亿元，其中工业总产值749亿元，完成自营出口18.95亿美元，同比分别增长35.2%、36.7%和15%，2008年1~9月工业项目完成投资58.8亿，同比增长40%。

从招商引资增长情况来看，2008年，全年新批外资项目50个，完成合同利用外资15.31亿美元，实际到账外资4.60亿美元，同比分别增长38.35%和64.8%。开发区各项指标都保持了两位数以上的增长幅度，经济呈现出快速发展的态势。

4. 开发区的主要生产及生活区域

在开发区管辖的122.92平方公里面积内主

要分布中国扬州出口加工区、半导体照明产业基地、光伏产业基地、汽车及零部件产业基地、港口物流基地五大产业区以及南部临港新城区、现代商贸中心区两个生活配套区。

(1) 出口加工区

中国扬州出口加工区规划面积 3 平方公里，实行“境内关外，封闭管理”的运作模式。重点发展电子信息、节能材料、环保机械和高档轻工等重点产业，已有 10 家企业注册进区，总投资 2.75 亿美元，峻茂光电等 4 家企业建成投产。

(2) 半导体照明产业基地

该区域规划面积 10 平方公里，重点规划建设半导体照明产业基地，主要引进对 TFT—LCD 和 LED 产业链形成有贡献的项目，形成配套能力强、技术水平高、生产规模大、区域特色明显的 LED 产业集群和国家级半导体照明产业基地。该区域已有从事半导体照明生产开发的核心企业数十家，基本形成了较为完整的产业链。

(3) 光伏产业基地

光伏产业基地规划 2 平方公里，重点发展太阳能光伏产业，集聚了顺大多晶硅、晶澳、尚德太阳能、挪威 Metall Kraft 等一批核心企业和众多应用型企业。扬州经济开发区光伏产业园区已经形成完整的光伏产业链，即“多晶硅—单晶硅—单晶硅片—电池芯片—电池组—应用灯具”。

未来几年，该区域将加快形成从上游的多晶硅、单晶硅棒、破方切片到中游的太阳能电池片、封装，到下游的系统集成、产品应用等一系列完整的产业链，加快构建在全国乃至世界有影响的太阳能光伏新能源产业基地。

(4) 汽车装备产业基地

该产业规划 3.2 平方公里地域，主要依托扬柴、亚奔等扬州传统的汽车产业基础，围绕产业链的整合、延伸、完善，加快推进产业升级，打造国内领先、国际先进的大中型客车研发制造基地、国内专用车研发制造基地和各类

汽车零部件制造基地。

开发区的汽车及零部件产业经过近几年的发展，已形成了一定的规模，2007 年，开发区汽车及零部件产业实现工业总产值 50.7 亿元。主要企业有亚星集团客车公司、柴油机公司、中集通华专用车公司、中集润扬物流公司、同利冷藏集装箱公司、亚普汽车部件公司等。

其中，扬州亚普汽车部件公司是国内最大的轿车燃油箱基地，2007 年亚普实现工业总产值 10.4 亿元，汽车塑料燃油箱全国市场占有率达到 50%。

此外，开发区汽车散热器及水箱、汽车蓄电池、汽车空调、汽车座椅、粉末冶金汽车结构件、车灯等也具有一定的规模。

(5) 港口物流基地

扬州港是国家一类对外开放口岸，其货物吞吐量以每年百万吨的数量增长。基地内专业从事物流配套服务的现有 10 家企业，在临近基地边界区域还布置了 3 家物流加工配送型企业。

(6) 现代商贸中心区

该区域包括以世纪广场为轴心的 3 平方公里地域，致力于建设与老城区互补的现代商圈；借助即将建成的商业圈和服务中心，打造开发区都市文化橱窗。

(7) 南部临港新城区

该区域位于高旻寺南 5 平方公里地域，立足于建设高档生活居住场所，重点为区内投资、务工人员提供生活配套服务。

5. 开发区财政实力

扬州开发区政府属于省级开发区行政级别，管委会具有一级财政资质，财政分配体制方面具有独立财政支配权。开发区政府财政总收入包括预算内和预算外两部分，其各部分构成如表 1 所示。

表1 2006~2008年开发区财政收入构成 单位：万元

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
财政总收入	206600	252697	348730	29.92
一般预算收入	65800	92200	116160	32.87
土地出让金	50000	33000	33559	-18.07

数据来源：公司提供。

预算内收入主要来源于税收和各项行政规费、基金两部分，其比例大致为 80%和 20%。2006~2008 年开发区政府地方预算内收入总额分别为 155000 万元、216697 万元和 300320 万元，年均增长率为 39.20%。其中开发区留存的地方一般预算收入分别为 65800 万元、92200 万元和 116160 万元，分别占预算内收入总额的 42.45%、42.55%和 38.68%，占比有所下降。

预算内收入的增长主要依赖于光伏和半导体照明两大产业的增长，按照上述两个产业的发展态势，预计到 2010 年上述产业的增值税增加额将达到 4 亿元，开发区地方留置增值税增加额可达到 1 亿元左右，同时产业园区内的其他主要企业也都处于增长期，未来将面临较好的发展前景。

开发区政府预算外收入主要来自于土地出让金，2006~2008 年金额分别为 50000 万元、33000 万元和 33559 万元。

开发区预算内支出主要包括人员福利支出、事业性支出和各项基金等项目。2005~2007 年，预算内支出金额分别为 23957 万元、25000 万元和 61360 万元，2007 年由于基金支出大幅增加而出现较大增幅。开发区 2005~2007 年的预算外支出金额分别为 40000 万元、52000 万元、70000 万元和 83000 万元，基本上全是园区开发建设。管委会人员年龄结构较为年轻，无退休人员压力，人员福利和事业性支出等刚性支出比例不大，未来将基本上保持在每年 3 亿元左右，除此以外，园区的财政支出基本上以园区建设和偿付利息为主。

综合来看，开发区近年来财政收入持续增长，其中地方一般预算收入占比稳定，有利于开发区政府对公司提供资金支持。

6. 开发区未来发展规划

(1) 总体经济目标

依据《扬州经济开发区“十一五”发展规划纲要》，开发区在“十一五”期末的业务总收入将达到 1500 亿元，工业总产值达到 1000 亿元，财政总收入 70 亿元，自营出口达到 40 亿美元。工业协议利用外资累计达到 60 亿美元，实际利用外资累计达 20 亿美元，累计利用民资 175 亿元。

(2) 主要产业园区发展规划

按照开发区“十一五”规划，开发区将集中力量推进区内重要产业、重大项目和重点企业的发展。

①以 TFT—LCD、LED 为重点的半导体照明产业。到 2010 年，全区半导体照明产业实现工业总产值 150 亿元以上，年均增长 30%左右，建成 15 个企业技术中心和工程技术研究中心。

②汽车和汽车零部件产业。到 2010 年，全区的汽车整车产销量力争达到 3.5 万辆，汽车工业总产值 120 亿元，“十一五”期间年均增长 17.2%。培植 1 家年销售 50 亿元以上、2~3 家年销售 30 亿元以上的整车和零部件龙头企业。

③光伏产业。到 2010 年，全行业工业总产值达到 700 亿元。

④港口物流业方面，到 2010 年，集装箱吞吐量达到 100 万 TEU，件杂货吞吐量达到 3500 万吨。

(3) 主要土地出让规划

在商业用地方面，扬州中央商务区是开发区规划的未来主要的土地出让区域。该商务区面积为 8 平方公里，除去公共配套建筑面积，可用商业开发面积为 5 平方公里。鉴于房地产行业不景气的形势，开发区短期内没有开发商业用地的具体计划。

在工业用地方面，开发区 2008~2010 年将规划土地开发 3800 亩、4300 亩和 5000 亩，预计公司预算外收入将分别达到 40000 万元、50000 万元和 50000 万元。

由上述规划可以看出，开发区主要产业未

来仍有较大发展空间，其发展对开发区财政将有较大程度的贡献。

四、基础素质分析

1. 企业规模与竞争力

公司是由扬州经济开发区管委会投资的国有独资企业，开发区政府授权的唯一一家从事土地一级开发及相关基础设施建设的企业，是开发区政府的唯一投融资平台，在扬州经济开发区范围内具有垄断地位。

2006~2008 年公司开发土地面积分别为 3099.26 亩、3441.43 亩和 3820.75 亩。主营业务收入分别为 55683.41 万元、39500.00 万元和 42030.00 万元。

2. 人员素质

公司实行总经理负责制，高管人员包括总经理 1 人，副总经理 2 人，总经理助理 1 人。

朱定国：总经理，男，1952 年 5 月出生，汉族，中共党员，政工师，曾任邗江县汉河乡党委副书记、乡长，邗江县汉河镇党委书记、人大主席，邗江县人民政府副县长兼邗江开发区工委书记、管委会主任，现任扬州经济开发区管委会副主任兼开发总公司总经理。

李宝华：副总经理，男，1956 年 10 月出生，汉族，中共党员，会计师，曾任扬州市运输公司计财科主持工作副科长、企管科科长、公司经理助理、副总经理，扬州经济开发区管委会财务科科长，现任扬州经济开发区开发总公司副总经理。

王葆红：副总经理，女，1966 年 5 月出生，汉族，毕业于扬州大学电子系，曾任职于扬农化工财务科和扬州经济开发区管委会财务科，现任扬州经济开发区开发总公司副总经理，主管财务工作。

丁斌：总经理助理，男，1973 年 10 月出生，汉族，中共党员，经济师，毕业于南京大学商学院经济管理专业，硕士研究生，曾任中国石油江苏石油勘探局地质调查处宣传科科

员、处长办公室秘书、团委书记、南京东方智业管理顾问公司管理咨询师，现任扬州市经济开发区开发总公司总经理助理。

截至 2008 年底，公司本部在职人员共有 32 人，其中具有中、高级职称的人员有 25 人，占总人数的 78%，大专以上学历人员有 28 人，占总人数的 93%，高中及以下人员 4 人，占总人数的 7%。

总体来看，公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验，整体素质较高，同时，部分高管人员在开发区政府兼任职务，有助于公司获取政府支持的进一步落实。公司在职人员学历水平较高，能够满足日常工作需要。

3. 政府支持

公司是开发区政府唯一的基础建设投资主体，开发区政府在各个方面的支持。

在管理体制上，公司采用了“三位一体”的运行模式，既党工委、管委会、开发总公司“三块牌子、一套班子”。这种运营模式促进公司和政府之间的信息交流与沟通，有利于充分调动资源，提高开发建设的效率。

在政府支持方式与持续性方面，开发区政府主要通过开发建设回购资金、补贴和资本金注入等三种方式来给予公司支持，其中 2006~2008 年开发建设回购资金分别为 55683.41 万元、39500 万元和 42030 万元，补贴分别为 16330.73 万元、14145.70 万元和 22018.83 万元，注册资本分别为 136198 万元、29000 万元和 46405 万元。历史执行情况来看，政府对公司的支持具有一定的持续性。

在政府还款承诺或制度性安排方面，开发区政府针对公司的银行借款出具了承诺函，承诺在借款到期时，可由政府在财政收入范围内对借款本息给予全额支持，从而保证银行借款的到期足额偿付，该措施在较大程度上增强了公司对债务的按期偿付能力。

此外，扬州市政府还通过了杨府函【2009】

2号关于《扬州市人民政府关于支持扬州经济开发区直接融资的函》的文件，该文件承诺公司在开发建设中形成的对外债务，当开发区财政收入不足以安排偿付时，由市财政安排其他资金给予保障，从而在扬州市级财政层面对公司的债务提供了保障。

综上所述，开发区政府在管理模式、资金投入和还款承诺等方面均给予了公司较大程度的支持；此外，扬州市政府也出具了相关文件承诺对公司的债务偿还给予保障。近年来，扬州市经济发展迅速，税收收入快速增长；开发区政府财政收入逐年增长，地方一般预算收入占比稳定。综合判断，扬州市政府及扬州经济开发区政府能够对公司债务按期偿付提供较大的保障。

五、公司管理

1. 法人治理结构

公司实行开发区管委会领导下的总经理负责制。日常经营决策通过总经理办公会议进行决策，重大决策由开发区管委会集体讨论决策。公司组织机构健全，本部设有财务部、投资发展部、工程管理部4个职能部门。但总体来看，公司目前法人治理结构有待进一步完善。

2. 公司管理

作为开发区政府的主要投融资平台，公司依据自身组织结构和经营业务的特点，主要从项目、资金、投资和融资四个方面来加强内部管理。

(1) 项目管理

公司项目管理体系由组织体系和制度体系组成。组织体系是管理体系的硬件，制度体系是管理体系的软件。组织体系以项目组为核心、以公司协调下的各专业咨询部门为支撑。

公司聘请专业咨询部门为公司项目实施原则，项目组遵循项目实施原则编制《项目任务计划书》，并在经公司确认后，按照其确定的时

间表对待开发地块进行分项详细设计和编制预算，并通过招标确定承包商、分包商和供应商。在此框架下，项目组还需根据单项工程或子工程的具体设计方案和资金预算制订更详细的时间进度表和资金分配表，并严格按照时间进度表和资金分配表管理项目的实施。

(2) 资金管理

公司设立专门的资金管理部，负责各相关资金管理工作，对于开发区财政局拨付的各种款项，公司根据专项用途做到专项使用，由资金管理部负责专门管理。此外，资金管理部还负责办理各二级公司以及公司内部独立单位的结算、贷款、外汇调剂和资金管理工作。公司内各二级公司除在附近银行保留一个存款户用以办理小额零星结算外，必须在资金部开设存款账户，办理各种结算业务。在资金部的结算量占旬、月末余额的比例不得低于80%，10万元以上的大额款项支付必须在资金管理部办理。特殊情况需专题报告，经批准同意后，方可保留其他银行结算业务。

(3) 投资管理

作为开发区管委会的对外投资主体，公司所有重大投资决策均在开发区管委会的指导下展开，总经理办公会作为投资的决策机构，行使公司各项投资的决策权。任何投资方案提出后，需有书面初步的投资预测报告上报总经理办公会，经总经理办公会研究后决定投资与否。总经理办公会在收到项目建议书后一周内对投资项目进行初步可行性研究。该研究主要是对投资项目技术上的可行性和经济上的可行性进行论证。同时，财务部是对企业的资金进行规划和控制的部门，必须参与投资项目的可行性分析。在总经理办公会通过初步可行性研究，对投资项目做出初步选择决定后，指定专门人员负责该项目，并对该项目进行详细可行性研究。总经理办公会召集相关人员就该项目是否可行进行分析、评估、表决后方可执行。

(4) 融资管理

公司下属企业均有一定的对外融资权限，

但需要上报公司总部审批。各二级公司需在每年年初根据总经理办公会下达的利润任务编制资金计划，报资金管理部，资金管理部根据公司的年度任务、经营发展规划、资金来源以及各二级的资金效益状况进行综合平衡后，编制总公司及二级公司定额借款和全部借款的最高限额，报总经理办公会审批后下达执行。年度中，资金管理部将严格按照限额计划控制各二级公司借款规模，如因经营发展、贷款或担保超出限额，应专题报告说明资金超限额的原因，以及新增资金的投向、投量和使用效益，经资金管理部审查核实后，提出意见，报财务、总经理办公会审批追加。

总体来看，公司内部组织机构健全、管理方法科学、管理制度规范，能够对公司的日常生产经营提供支持和保障。

六、公司经营

1. 行业分析

公司主要经营的土地开发业务属于公共设施管理行业中的收购整理土地子行业。包括对农地的收购整理以及城市建设用地（市地）的收购整理。

收购整理土地行业由政府为主导，以招标、拍卖、挂牌成为主要交易方式。由于土地本身是稀缺的自然资源，在经济的快速增长形势下，行业属于卖方垄断市场，行业收益较为丰厚。

2006年9月，国务院发布《关于加强土地调控有关问题通知》，该通知在明确土地管理和耕地保护的责任、保障被征地农民的长远生计、规范土地出让的收支管理、调整并提高新增建设用地土地有偿使用费的缴纳标准、建立工业用地出让最低价标准统一公布制度、禁止擅自将农用地转为建设用地等行为、强化对土地管理行为的监督检查，严肃惩处土地违法违规等方面均具有重要意义。《通知》将对土地收购整理行业起到规范作用，土地供给进一步规范化。

土地供给总量受政府计划管理，国家通过编制土地利用总体规划、城市规划以及年度利

用计划控制建设用地供给总量，在中国现有的土地产权制度框架下，国家是城市土地的唯一所有者，国家按照所有权和使用权分离的原则，以土地所有者的身份出让土地使用权给土地使用者，从而形成了具有卖方垄断特征的土地供应市场，收购整理土地行业没有竞争，主要受到政策性因素影响。

收购和整理土地行业需求包括工业用地需求和商业用地需求两个方面，其中工业用地的需求受市政规划和招商引资的影响较大。近年来中国工业化、城市化的加速以及招商引资力度的加大引起对工业用地、基础设施建设用地的增加，工业用地需求较为旺盛。在商业用地方面，商业用地的需求受房地产行情影响较大，近年来居民生活水平逐步提高，对住房需求的增长变化引起对居住用地需求的增长，商业用地需求整体还是呈现上升的态势，但是进入2008年以来，发展速度明显放缓。

收购和整理土地行业资金来源主要依靠政府财政资金投入，但随着建设资金需求加大，对外举债融资已经成为主要资金来源，市场化程度的提高，使得资金来源逐渐呈现多样化的趋势。预计随着我国收购和整理土地行业法律法规的逐步健全，政府职能的逐步转变以及行业市场化的逐步推进，在旺盛的需求的支持下，行业将保持较快的发展速度。

2. 公司经营状况

公司主要经营业务包括开发区内土地一级开发、基础设施建设和安置房建设等工作。其主营业务收入为开发区财政每年拨付的一定款项，主营业务成本为各项业务的成本支出。

（1）土地一级开发

公司土地开发的经营模式是运用自有注册资本、开发区财政拨付的土地开发建设资金和银行融资贷款，对招商引资和新城建设所需的工业土地和商业土地进行一级开发，对区内土地实施征用、拆迁、基础设施建设和配套设施建设。待土地开发后，通过市土地储备中心拍

卖、出让已开发土地，拍卖、出让收入全额上缴开发区财政。

公司自成立以来，先后累计开发了土地面积25000多亩，其中项目用地约14000多亩，其中2006~2008年分别开发了3099.26亩、3441.43亩和3820.75亩。公司土地开发成本主要为征地费、拆迁费和相关基础设施建设费用等几项，2006~2008年分别为43125.29万元、25659.46万元和29699.14万元。其资金来源为财政局于当年拨付的款项和对外融资借款。由于征地费、拆迁费涉及因素较多，未来其变化趋势仍面临一定不确定性。公司已开发的土地通过市土地储备中心采用“招拍挂”的方式进行出让，所获得的土地出让金全额上缴开发区财政局。

开发区政府根据公司每年需要偿还的借款本息金额及投资的项目资本金为公司拨付足额资金用于当年的还款和项目开发。拨付金额不局限在土地开发收入范围内，若土地开发收入不足，可以从预算内收入中予以补充。开发区拨付的该款项在账务处理中体现在主营业务收入和补贴收入两个科目中（其具体分配比例不确定，根据当年的实际情况灵活调整）。2006~2008年，公司的主营业务收入分别为55683.41万元、39500.00万元和42030.00万元；补贴收入分别为16330.73万元、14145.70万元和22018.83万元，均为开发区财政拨付的款项。

（2）开发区内基础设施建设

公司承担扬州经济开发区内所有道路、桥梁、地下管网等基础设施的建设项目。自成立以来，开发总公司累计投入70多亿元，用于开发区成片开发的基础设施建设和功能配套。具体建设项目包括以下几项：

园区路网建设。先后完成了30多条约90多公里的园区道路建设、改造任务，以及雨污水、电、气、自来水管网等铺设工作。打开了沿江通道，连接润扬大桥与沿江工业园的沿江高等级公路，开发区段7公里已全线建成通车；完成了连接沿江工业园、扬州港、沿江高等级公路、宁通高速公路的扬子江南路8.1公里拓宽改造

工程。

园区功能配套设施建设。在完善排污、排水、供电、供气等系统的同时，建成了港口环保热联供中心、污水处理厂、海关直通点和11万伏变电所等一批功能配套项目；修建了三个水利泵站，总设计达33个流量，完善了园区防洪排涝体系；修建了一个3万吨码头和一个20万标箱的集装箱专用码头。

出口加工区建设。建设完成了出口加工区一期工程以及行政大楼、主干道、巡检通道、围网、卡口等工程。

（3）安置房建设

公司承担了开发区内安置房的建设任务，包括阳光新苑、金山花园、滨江花园、扬子新苑、玉带家园等安置房小区。2006~2008年，公司在安置房建设方面分别投入资金3.93亿元、5.08亿元和5.86亿元，公司同期建成安置房26.22万平方米、39.12万平方米和45.6万平方米，交付使用20.5万平方米、31.3万平方米和37.8万平方米。

3. 未来发展

公司未来的资本支出主要为开发区规划的基础设施和公共设施项目支出。按照规划，开发区未来将投资扬州经济开发区新光源产业园基础设施建设项目和扬州出口加工区基础设施综合开发建设项目。其中，扬州经济开发区新光源产业园基础设施建设项目总投资117066.96万元，公司承担资本金44067万元；扬州出口加工区基础设施综合开发建设项目总投资76541.81万元，公司承担资本金26541.81万元。

此外，2009~2011年将分别规划开发工业用地4300亩、5000亩和5600亩，按照每亩20万元计算，公司同期将有8.6亿元、10亿元和11.2亿元的开发成本支出。总体来看，公司在未来面临一定的资金压力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供2006~2008年的财务报表，该报表由江苏苏亚金诚会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，该期间内报表合并范围见附件2。

根据财政部财会二字[1996]2号《关于合并会计报表合并范围请示的复函》文的规定，子公司扬州出口加工区投资开发有限公司、扬州半导体照明工程技术研发中心、扬州市经济开发区益民拆迁安置有限公司、扬州中科半导体照明研发中心有限公司和扬州广茂翔光电有限公司的资产总额、销售收入及当期净利润额按照资产标准、销售收入标准和利润标准计算得出的比率均在10%以下，依据重要性原则，上述子公司未纳入合并会计报表合并范围。

根据财政部财会字[1995]11号《关于印发〈合并会计报表暂行规定〉的通知》文之规定，公司拥有扬州华恒建设投资有限公司半数以上表决权，故将该公司列入合并会计报表合并范围。

总体看，公司财务报表合并范围没有出现大的变化，近三年财务数据的可比性较强。

截至2008年底，公司合并资产总额940126.91万元，所有者权益453940.52万元；2008年实现主营业务收入42030.00万元，净利润7844.84万元；经营活动现金流量净额9082.46万元，现金及现金等价物净增加额19373.49万元。

截至2008年底，母公司资产总额824486.61万元，所有者权益453940.52万元；母公司实现主营业务收入42000万元，净利润7844.84万元；经营活动现金流量净额26056.96万元，现金及现金等价物净增加额15980.37万元。

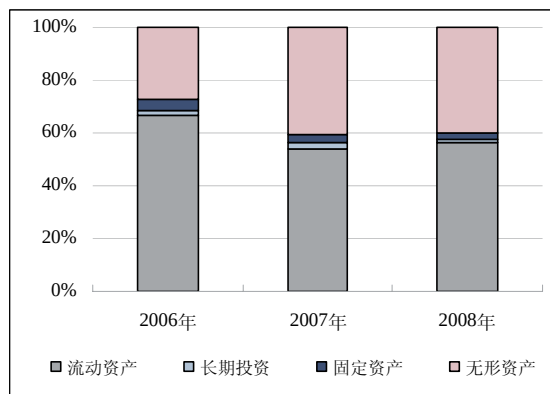
以下分析以公司合并报表数据为主。近三年的财务数据和指标见附件4~7。

2. 资产构成

在开发区政府园区发展规划的推动下，公

司近年来土地开发业务不断拓展，资产总额稳步增长。公司2006~2008年资产年均复合增长率达到33.74%。

图1 2006~2008年总资产构成

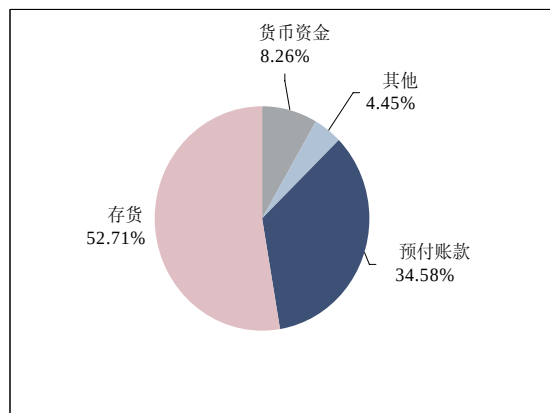


数据来源：公司审计报告。

公司资产由流动资产、固定资产、长期投资和无形资产等几项构成，如图1所示，近三年资产结构略有变化，2006~2008年，由于政府划拨和购置土地的原因，公司无形资产占比有所增长，由27.38%增至39.91%，而流动资产则由66.52%降至56.21%。

公司2006~2008年流动资产年均增长率为22.95%，保持一定增幅。截至2008年底，公司流动资产主要由货币资金、存货、预付账款等项构成（如图2所示），其金额分别为43636.72万元、182754.20万元和278577.33万元。

图2 2008年底公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告。

公司货币资金占流动资产的比例不大，三年平均占比为8.26%，货币资金中均为可自由支配的现金或银行存款，无抵押、冻结等情况。

在土地开发过程中，土地开发费和拆迁费均需均采用预付款的方式，这使得公司近年来预付账款始终保持较大的金额和占比，近三年平均占流动资产的比例为34.58%，未来公司将继续保持土地开发业务为主的经营结构及现有的经营模式，预计其预付账款将继续保持较大规模。

公司存货主要为预售的工业用地，近年来始终保持了较大的金额和占比，并且持续保持上升的趋势，三年平均增长率52.71%。工业用地的开发受到政府规划影响较大，按照规划，公司的存货用地将在未来几年里逐步开发，因此短期内不可能迅速完全变现。

总体来看，由于公司预付账款无法变现，工业用地短期内无法迅速完全变现，因此其流动资产变现能力一般。

2006年以来，由于接收土地划拨和对外购置土地的原因，公司无形资产出现较大幅度上升，年均增长率为61.47%，目前公司的土地以工业用地为主，盈利能力较差。

公司长期股权投资主要是对参股企业的投资，固定资产主要是公司的办公大楼，上述两项近年来变化幅度较小。

截至2008年底，母公司资产总额852741.65万元，其中公司流动资产、长期投资、固定资产和无形资产占公司总资产比重分别为占45.89%、6.80%、1.85%和45.46%，无形资产仍占有很大比重。

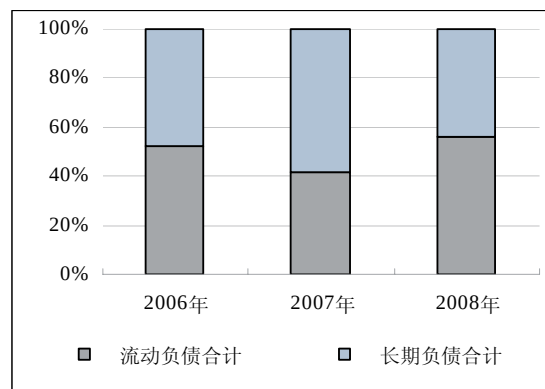
总体来看，随着土地开发业务的不断拓展，公司近年来资产总额大幅增长，公司流动资产以存货和预付账款为主，流动资产变现能力一般，无形资产以大量工业用地为主，未来升值空间较小。总体来看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

近年来，为了积极配合开发区政府制定的

土地成片开发规划，公司加大了对外融资规模，2006~2008年公司负债总额大幅增长，年均增长率为75.22%。

图3 2006~2008年底负债结构

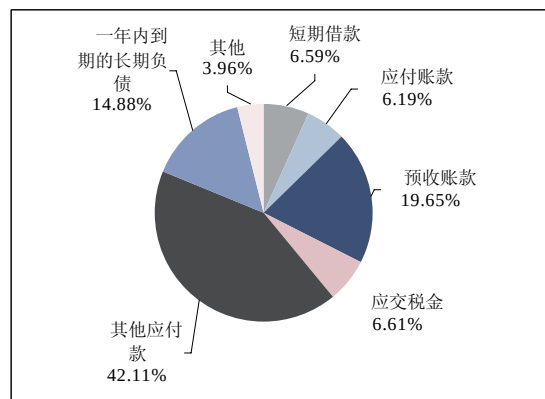


数据来源：公司审计报告。

从负债结构上来看（如图3所示），2007年长期负债的比例略有上升，2008年有所回落，但总体来看变化幅度不大，截至2008年底，公司流动负债和长期负债的占比分别为56.09%和43.91%。

公司的流动负债近年来有一定增幅，2006~2008年复合增长率为27.78%。截至2008年底，公司流动负债为268745.71万元，主要由短期借款、应付账款、预收账款、应交税金、其他应付款和一年内到期的长期负债构成，其构成情况如图4所示。

图4 2008年底公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告。

截至2008年底，公司的短期借款为17700.00万元，主要为信用借款和保证借款，

近年来呈下降趋势，三年平均增长率为-7.53%；应付账款为16636.29万元，主要以应付工程款为主，三年平均增长率为19.18%，增幅不大；预收账款为52803.92万元，三年平均增长率为24.39%，主要为预收扬州经济开发区财政局的土地开发款项；其他应付款为113180.69万元，三年年均增长率为38.52%，主要是关联公司的资金往来款项；应交税金为17769.27万元，主要为公司日常营运所应缴纳的营业税、城市维护建设税、房产税和企业所得税等项目，近三年平均增长40.90%；一年内到期的长期负债金额为40000.00万元，主要为到期的长期借款。公司其他流动负债占比较小，对公司的影响不大。

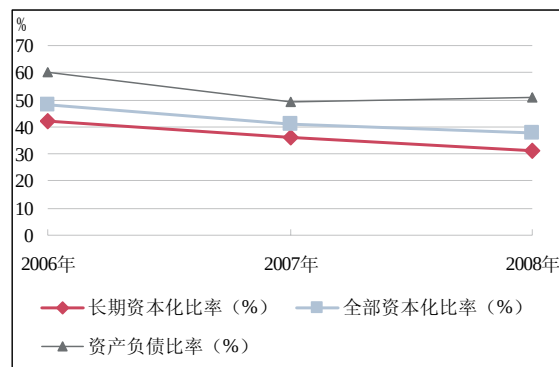
2006～2008年，公司长期负债分别为151500万元、201000万元和210400万元，均为银行长期借款，主要由质押借款和抵押借款构成。

截至2008年底，母公司流动负债为209046.09万元，主要包括预收账款、其他应付款和一年内到期的长期负债等项目。同期母公司长期负债为161500万元，均为长期借款，母公司流动负债和长期负债占集团合并口径的百分比分别为77.79%和76.76%，集团大部分负债集中在母公司层面。

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润及少数股东权益构成。近年来，随着开发区政府的不断注资，公司实收资本保持持续大幅增长，2006～2008年分别为19000万元、33000万元和380000万元，年均增长率为41.42%，其注资的形式为现金注资和以工业用地为主的土地注资两种方式。在实收资本增长的带动下，公司所有者权益也保持了较大增幅，2006～2008年分别为203388.98万元、350357.46万元和453940.52万元，三年年均增长率为49.39%。2008年资本公积同比增长6.04倍，主要为当年管委会注入4.46亿元土地所有权所致。公司实收资本占所有者权益的比重很高，近三年分别为93.42%、94.19%和83.71%，

所有者权益结构很稳定，但由于主要构成为工业用地，因此其质量较差。

图5 2006～2008年资本结构情况



数据来源：公司审计报告。

受权益增长影响，近年来公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率基本上呈下降的趋势（见图5），但由于实收资本中土地占比很大，同时土地以工业用地为主，因此公司实际债务负担要受到土地变现能力的影响。

4. 盈利能力

公司的主营业务为土地一级开发，主营业务收入为财政拨款，近年来总体上呈现上升趋势，2006～2008年公司主营业务收入分别为55683.41万元、39500.00万元和42030.00万元，近年来有所下降。

公司主营业务成本主要包括征地费、拆迁费和基础设施建设费用等几项，但由于征地费、拆迁费涉及因素较多，因此未来主营业务成本的变化幅度仍存在一定不确定性。

2006～2008年，公司主营业务利润分别为10703.86万元、12525.19万元和10930.60万元，主营业务利润率分别为19.22%、31.71%和26.01%，公司主营业务利润率高主要依赖于开发区财政拨款金额。公司其他业务利润主要是房屋租赁收入。

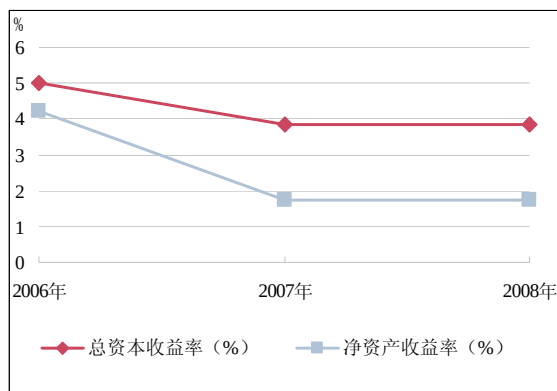
2006～2008年，公司营业费用和管理费用总体水平不高，但财务费用由于融资规模不断扩大的原因而大幅增长，三年平均增长率达到

40.00%，2006～2008年财务费用分别为10855.96万元、17048.94万元和21277.24万元，分别是主营业务利润的1.01倍、1.36倍和1.95倍，在财务费用不断增大的压力下，2007年公司营业利润出现负值。预计公司未来将增加融资规模，公司仍将面临较大的财务费用支出。

除了主营业务收入以外，开发区财政对公司的拨款还有相当一部分体现在补贴收入里，补贴收入有效的弥补了营业利润和投资收益所带来的损失，在此作用下，公司利润总额和净利润仍体现为正值，截至2008年底，公司利润总额为10363.33万元，净利润为7844.84万元。

公司2008年在所有者权益上升和利润下降的联合作用下，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降（如图6所示）。

图6 2006～2008年总资本收益率和净资产收益率



数据来源：公司审计报告。

从母公司的收入利润水平来看，2008年母公司主营业务收入、主营业务成本、财务费用、补贴收入和净利润分别为42000万元、29699.14万元、16030.49万元、16400.00万元、7844.84万元，分别占集团合并总数的99.93%、100.00%、75.34%、74.48%和100.00%。可以看出，公司各项收入利润及成本费用均集中在本部，母公司为主要的经营主体。

总体来看，公司整体盈利能力较低，需要依赖政府的拨款来维持正常的经营活动。

5. 现金流量

从经营流入情况来看，近三年公司销售商品、提供劳务收到的现金出现较大波动，2006～2008年分别为71977.22万元、39020.34万元和60667.14万元，2006年由于收入大幅上升的原因，公司该项资金出现大幅增长。公司同期收到的其他与经营活动有关的现金主要为补贴收入和关联企业的往来资金等。

在现金流出方面，2006～2008年公司购买商品、接受劳务支出现金主要为支付的拆迁费和土地征用费，其金额分别为127877.95万元、93331.97万元和144984.77万元，公司支付的其他与经营活动有关的现金主要为关联企业的资金往来。

公司2006及2007年经营性现金流净额始终为负值，2008年，由于应收项目的减少和应付项目的增加的原因而有所好转，达到9082.46万元。但结合前三年的整体情况来看，公司经营性净现金流水平一般。

从投资活动来看，2006～2008年公司投资活动现金流主要以流出为主，金额分别为146784.86万元、7696.65万元和88535.97万元。2006年购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金项目较大，金额为143034.86万元，主要为外购土地所支付的款项。与经营活动的现金流量情况结合起来看，公司2006～2008年的筹资活动前的现金流量净额均为负值，分别为-179629.83万元和-47064.33万元、-73920.44万元，公司自有现金流不能满足投资需求，需要对外筹资来满足资金需要。

从筹资活动来看，银行借款是筹资活动现金流入的稳定来源，2006～2008年分别为161000.00万元、93300.00万元和182065.21万元，总体保持上升。公司2006年和2008年吸收投资所收到的现金金额较大，分别为136198万元和90165.21万元，主要为开发区政府注入的资金。公司筹资活动现金流出主要包括偿还债务所支付的现金和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金两部分，这两部分分别体现了公

司支付的债务本金和利息。

2006~2008年，母公司经营性现金流净额分别为-19771.99万元、-37753.17万元和26056.96万元，2008年增幅较为明显。同期，母公司投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额均呈下降趋势，三年复合增长率分别为-17.34%和-29.44%，2008年其金额分别为-99860.00万元和89783.42万元。

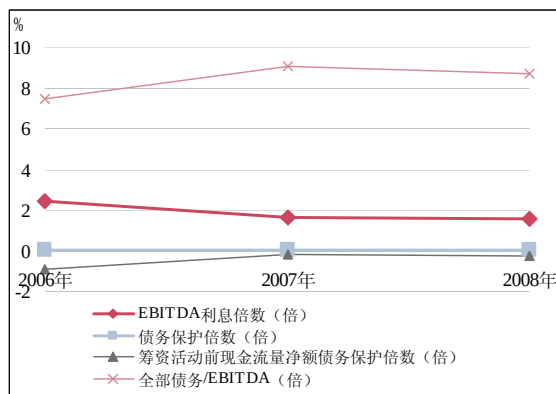
总体来看，公司经营活动产生现金流的能力一般，对外部融资有一定的依赖。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2006~2008年，公司的流动比率和速动比率平均值分别为220.16%和112.36%，均处于较好水平，但流动资产中存货和预收账款对其变现产生的制约作用将影响到流动资产对流动负债的覆盖程度。由于公司经营性现金流为负值，公司2006~2008年经营现金流动负债比率分别为-19.95%、-27.49%和3.38%，2008年随着经营性净现金流的好转而转为正值，但总体保障能力不强。综合判断，公司短期偿债能力一般。

2006~2008年公司的长期偿债指标如图7所示。从长期偿债指标来看，随着2006~2008年公司利息支出的大幅增长，公司EBITDA利息倍数有所下降。此外，公司同期的全部债务/EBITDA倍数平均为8.56倍，由于公司整体盈利水平较低，EBITDA对全部债务的偿付能力较弱。

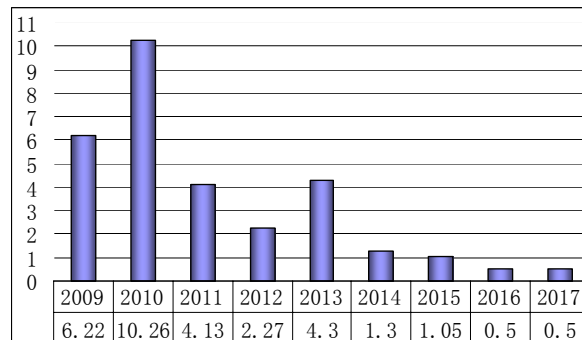
图7 2006~2008年公司长期偿债指标



数据来源：公司审计报告。

从公司长期借款偿还分布情况来看（如图8所示），2010年公司需偿还银行长期借款为10.26亿元，公司在当年存在较大的长期借款偿还压力，其他年份偿债压力不大。

图8 公司2009~2017年需偿还的银行借款情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供。

截至2008年底，公司获得各金融机构授信额度43.6亿元，公司间接融资渠道畅通。

八、债权保护条款分析

本期债券由开发区管委会以项目回购形成的应收账款提供质押担保，并由扬州经济开发区管理委员会设立专项偿债风险准备金，用以在应收账款支付金额不足以支付的情况下，保证本期债券的按期偿还。

1. 应收账款质押担保

(1) 质押担保方案

公司与宏源证券股份有限公司（以下简称“宏源证券”）、扬州经济开发区财政局（以下简称“财政局”）共同签订了《2009年扬州经济开发区开发总公司企业债券应收账款质押合作协议》，协议约定如下：

根据公司与扬州开发区管委会签订的《关于对扬州经济开发区新光源产业园基础设施建设项目回购及代建资金还款的协议》（简称《回购及还款协议》）的约定，开发区政府对由公司代建的扬州经济开发区新光源产业园基础设施建设项目进行回购，形成公司对开发区政府的应收账款，以该应收账款进行质押对本期债券

提供担保。该应收账款共为人民币 191461.84 万元（包括投资回报以及代建工程款及利息），偿付期限为 7 年。公司为应收账款出质人；宏源证券为债权代理人；开发区政府为债务人。

根据《回购及还款协议》的约定，该应收账款将分7年逐步偿还，由开发区政府按约定进度向公司偿还该应收账款，具体支付金额见表 2。

（2）偿付资金安排及保障程度

表 2 应收账款账户资金划入情况（万元）

年度	应收账款划入金额	当年需偿还本金	管委会当年支付金额/公司当年需偿还本金（倍）	当年底质押余额	当年底质押余额/当年底待偿还本金余额（倍）
第一年初	--	--	--	191461.84	2.39
第一年底	6532.34	0	--	184929.50	2.31
第二年底	6532.34	0	--	178397.16	2.23
第三年底	6532.34	0	--	171864.82	2.15
第四年底	6532.34	0	--	165332.48	2.07
第五年底	24092.38	16000	1.51	141240.10	2.21
第六年底	34819.23	24000	1.45	106420.87	2.66
第七年底	50746.19	40000	1.27	55674.68	--
第八年底	14048.04	--		41626.64	--
第九年底	41626.64	--			
合计	191461.84	80000	--	--	--

资料来源：公司提供。

从表 2 可以看出，质押总额度 191461.84 万元为本期企业债券发行额度的 2.39 倍，其中开发区政府第七年支付的额度为公司当年待偿还本金金额倍数的 1.27 倍，公司每年底质押余额和当年底待偿还本金金额的比例倍数在 2.07 倍至 2.66 倍之间。同时，公司承诺用于质押的应收账款不得低于本期债券应付本息的 1.8 倍，若低于 1.8 倍时，宏源证券将督促公司及时追加差额部分的资产。

（3）偿债具体支付时点

依据《回购及还款协议》，开发区政府须在每年当期债券付息首日前 15 个工作日偿付应收账款；第八年和第九年须在每年的 12 月 31 日偿付应收账款。该约定在时间上为本期债券的偿付提供了保证。

（4）法律意见

发行人律师北京市格维律师事务所于 2008 年 12 月 20 日出具了《关于扬州经济开发区开发总公司发行 2009 年企业债券中有关应收账款质押事宜的专项法律意见书》，并给出了公

司应收账款质押资产合法性的法律意见如下：开发总公司为发行 2009 年企业债券而对应收账款进行质押，与相关各方签订的合同或者协议不违反相关法律、法规的规定，该等协议的内容合法、有效。

（5）财政局承诺

财政局受开发区政府委托承诺将按《回购及还款协议》的要求，每年安排财政资金用于偿还该项目的回购款项，该资金安排不受项目是否回购影响。该承诺很大程度上规避了由于回购项目无法按要求结算而出现的还款风险。

2. 专项偿债风险准备金

在公司设立应收账款质押担保的同时，开发区政府还为本期债券偿付设立专项偿债风险准备金，用以保证本期债券的按期足额偿付，该偿债风险准备金的资金来源为开发区每年的一般预算财政收入和预算外收入。

根据财政局、公司、江苏省建行和宏源证券四方共同签署的《专项偿债风险准备金账户

监管协议》的约定，在本期债券存续期内的第一、第二、第三及第四年度，由开发区政府于每年付息首日前20个工作日，保证该账户资金余额不低于本期债券募集资金的10%，即8000万元。在本期债券存续期内的第五年度至第七年度，由开发区政府于付息首日（兑付首日）前20个工作日，分别保证该账户余额不低于本期债券募集资金25%、35%和55%，即20000万元、28000万元和44000万元。每年付息首日（兑付首日）前20个工作日，公司应聘请会计师事务所进行验资，并出具验资报告。该项措施进一步降低了本期债券违约的风险。

3. 银行专项账户监管

公司与宏源证券、财政局、中国建设银行股份有限公司江苏省（以下简称“江苏省建行”）分行联合签订《2009年扬州经济开发区开发总公司企业债券账户及资金监管协议》。依据协议约定，公司在江苏省建行设立应收账款专项账户、偿债基金账户和募集资金使用专项账户等三个专项账户；开发区政府在江苏省建行设立专项偿债风险准备金专用账户。江苏省建行对上述账户实施监管，并具有以下权利：

（1）在本期债券存续期内，江苏省建行监督公司在每个付息首日前15个工作日以前，将本年度应付债券本金及利息足额划入偿债基金账户。

（2）在本期债券存续期内，当公司出现偿付困难，无法将偿付本息的资金足额划入偿债基金账户时，可以无条件从应收账款专项账户划转资金至该账户。

（3）本期债券存续期内，当偿债基金账户中的资金不能足额偿付本息时，并且划转应收账款专项账户内的资金后，仍不能足额偿付本期债券当期本息时，可以无条件从专项偿债风险准备金账户划转资金至偿债基金账户。

该项资金监管措施有效的保证了应收账款质押和专项偿债风险准备金两项担保措施的切实可行。

4. 综合判断

为保障本期债券的按期足额偿付，公司和开发区政府分别设置了应收账款质押担保和专项偿债风险准备金等两项保护措施，改等措施具有一定的增信作用。

本期债券两项保护措施的实质出资人均均为扬州经济开发区政府，依据《回购及还款协议》和《专项偿债风险准备金账户监管协议》，在本期债券偿还本金时，开发区政府需向应收账款专项账户和偿债基金账户注入3.6亿元至8.4亿元的现金，就2008年开发区11.62亿元的一般性预算收入水平来看，开发区政府面临一定的资金压力。综合考虑开发区未来财政收入的稳定增长，以及预算外收入形成的必要补充等积极因素，本期债券到期不能足额偿还的风险较小。

九、综合评价

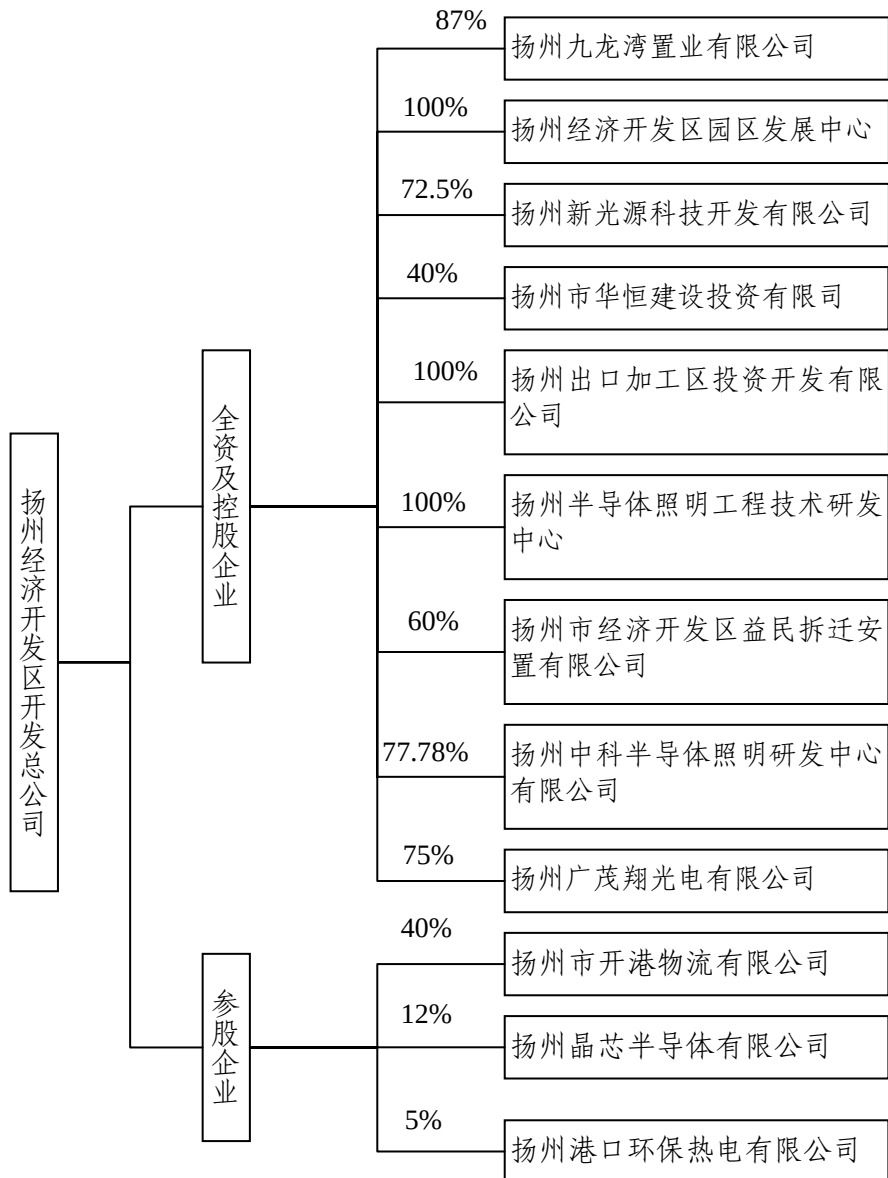
作为扬州经济开发区对外投资、融资和开发建设的唯一主体，公司承担了开发区范围内所有的土地开发及相关基础设施建设的任务，在扬州经济开发区内具有垄断地位。近年来，开发区政府财政收入逐年增长，地方一般预算收入占比稳定，开发区政府在管理模式、资金投入和还款承诺等方面均给予了公司较大程度的支持。

公司2006~2008年主营业务收入和资产规模均保持稳定增长，债务负担基本合理。受近年来公司对外融资规模较大，财务费用居高不下的影响，公司整体盈利能力较弱，对政府补贴的依赖性较强；同时公司对外资本支出较大，面临一定的资金压力，考虑公司在开发区土地开发和基础设施建设领域所具有的区域垄断地位以及近年来开发区财政收入稳步增长的趋势，公司主体信用风险较低，本期债券到期不能偿付的风险很小。

附件 1 公司自成立以来注册资本增加情况

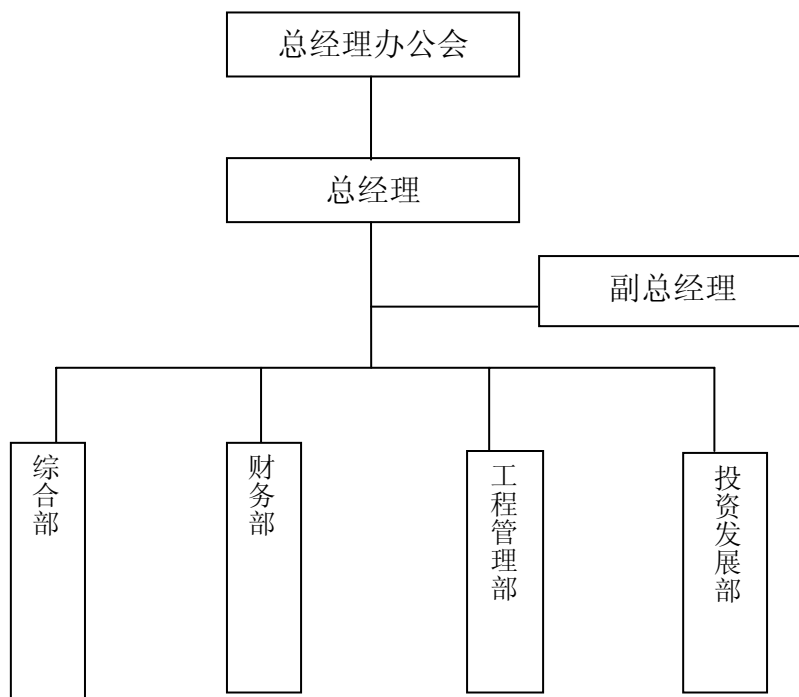
时间	批准文件	增资金额	注册资本金额
1992 年 6 月 1 日	江苏省扬州工商行政管理局新城分局核准	2000 万元	2000 万元
2002 年	扬州经济开发区管理委员会扬开管复（2002）34 号批复	4.8 亿元	5 亿元
2003 年 2 月 18 日	扬州经济开发区管理委员会扬开管复（2003）3 号批复	3 亿元	8 亿元
2006 年 7 月 28 日	扬州经济开发区管理委员会扬开管复（2006）5 号批复	2 亿元	10 亿元
2006 年 9 月 20 日	扬州经济开发区管理委员会扬开管复（2006）6 号批复	9 亿元	19 亿元
2007 年 4 月 20 日	扬州经济开发区管理委员会扬开管复（2007）3 号批复	1 亿元	20 亿元
2007 年 12 月 16 日	扬州经济开发区管理委员会扬开管复（2007）9 号批复	13 亿元	33 亿元
2008 年 11 月 17 日	扬州经济开发区管理委员会扬开管复（2008）18、22、25 号批复	5 亿元	38 亿元

附件 2 2008 年底公司控股、参股企业情况及合并范围



公司名称	注册资本 (万元)	经营范围	所占权益 比例	是否合并
扬州九龙湾置业有限公司	15000	土地开发、基础设施建设	87%	是
扬州经济开发区园区发展中心	10000	土地开发、基础设施建设	100%	是
扬州新光源科技开发有限公司	20000	电子元器件研发、生产、销售等	72.50%	是
扬州市华恒建设投资有限公司	10000	基础设施建设、房地产经营等	40.00%	是

附件 3 2008 年底公司组织结构图



附件 4-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	29786.05	24263.23	43636.72	21.04
短期投资				
应收票据				
应收股利				
应收利息				
应收账款	1247.94	2803.34	2803.34	49.88
其他应收款	29786.48	11316.37	20715.71	-16.60
减：坏账准备				
应收账款净额	186191.13	14119.70	23519.05	-64.46
预付账款	156404.65	150178.32	182754.20	8.10
期货保证金				
应收补贴款				
应收出口退税				
存货	132402.18	190490.91	278577.33	45.05
减：存货跌价准备				
存货净额	132402.18	190490.91	278577.33	45.05
待摊费用				
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	349627.30	379052.16	528487.30	22.95
长期投资				
长期股权投资	9416.64	15648.36	12891.61	17.01
长期债权投资				
长期投资合计	9416.64	15648.36	12891.61	17.01
减：长期投资减值准备				
加：合并价差				
长期投资净额	9416.64	15648.36	12891.61	17.01
固定资产				
固定资产原值	24390.86	26304.87	26735.73	4.70
减：累计折旧	1763.31	2407.80	3162.72	33.93
固定资产净值	22627.55	23897.07	23573.01	2.07
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	22627.55	23897.07	23573.01	2.07
工程物资				
在建工程				
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	22627.55	23897.07	23573.01	2.07
无形资产及其他资产				
无形资产	143901.90	283224.50	375174.99	61.47
其中：土地使用权				
长期待摊费用				
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	143901.90	283224.50	375174.99	61.47
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	525573.39	701822.08	940126.91	33.74

附件 4-2 资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	20700.00	14700.00	17700.00	-7.53
应付票据	5700.00	5700.00	9700.00	30.45
应付账款	15623.92	13943.01	16636.29	3.19
预收账款	34128.26	28562.26	52803.92	24.39
应付工资				
应付福利费				
应付利润（股利）	5000.00	0.00	0.00	-100.00
应交税金	8950.03	13790.98	17769.27	40.90
其他未交款	274.92	443.94	536.34	39.67
其他应付款	58988.50	40827.91	113180.69	38.52
预提费用	232.05	344.24	419.19	34.41
预计负债				
一年内到期的长期负债	15000.00	25000.00	40000.00	63.30
其他流动负债				
流动负债合计	164597.68	143312.34	268745.71	27.78
长期负债				
长期借款	151500.00	201000.00	210400.00	17.85
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
其他长期负债				
长期负债合计	151500.00	201000.00	210400.00	17.85
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	316097.68	344312.34	479145.71	23.12
少数股东权益	6086.74	7152.28	7040.68	7.55
所有者权益				
实收资本	190000.00	330000.00	380000.00	41.42
资本公积	1724.44	7982.20	56220.42	470.98
盈余公积	1401.20	2060.34	2844.83	42.49
其中：法定公益金				
未分配利润	10263.34	10314.92	14875.27	20.39
未确认的投资损失（以“-”号填列）				
外币报表折算差额				
所有者权益合计	203388.98	350357.46	453940.52	49.39
负债及所有者权益合计	525573.39	701822.08	940126.91	33.74

附件 5 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	55683.41	39500.00	42030.00	-13.12
减: 主营业务成本	43125.29	25659.46	29699.14	-17.01
主营业务税金及附加	1854.26	1315.35	1400.27	-13.10
加: 代购代销收入				
二、主营业务利润	10703.86	12525.19	10930.60	1.05
加: 其他业务利润	1028.93	1286.15	0.00	-100.00
减: 营业费用	0.00	10.55	2.53	-
管理费用	1077.04	929.82	1301.64	9.93
财务费用	10855.96	17048.94	21277.24	40.00
其他				
三、营业利润	-200.21	-4177.97	-11650.81	662.84
加: 投资收益	-1373.34	-79.10	-56.81	-79.66
补贴收入	16330.73	14145.70	22018.84	16.12
营业外收入	2.50	0.40	124.13	604.65
其他				
减: 营业外支出	167.05	118.50	72.03	-34.34
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	14592.63	9770.53	10363.33	-15.73
减: 所得税	5148.58	3302.36	2630.09	-28.53
减: 少数股东损益	841.23	377.45	-111.61	-
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	-
五、净利润	8602.82	6090.73	7844.84	-4.51
加: 年初未分配利润	2572.46	10263.34	10314.92	100.24
盈余公积补亏				
其他调整因素				
六、可供分配的利润	11175.28	16354.07	18159.76	27.48
减: 提取法定盈余公积	911.94	659.15	784.48	-7.25
提取法定公益金				
提取职工奖励及福利基金				
补充流动资本				
其他				
七、可供投资者分配的利润	10263.34	15694.92	17375.27	30.11
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利				
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	10263.34	10314.92	14875.27	20.39

附件 6 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	71977.22	39020.34	60667.14	-8.19
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	32113.22	61204.07	110557.84	85.55
现金流入小计	104090.44	100224.40	171224.99	28.26
购买商品、接受劳务支付的现金	127877.95	93331.97	144984.77	6.48
支付给职工以及为职工支付的现金	8.19	35.19	61.83	174.69
支付的各项税费	0.19	1.17	8.33	562.28
支付的其他与经营活动有关的现金	9049.07	46255.75	17087.60	37.42
现金流出小计	136935.41	139624.08	162142.53	8.82
经营活动产生的现金流量净额	-32844.97	-39399.67	9082.46	-
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	0.00	0.00	5533.07	-
取得投资收益所收到的现金	0.00	32.00	0.00	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计	0.00	32.00	5533.07	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	143034.86	235.40	86164.84	-22.39
投资所支付的现金	3750.00	7461.25	2371.13	-20.48
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	-
现金流出小计	146784.86	7696.65	88535.97	-22.34
投资活动产生的现金流量净额	-146784.86	-7664.65	-83002.90	-24.80
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金	136198.00	15600.00	90165.21	-18.64
借款所收到的现金	161000.00	93300.00	91900.00	-24.45
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	297198.00	108900.00	182065.21	-21.73
偿还债务所支付的现金	80850.00	39800.00	64500.00	6.61
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	16701.81	27665.91	23426.97	18.43
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	844.31	-
现金流出小计	97551.81	67465.91	88771.28	-4.61
筹资活动产生的现金流量净额	199646.19	41434.09	93293.93	-31.64
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	-
五、现金及现金等价物净增加额	20016.35	-5630.23	19373.49	-1.62

附件 7 主要计算指标

项目	2006 年	2007 年	2008 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数（次）	44.62	19.50	14.99	22.27
存货周转次数（次）	0.33	0.16	0.13	0.18
总资产周转次数（次）	0.11	0.06	0.05	0.07
盈利能力				
主营业务利润率（%）	19.22	31.71	26.01	26.36
总资本收益率（%）	4.99	3.86	3.85	4.08
净资产收益率（%）	4.23	1.74	1.73	2.23
财务构成				
长期债务资本化比率（%）	41.97	35.99	31.34	34.86
全部债务资本化比率（%）	47.94	40.80	37.60	40.63
资产负债率（%）	60.14	49.06	50.97	52.23
偿债能力				
流动比率（%）	212.41	264.49	196.65	220.16
速动比率（%）	131.97	131.57	92.99	112.36
EBITDA 利息倍数（倍）	2.43	1.62	1.54	1.74
全部债务/EBITDA（倍）	7.46	9.03	8.73	8.56
经营现金流流动负债比率（%）	-19.95	-27.49	3.38	-10.55
筹资前现金流量净额债务保护倍数（倍）	-0.93	-0.19	-0.27	-0.38
筹资前现金流量净额利息偿还能力（倍）	-16.90	-2.79	-3.57	-6.01
现金流				
现金收入比率（%）	129.26	98.79	144.34	127.66
盈利现金比率（%）	-381.79	-646.88	115.78	-212.53
筹资活动前产生的现金流量净额（万元）	-179629.83	-47064.33	-73920.44	-87005.49

附件 8 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 9 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级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。

级别设置	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

企业主体信用等级设置及定义同中长期债券信用等级设置及其含义。

联合资信评估有限公司

关于扬州经济开发区开发总公司

2009 年度 8 亿元企业债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

扬州经济开发区开发总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。扬州经济开发区开发总公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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经济开发区开发总公司的经营管理状况及本期债券的相关信息，如发现扬州经济开发区开发总公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如扬州经济开发区开发总公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至扬州经济开发区开发总公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送扬州经济开发区开发总公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零零九年一月二十日