

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015]1705 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将扬州经济技术开发区开发总公司的主体长期信用等级由AA-调整为AA，评级展望为稳定；维持“09扬州开发债”信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月三十日

评级业务专用章

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 17 层 (100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

扬州经济技术开发区开发总公司企业债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
09 扬州开发债	8 亿元	2009/5/12- 2016/5/12	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 30 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	22.25	27.54	23.29
资产总额(亿元)	230.17	300.02	353.41
所有者权益合计(亿元)	97.83	122.35	153.74
短期债务(亿元)	50.29	62.37	60.97
全部债务(亿元)	105.81	131.00	151.32
营业收入(亿元)	18.15	20.63	19.69
利润总额(亿元)	2.45	3.32	3.20
EBITDA(亿元)	2.81	3.93	3.81
经营性净现金流(亿元)	-23.07	-13.41	-49.22
营业利润率(%)	4.29	6.02	5.53
净资产收益率(%)	1.85	2.06	1.54
资产负债率(%)	57.50	59.22	56.50
全部债务资本化比率(%)	51.96	51.71	49.60
流动比率(%)	255.02	223.31	271.00
全部债务/EBITDA(倍)	37.69	33.31	39.71
经营现金流/全部债务(%)	-30.04	-12.29	-45.03

注: 2014 年底其他流动负债中短期融资券 5 亿元调整至短期债务核算。

分析师

霍 焰 徐荣伟
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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

扬州经济技术开发区开发总公司(以下简称“公司”)是扬州经济技术开发区(以下简称“经开区”)内从事土地开发和基础设施建设的唯一经营实体。跟踪期内, 扬州市及经开区经济指标保持稳定增长, 公司发展外部环境保持良好。公司在资金注入及财政补贴等方面继续获得经开区政府的大力支持。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司资产流动性较弱、债务规模持续快速扩大、具有一定短期支付压力及回购款到位受政府支付进度影响大等因素对公司偿债能力带来的负面影响。

未来伴随经开区经济进一步发展、政府回购款的陆续到位以及政府支持的持续, 公司整体盈利及偿债能力有望得以提升。

“09扬州开发债”由公司合法拥有的对经开区财政局的应收账款提供质押担保, 同时经开区财政局为“09扬州开发债”设立专项偿债准备基金, 为本期债券的偿还提供了有力的支持。截至2015年6月底, 偿债准备基金账户回款情况良好。公司于2015年5月按时偿付“09扬州开发债”当年应付本息。公司现金类资产对“09扬州开发债”待偿额度保障程度好。

综上所述, 联合资信将公司主体长期信用等级由AA⁻调整为AA, 评级展望为稳定, 并维持“09扬州开发债”AA的信用等级。

优势

1. 2015 年以来, 随着地方政府债券债务置换工作的推进及城投公司自身融资环境的改善, 城投行业债务偿还的周转能力有所增强, 流动性风险降低。
2. 扬州市及经开区经济指标保持稳定增长, 财政收入稳步提高, 为公司的发展创造了良好的外部环境。
3. 跟踪期内, 公司在资金注入及财政补贴等方面继续获得经开区政府的大力支持。

4. 跟踪期内，公司资产规模及所有者权益增长较快。
5. 公司 BT 质押及开发区财政提供的专项偿债保障基金提供的担保为“09 扬州开发债”本息的偿还提供了有力的支持；截至 2015 年 6 月底，偿债准备基金账户回款情况良好。公司按时完成“09 扬州开发债”2015 年应偿付本息的兑付；公司现金类资产对“09 扬州开发债”待偿额度保障程度好。

关注

1. 公司存货、预付款项、应收账款及其他应收款占资产比重较大，且存货中土地抵押比率较高，应收类款项回收期具有一定不确定性，对资产流动性产生一定不利影响。
2. 跟踪期内，公司债务规模持续快速扩大，存在短期支付压力。
3. 公司对外担保额度大，担保比率高。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与扬州经济技术开发区开发总公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与扬州经济技术开发区开发总公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、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，未因扬州经济技术开发区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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由扬州经济技术开发区开发总公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于扬州经济技术开发区开发总公司主体长期信用及存续期内企业债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

扬州经济技术开发区开发总公司（以下简称“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，由扬州经济技术开发区管理委员会（以下简称“管委会”或“经开区管委会”）出资。后经数次增资，截至2014年底，公司注册资本增至140.13亿元，实收资本140.13亿元，管委会持有公司100%股权，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司继续保持扬州经济技术开发区（以下简称“经开区”或“扬州经开区”）基础设施建设唯一主体的垄断地位，其经营职能和范围未发生重大变化。

截至2014年底，公司合并资产总额为353.41亿元，所有者权益（其中少数股东权益0.61亿元）为153.74亿元。2014年，公司合并范围实现营业收入19.69亿元，利润总额3.20亿元。

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：臧灿甲。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容

的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2

余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以

风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其

不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后续管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济和财政实力

扬州市

根据《2014年扬州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2014年，扬州市实现地区生产总值3697.89亿元，按可比价计算，比上年增长11%，连续十二年保持两位数增长，人均GDP82654元，超省均780元。其中，第一产业增加值240亿元，增长3.8%；第二产业增加值

1886.26亿元，增长11%；第三产业增加值1571.63亿元，增长12.1%。产业结构不断优化，三次产业结构由上年的6.9: 52.1: 41.0调整为6.5: 51.0: 42.5。全年全市完成固定资产投资2416.66亿元，增长19.3%，其中，建设项目完成投资2056.22亿元，增长20.3%；房地产开发完成投资360.44亿元，增长14.1%。从三大产业来看，第一产业投资15.15亿元，增长1.2%；第二产业投资1330.68亿元，增长15.0%；第三产业投资1070.83亿元，增长25.0%。一、二、三产业投资占投资的比重为0.63%、55.06%和44.31%。随着经济的较快增长，2014年，扬州市财政收入稳定增长，财政实力逐步增强，当年扬州市财政总收入达到726.27亿元，增长10.00%；公共财政预算收入295.19亿元，增长13.90%。其中，税收收入242.22亿元，增长13.90%，税收收入占公共财政预算收入的比重达82.06%。

扬州市地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至2014年底，扬州市本级地方债务余额369.41亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为88.80%，较2013年有所提升。

总体来看，扬州经济持续快速增长，地方财政收入稳定增长，一般预算收入主要由税收收入构成。扬州市本级地方政府债务负担相对较重。

扬州经开区

扬州经开区位于扬州市的西南，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，行政区域面积122.92平方公里。依托良好的发展机遇和各级政府的大力支持，经开区的经济呈现出良好发展的态势。2014年经开区行政区域人口16万人，区内共有企业5498家，其中工业企业734家，规模以上企业119家。2014年全区实现地区生产总值882亿元，较2013年小幅增长0.23%。从招商引资增长状况来看2014年全年新批外资项目16个，实际到账外资5.2亿美元，同比增长3.83%。

经开区财政总收入主要包括公共财政预算收入、基金收入和上拨中央收入。2014 年经开区地方财政总收入 67.28 亿元，同比增长 6.68%，其中公共财政预算收入 30.36 亿元，在财政总收入中占比为 45.12%。公共财政预算收入占比较低主要是因为经开区管委会为开展招商引资，实施较多税收优惠政策。当年，公共财政预算收入中税收收入 24.91 亿元，同比增长 15.22%。2014 年经开区基金收入为 19.32 亿元，同比小幅下降 4.12%，主要是经开区内土地出让减少所致。2014 年，经开区上拨中央收入 17.60 亿元，同比增长 9.45%。

在政府债务负担方面，截至 2014 年底，经开区政府性债务余额 79.28 亿元，其中由财政资金偿还的一类债务为 45.15 亿元，由财政担保偿还的二类债务为 20.52 亿元，非财政资金偿还的三类债务为 13.61 亿元（公司纳入经开区地方政府债务管理体系的债务为 62.13 亿元）。

总体看，扬州市和扬州经开区经济的持续发展以及地方财政实力的不断增强，为公司提供了良好的外部发展环境，同时也对公司的支持提供了一定保障。

五、基础素质分析

1. 产权分析

公司系国有独资企业，扬州经开区管委会为公司出资人和实际控制人，出资比例占公司实收资本的 100%。截至 2014 年底，公司注册资本 140.13 亿元，实收资本 140.13 亿元。

2. 政府支持

跟踪期内，公司作为扬州经开区土地一级开发和基础设施建设的唯一主体，经开区政府在资金注入、财政补贴等方面继续给予公司有力的支持。

2014 年，根据扬开管复[2014]3 号文批复和修改后公司章程的规定，经开区管委会以货币资金为公司增资 30.00 亿元，计入实收资本，并已经扬州汇诚联合会计师事务所验证（扬汇会验字（2014）第 077 号）。

根据经开区财政局《关于同意将财政拨款列入补贴收入的通知》，公司获得政府补助 3.00 亿元，计入营业外收入-政府补助科目，相应收到其他与经营活动有关的现金科目反映。

综合来看，跟踪期内，随着经开区财政实力的增强，经开区政府继续给予公司有力的财政支持，有利于公司综合偿债能力的提高。

六、管理分析

跟踪期内，公司组织结构、高管人员、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

2014 年，公司主营业务收入 19.66 亿元，同比小幅下降 4.40%，主要系房屋开发板块收入减少所致。公司主营业务收入中土地开发（包含基础设施建设业务）收入 16.81 亿元，与上年基本持平，依然为公司主营业务收入主要来源；电、蒸汽业务收入 1.95 亿元，同比小幅下降 2.36%；房屋开发业务收入 0.91 亿元，同比下降 48.10%，主要系上年房屋协议销售规模较小，导致 2014 年结转收入有所下降。

毛利率方面，土地开发业务板块根据规定的成本加成率 8%确认收入，因此该业务毛利率保持稳定；电、蒸汽板块毛利率为 18.66%，较上年增加 3.38 个百分点，主要是由于煤炭价格下降所致；房屋开发板块毛利率为 10.39%，较上年有所下降，主要系结转收入来自之前项目尾盘销售，价格偏低所致。公司综合毛利率为 8.66%，同比减少 0.38 个百分点。

表1 跟踪期内公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发	167945.02	81.65	7.41	168121.31	85.50	7.41
电、蒸汽	20299.48	9.87	15.28	19470.12	9.90	18.66
房屋开发	17437.34	8.48	17.44	9050.12	4.60	10.39
合计	205681.85	100.00	9.04	196641.55	100.00	8.66

资料来源：公司审计报告

1. 土地开发和基础设施建设

跟踪期内，土地开发和基础设施建设仍是公司主要收入来源（均计入土地开发收入）。

土地开发方面，公司接受经开区管委会委托进行征地拆迁工作。根据公司和经开区管委会签订的委托建设协议，土地开发回购款金额按当年政府审定开发成本加成8%计算。公司按季度与管委会结算回购款，由管委会当年支付。2014年，公司运作的拆迁土地项目7个，支付拆迁补偿金额合计4.77亿元，当年确认收入5.15亿元，收到管委会回款4.80亿元（在销售商品提供劳务收到的现金科目中反映）。

基础设施建设方面，公司承担了经开区范围内道路、桥梁、地下管网、安置房等配套设施建设项目。根据公司和经开区管委会签订的代建协议，基础设施建设回购款金额按当年工程决算金额加成8%计算。2014年，公司共实施基础设施建设项目12个，当年投入合计25.34亿元，确认收入11.66亿元（成本为当年工程决算金额），获得经开区管委会回购资金4.81亿元（在销售商品提供劳务收到的现金科目中反映），尚未支付回购资金在应收账款中反映。回购款支付金额较上年显著下降（2013年为10.88亿元），剩余款项支付周期较长，对公司形成一定资金占用。

总体看，跟踪期内，伴随经开区经济的发展及招商引资的持续，公司土地开发及基础设施建设业务稳步推进，业务收入保持稳定，但收入实现质量有所下降，由此形成的应收账款对公司资金形成占用，并对资产流动性产生一定不利影响。

2. 房屋开发

公司房屋开发业务由子公司扬州九龙湾置业有限公司（以下简称“九龙湾置业”）承接。2014年，九龙湾置业继续开发九龙湾润园项目，该项目分三期开发，总建筑面积为13万平方米，总投资约6亿元。三期项目分别于2010年12月、2011年11月及2013年11月完工，跟踪期内，房屋销售收入主要来自一、二期项目尾盘，未来销售回款将主要来自三期。上述三期项目总投资额分别为2.30亿元、1.70亿元和2.00亿元，截至2014年底完成销售进度为97.48%、91.77%和65.47%。

从公司房地产业务开发及销售情况看，受整体行业低迷及项目开发进度影响，2014年，公司房地产开发力度较上年有所放缓，当年开工面积1.53万平方米（2013年为6.30万平方米），完成投资额1.35亿元（2013年为2.27亿元），当年无竣工项目（2013年为3.60万平方米）。九龙湾润园项目当年实现销售面积1.55万平方米（2013年为0.65万平方米），较上年显著增长，当年实现销售回款0.77亿元（在销售商品提供劳务收到的现金科目中反映）。2014年，该业务板块实现收入0.91亿元，毛利率为10.39%。

从在建项目看，2013年，公司启动九龙湾树人园项目，项目分两期开发，总建筑面积20.5万平方米，预计总投资10.8亿元。其中，一期为商住项目，于2013年7月开工建设，总投资6.48亿元，截至2014年底已投入2.35亿元，计划于2015年底竣工；二期为住宅项目，计划在2015年10月开工，截至2014年底已投入前期资金0.99亿元。

总体看，跟踪期内，受项目开发周期及销

售进度影响,公司房屋开发板块收入有所下滑。未来,伴随新项目的开发与预售,该业务收入及现金回流有望实现提升。

3. 电、蒸汽板块

公司电、蒸汽运营主体是子公司扬州威亨热电有限公司(以下简称“威亨热电”)。公司售电及蒸汽的主要用户为经开区区内企业,少部分向市内供应。2014年,威亨热电共发电1.54亿度,上网电量1.22亿度。公司发电接入华东电网,实行标杆价,当年实现发电收入1.95亿元。成本方面,2014年,公司煤炭平均采购价格496元/吨,较上年的519元/吨有所下降。受益于煤炭价格持续回落,2014年电、蒸汽业务的毛利率由上年的15.28%提高至18.66%。

总体看,跟踪期内,公司电、蒸汽业务收入略有减小,但受益于煤炭价格下降,该板块毛利率有所提升。

八、募集资金使用情况

公司于2009年5月12日发行了8亿元7年期“09扬州开发债”,募集资金中7亿元用于扬州经开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。截至2014年底,募集资金已全部按计划使用完毕。

九、财务分析

公司提供的2011~2013年度及2014年度财务报表已经苏亚金诚会计师事务所(特殊普通合伙)审计,均出具了标准无保留意见的审计报告。

跟踪期内,公司财务报表合并范围无变化。

截至2014年底,公司合并资产总额为353.41亿元,所有者权益(其中少数股东权益0.61亿元)为153.74亿元。2014年,公司合并范围实现营业收入19.69亿元,利润总额3.20亿元。

1. 盈利能力

2014年,公司主营业务收入19.66亿元,同比小幅下降4.40%,主要系房屋开发板块收入减少所致。公司主营业务收入中土地开发(包含基础设施建设业务)收入16.81亿元,与上年基本持平;电、蒸汽业务收入1.95亿元,同比小幅下降2.36%;房屋开发业务收入0.91亿元,同比下降48.10%,主要系上年房屋协议销售规模较小,导致2014年结转收入有所下降。2014年,公司主营业务成本随主营业务收入同步下降,同比下降4.00%,下降幅度小于收入。受此影响,公司2014年营业利润率为5.53%,同比下降0.49个百分点。

2014年,公司期间费用为0.86亿元,同比下降11.61%,主要系销售费用和财务费用下降所致。受大量利息资本化的影响,公司财务费用2014年为0.04亿元。公司期间费用率由上年的4.72%下降至4.37%。

2014年,公司实现营业利润0.24亿元,获得政府财政补贴收入3.00亿元,公司实现利润总额和净利润分别为3.20亿元和2.37亿元,同比分别下降3.45%和5.76%。

从主要盈利指标看,2014年,公司营业利润率、总资产收益率及净资产收益率较上年均有不同程度的下降,分别为5.53%、0.80%和1.54%。

总体来看,跟踪期内,受公司房地产板块波动影响,公司盈利能力略有减弱,同时,受限于公司业务特点,整体盈利能力偏弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面,2014年,由于公司土地开发及基础设施建设政府回购款滞后影响,公司销售商品提供劳务收到的现金为10.01亿元,同比大幅下降54.43%;公司收到其他与经营活动有关的现金4.09亿元,同比下降84.53%,其中主要为各类往来款及政府补助;公司经营活动现金流入量为14.10亿元。2014年,公司购买商品接受劳务支付的现金21.24亿元,同比下降

48.92%；公司支付其他与经营活动有关的现金为40.08亿元，同比大幅增长111.97%，主要为各类往来款39.92亿元。公司经营活动产生的现金流量净额为-49.22亿元，净流出规模显著扩大，主要系政府回购款到位滞后及往来款支出规模扩大所致。2014年，公司现金收入比为50.84%，当年收现质量有所减弱。

从投资活动来看，2014年公司投资活动现金流入规模小，为0.03亿元；投资活动现金流出为4.59亿元，主要系投资支付的现金3.27亿元。2014年，公司投资活动产生的现金流量净额为-4.56亿元。

为满足大规模经营性支出，跟踪期内，公司继续加大外部融资力度，2014年，公司筹资活动现金流入144.27亿元，其中取得借款收到的现金75.95亿元，发行债券收到的现金38.32亿元，同时，经开区政府对公司保持较大力度的资金支持，年内资金注入30.00亿元，计入吸收投资收到的现金；公司筹资活动现金流出94.75亿元，其中偿还债务支付的现金84.39亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金10.36亿元。2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额为49.52亿元。

总体来看，受经营往来性支出加大影响，经营性现金流出规模显著增大；公司收现质量有所减弱；同时由于公司偿还债务需求加大，对外融资规模进一步扩张。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额353.41亿元，同比增长17.79%，其中流动资产占比为83.82%，非流动资产占比为16.18%，资产构成较上年变化不大。

截至2014年底，公司流动资产为296.25亿元，同比增长21.65%，增长主要来自存货、其他应收款和应收账款。

截至2014年底，公司应收账款19.58亿元，同比大幅增长93.31%，主要系政府对公司土地

开发及基础设施建设回购款支付滞后所致。公司应收账款中对经开区财政局款项19.33亿元，占比为98.61%。该款项回收期受政府支付进度影响大，具有一定不确定性，对公司形成资金占用，并对资产流动性产生一定不利影响。

截至2014年底，公司预付款项69.33亿元，依然保持较大规模，主要是由尚未决算的土地征收及拆迁款组成。

截至2014年底，公司其他应收款85.03亿元，同比增长45.20%，增长主要来自公司与经开区财政局、扬州恒基大通广电有限公司及扬州创恒贸易实业有限公司的往来款。公司其他应收款前5名债务人合计欠款为61.58亿元，占比为72.33%。2014年，公司往来款占款规模进一步扩大。

表2 2014年底公司其他应收款前5名款项情况

单位名称	金额 (万元)	占比 (%)	备注
扬州经济技术开发区财政局	173270.16	20.35	往来款
扬州恒基大通广电有限公司	172221.79	20.23	往来款
扬州创恒贸易实业有限公司	114623.25	13.46	往来款
扬州经济技术开发区科技创新有限公司	87609.97	10.29	往来款
扬州恒运建设发展有限公司	6815.67	8.00	往来款
合计	615840.84	72.33	--

资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司存货95.41亿元，同比增长15.84%，主要由待开发土地48.30亿元及开发成本45.62亿元组成。公司存货中共有27宗土地用于抵押，合计面积215.19万平方米，账面价值合计43.03亿元。公司土地抵押比率较高，对资产流动性产生一定影响。

截至2014年底，公司非流动资产57.17亿元，同比增长1.17%，主要来自固定资产增长。截至2014年底，公司固定资产106.05亿元，同比增长9.68%，增长主要系当年固定资产购置1.40亿元。截至2014年底，公司无形资产42.14亿元，同比下降0.48%，均为土地使用权。公司无形资产中共28宗土地用于抵押，合计面

积 96.96 万平方米，账面价值合计 34.68 亿元。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产结构保持稳定；流动资产中存货、预付款项及其他应收款占比较大；存货中土地抵押比率较高，应收类款项对公司形成资金占用，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

负债及所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益 153.74 亿元，同比增长 25.66%，增长主要系经开区管委会以货币资金为公司增资 30.00 亿元所致，计入实收资本。

截至 2014 年底，公司所有者权益中实收资本占 91.15%，资本公积占 0.57%，盈余公积占 0.92%，未分配利润和少数股东权益分别占 6.96%和 0.40%。总体看，公司所有者权益稳定性好。

截至 2014 年底，公司负债总额 199.68 亿元，同比增长 12.38%，其中流动负债占比 54.75%，非流动负债占比 45.25%，负债仍以流动负债为主，但其占比较上年有所减少。

截至 2014 年底，公司流动负债 109.32 亿元，同比增长 0.25%。截至 2014 年底，公司应付票据 3.90 亿元，同比大幅下降 2.45%，其中均为商业承兑汇票，下降系当年到期所致。

截至 2014 年底，公司其他应付款 36.60 亿元，同比下降 6.15%，主要为往来款及借款。公司其他应付款中账龄在 1 年以内的占比为 75.64%。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 35.80 亿元，同比增长 25.12%，其中一年内到期的长期借款 28.90 亿元，一年内到期的应付债券 6.90 亿元（“09 扬州开发债”第二期分期偿还额 2.40 亿元、“11 扬州开发债”第二期分期偿还额 3.00 亿元及“13 威亨债”1.50 亿元）。截至 2014 年底，公司新增其他流动负债 5.20 亿元，其中主要为公司 2014 年 11 月发行的“14 扬州经开 CP001”5.00 亿元。

截至 2014 年底，公司非流动负债 90.36 亿元，同比增长 31.66%，其中长期借款 42.36 亿元，同比下降 19.67%，主要包含抵押借款 11.15

亿元、保证借款 11.90 亿元、抵押/保证借款 9.60 亿元、抵押/质押借款 3.65 亿元等；公司应付债券 48.00 亿元，同比增长 201.89%，其中“09 扬州开发债”账面余额 4.00 亿元、“11 扬州开发债”账面余额 5.00 亿元、14 年扬州开发债 10.00 亿元及 2014 年发行的两期中期票据合计 9.00 亿元、2014 年发行的两期非公开定向融资工具合计 20.00 亿元。

截至 2014 年底，公司全部债务为 151.32 亿元，其中短期债务 60.97 亿元，占比 40.29%；长期债务 90.36 亿元，占比 59.71%。从债务指标来看，2014 年，受益于经开区政府对公司在资金注入方面的支持，公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年均呈现小幅下降，分别为 56.50%和 49.60%，较上年分别下降 2.72 个百分点和 2.10 个百分点；公司长期债务资本化比率为 37.02%，较上年增加 1.08 个百分点。公司债务负担处于适宜水平。

总体看，跟踪期内，公司负债规模持续快速增长，但受益于股东权益的上升，整体保持在合理范围内，债务负担处于适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，受公司其他应收款增长影响，公司流动比率和速动比率均有所增长，2014 年底分别为 271.00%和 183.72%，较上年分别增加 47.68 个百分点和 35.93 个百分点。考虑到公司 2014 年经营活动现金流量净额为负，且公司流动资产中的预付款项、应收款项及其他应收款无法迅速变现的因素，公司实际短期偿债能力弱于指标值，存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2014 年，公司 EBITDA 略有下降，且全部债务有所增长，公司 2014 年全部债务/EBITDA 倍数由上年的 33.31 倍增长至 39.71 倍。考虑到公司土地开发及基础设施建设业务规模扩大、房地产项目未来可形成的收入，以及经开区政府持续的资金支持，均有助于提高其偿债能力。公司整体偿

债能力处于适宜范围。

截至 2014 年底，公司对 32 家非关联企业提供合计 111.93 亿元的对外担保，对 3 家参股子公司提供合计 3.79 亿元的对外担保，担保比率为 75.27%。公司对外担保企业较为分散，主要是关联企业及与公司有业务关系的建筑施工企业，担保规模较大，存在一定或有负债风险。

截至 2015 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 131.36 亿元，未使用额度 43.93 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（编号为：G1032100100158950C），截至 2015 年 6 月 5 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及扬州市及扬州经开区发展及财力水平、扬州经开区政府对于公司在资本金注入、财政补贴等方面支持的综合分析，公司整体抗风险能力较强。

十、债券偿还能力分析

1. 存续债券概况

公司于 2009 年 5 月 12 日发行了 8 亿元 7 年期“09 扬州开发债”，“09 扬州开发债”利息采用固定利率，单利按年计息，不计复利，票面年利率为 5.80%，在债券存续期内固定不变；“09 扬州开发债”计息方式为每年付息一次，设置债券提前偿还条款，分别于 2014~2016 年偿还债券本金金额 20%、30% 和 50%。截至本评级报告出具日，公司已于 2014 年和 2015 年分别偿付了 1.60 亿元和 2.40 亿元，待偿付额度为 4.00 亿元。

根据《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》，公司 2015 年应获得 34819.23 万元应收账款。根据公司提供的 09 开发债资金专户--应收账款专户（32001744536052503472）显示，2015

年 4 月 10 日，公司获得财政拨入新光源产业园基础设施建设发债项目回购款 34819.23 万元。

根据经开区财政局、公司、中国建设银行股份有限公司江苏省分行和宏源证券股份有限公司签订的《扬州经济开发区专项偿债风险准备金账户监管协议》的规定，在债券存续期内的第五年度至第七年度，由经开区政府于每年付息首日（兑付首日）前 20 个工作日，分别保证专项账户资金余额不低于债券募集资金的 25%、35% 和 55%，即 20000 万元、28000 万元和 44000 万元。

根据江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）于 2015 年 4 月 10 日出具的《专项审计报告》，经开区财政局于 2015 年 4 月 10 日缴存其在中国建设银行股份有限公司扬州开发区支行开立的偿债风险准备金账户 32001744536052503580 账号内 34819.23 万元人民币。

2. 存续债券偿债能力分析

2015 年 5 月，公司已按时偿付本金 2.40 亿元，截至目前，“09 扬州开发债”待偿本金额为 4.00 亿元，以下偿债能力分析采用此待偿额度测算。

从 EBITDA 对待偿额度的保护程度来看，2014 年公司 EBITDA 为 3.81 亿元，EBITDA/待偿额度覆盖倍数为 0.95 倍，公司 EBITDA 对待偿额度的覆盖程度偏低；公司 2014 年经营活动现金流入量对待偿额度保障倍数为 3.53 倍，对待偿额度保障能力尚可。截至 2014 年底，公司现金类资产 23.29 亿元，对待偿额度保障倍数为 5.82 倍，保障程度好。

“09 扬州开发债”尚需在存续期的第 7 年分别偿还本金 4.00 亿元，依据公司与开发区政府签订的回购协议，开发区政府在第 7 年支付的回购款应为 5.07 亿元，对当期应偿还的本金的覆盖倍数为 1.27 倍，回购款的支付时间及支付金额能够与债券本息的分期支付形成较好的匹配。此外，开发区财政局提供了应收账款质押

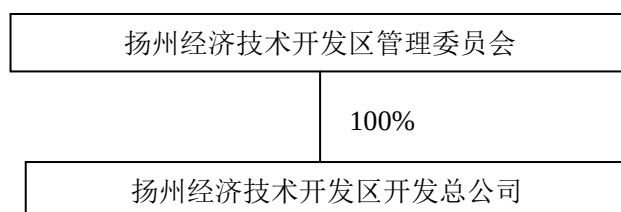
和专项偿债风险准备金，保障条款的执行情况良好，“09扬州开发债”按期偿还本金的风险较低。

总体来看，公司募集资金已按计划使用完毕，募投项目回购款到位情况良好；现金类资产对待偿额度保障程度好；公司质押资产及经开发区政府提供的专项偿债保障基金提供的担保为本期债券本息的偿还提供了有力的支持。

十一、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA⁺调整为AA，评级展望为稳定，并维持“09扬州开发债”AA的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	22.25	27.54	23.29
资产总额(亿元)	230.17	300.02	353.41
所有者权益(亿元)	97.83	122.35	153.74
短期债务(亿元)	50.29	62.37	60.97
长期债务(亿元)	55.52	68.63	90.36
全部债务(亿元)	105.81	131.00	151.32
营业收入(亿元)	18.15	20.63	19.69
利润总额(亿元)	2.45	3.32	3.20
EBITDA(亿元)	2.81	3.93	3.81
经营性净现金流(亿元)	-23.07	-13.41	-49.22
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.33	1.73	1.33
存货周转次数(次)	0.22	0.23	0.20
总资产周转次数(次)	0.08	0.08	0.06
现金收入比(%)	25.90	106.50	50.84
营业利润率(%)	4.29	6.02	5.53
总资本收益率(%)	0.95	1.03	0.80
净资产收益率(%)	1.85	2.06	1.54
长期债务资本化比率(%)	36.21	35.94	37.02
全部债务资本化比率(%)	51.96	51.71	49.60
资产负债率(%)	57.50	59.22	56.50
流动比率(%)	255.02	223.31	271.00
速动比率(%)	153.35	147.79	183.72
经营现金流动负债比(%)	-30.04	-12.29	-45.03
全部债务/EBITDA(倍)	37.69	33.31	39.71

注：2014 年底其他流动负债中短期融资券 5 亿元调整至短期债务核算

附件 3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	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 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。