

信用等级公告

联合[2018] 275 号

联合资信评估有限公司通过对扬州新盛投资发展有限公司及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

扬州新盛投资发展有限公司

主体长期信用等级为

AA

扬州新盛投资发展有限公司

2018 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年二月九日



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

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679223

邮编: 100022

网址: www.lhjrc.com

扬州新盛投资发展有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA

本期中期票据发行额度：7.50 亿元

本期中期票据期限：公司赎回前长期存续

偿还方式：在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括递延支付的利息）赎回本期中期票据

募集资金用途：用于偿还金融机构借款

评级时间：2018 年 2 月 9 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	11.99	17.81	6.12	19.10
资产总额(亿元)	95.70	132.58	130.91	147.47
所有者权益(亿元)	53.45	54.30	62.79	63.40
短期债务(亿元)	5.33	24.20	4.28	12.40
长期债务(亿元)	32.60	45.41	41.88	44.58
全部债务(亿元)	37.92	69.60	46.16	56.98
营业收入(亿元)	5.34	6.43	6.34	5.31
利润总额(亿元)	1.18	1.16	1.10	0.90
EBITDA(亿元)	1.54	1.42	1.42	--
经营性净现金流(亿元)	3.06	1.33	2.63	4.48
营业利润率(%)	20.33	15.33	19.00	8.84
净资产收益率(%)	1.64	1.57	1.44	--
资产负债率(%)	44.15	59.04	52.03	57.01
全部债务资本化比率(%)	41.50	56.17	42.36	47.33
流动比率(%)	663.47	270.91	296.57	255.63
经营现金流动负债比(%)	31.69	4.05	10.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.60	48.97	32.56	--

注：1.其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算；

2.长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算；

3.公司 2017 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

崔俊凯 顾喆彬 马颖

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对扬州新盛投资发展有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司是扬州市生态科技新城重要的开发建设实体，在土地一级开发业务区域专营地位和政府支持等方面具有明显优势。同时，联合资信也关注到公司土地出让收入返还易受宏观经济波动、调控政策和政府支付进度的影响，对外担保规模大及未来资本支出规模大等因素对其整体信用水平可能带来的不利影响。

扬州市整体经济实力持续增强，为公司提供了良好的外部发展环境；公司持续获得扬州市及扬州市生态科技新城管委会的有力支持；2014 年公司开始负责生态科技新城的基础设施建设以及土地一级开发等业务，未来随着生态科技新城开发建设进程的持续推进，公司整体收入水平有望提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面与其他普通债券相关特征接近。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

优势

1. 扬州市地区经济发展稳定，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为生态科技新城开发建设运营主体，具有土地一级开发业务的区域专营优势，2014 年公司开始负责生态科技新城区域的基础设施建设，未来营业收入有望持续增长。

3. 公司在土地出让收益返还、政府补贴等方面获得了政府持续支持。

关注

1. 公司土地出让收入返还易受宏观经济波动、调控政策及政府支付进度的影响，收入实现具有不确定性。
2. 公司应收类款项增长较快，对公司资金形成一定占用；资产中存货和应收类账款占比大，资产流动性偏弱。
3. 公司未来资本性支出大，融资需求大，存在一定的资金压力。
4. 公司对外担保规模大幅上升，存在或有负债风险。
5. 本期中期票据具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，有可能出现利息递延，但利息递延的可能性较小。

声 明

一、本报告引用的资料主要由扬州新盛投资发展有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

扬州新盛投资发展有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

扬州新盛投资发展有限公司(以下简称“公司”)原名扬州新盛置业发展有限公司,于 2002 年由扬州市人民政府、扬州市扬子江投资发展有限责任公司和扬州市城建国有资产控股(集团)有限责任公司共同出资组建,注册资本 0.90 亿元人民币。2008 年 7 月公司更名为扬州新盛投资发展有限公司,新增注册资本 10 亿元人民币由资本公积转增,出资人为扬州市人民政府(以下简称“扬州市政府”),注册资本增至 10.90 亿元。2008 年 11 月 21 日,公司经扬州市国有资产管理委员会(以下简称“扬州市国资委”)批准,扬州市政府将持有的公司 9.79 亿元人民币的国有股权转让给扬州市城建国有资产控股(集团)有限责任公司(以下简称“扬州城建”),扬州城建为由江苏省人民政府出资,由扬州市人民政府国有资产监督管理委员会代行出资人职责的国有企业。股权转让后,公司注册资本为 10.90 亿元人民币,其中:扬州市政府出资 1.04 亿元,占注册资本的 9.54%;扬州市扬子江投资发展集团有限责任公司出资 500 万元人民币,占注册资本 0.46%,该公司为扬州城建全资子公司;扬州城建出资 9.81 亿元人民币,占注册资本 90%。截至 2017 年 9 月底,公司注册资本为 10.90 亿元,控股股东为扬州城建,实际控制人为扬州市国资委。

公司经营范围:房地产开发。实业投资;市政基础设施建设;市政府授权范围内的资本运作;建筑材料销售;国内贸易(国家有专项规定的除外);物业管理;房屋租赁;建材销售;树木、花卉种植、销售。酒店管理服务。水利基础设施建设。

公司本部设有办公室、监察室、财务审计部、资本运营部、工程管理部、工程审计部、

建安工程部、市政工程部、绿化工程部、经营发展部共 10 个职能部门;截至 2017 年 9 月底,公司拥有二级子公司 6 家。

截至 2016 年底,公司资产总额为 130.91 亿元,所有者权益为 62.79 亿元(含少数股东权益 0.20 亿元);2016 年公司实现营业收入 6.34 亿元,利润总额 1.10 亿元。

截至 2017 年 9 月底,公司资产总额为 147.47 亿元,所有者权益为 63.40 亿元(含少数股东权益 0.20 亿元);2017 年 1~9 月公司实现营业收入 5.31 亿元,利润总额 0.90 亿元。

公司注册地址:扬州市万福路 88 号;法定代表人:张军。

二、本期中期票据概况

公司于 2016 年注册中期票据 15 亿元。公司已于 2016 年 10 月 13 日发行扬州新盛投资发展有限公司 2016 年度第一期中期票据(16 扬州新盛 MTN001)7.50 亿元。本期拟发行 2018 年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行金额为 7.50 亿元,募集资金用途为偿还金融机构借款。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据,具有一定特殊性。

在赎回权方面,本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续,并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据第 3 个付息日和其后每个付息日,有权按面值加应付利息(包括所有递延支付的利息及其孳息)赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时,需于赎回日前一个月,由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》,并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息方式。在本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司在本期中期票据第 4 个付息日不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率²加上初始利差再加上 500 个基点，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变。此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 500 个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 500 个基点确定。本期中期票据每个付息日前 5 个工作日，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面：①除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。②若公司在某个付息日选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，则自下一计息年度起，本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调 300 个基点，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕。③公司有递延支付利息的

情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得向普通股股东分红或者减少注册资本。公司在付息日前 12 个月内，如果向普通股股东分红或者减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照发行条款已经递延的所有利息及其孳息。

如果公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 500 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

(3) 本期中期票据在除发生普通股份分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。但考虑到公司在某个付息日选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付时，则自下一计息年度起，本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调 300 个基点，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，且公司有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得向普通股股东分红或者减少注册资本，公司递延利息支付的成本较高，递延利息支付的可能性较小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面与其他普通债券相关特征接近。

¹ 初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网 (www.chinabond.com.cn) (或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站) 公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期 5 年的国债收益率算术平均值 (四舍五入计算到 0.01%)。

² 当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网 (www.chinabond.com.cn) (或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站) 公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期 5 年的国债收益率算术平均值 (四舍五入计算到 0.01%)。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1~9 月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，

工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，中国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，中国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，

共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，中国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为中国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公

共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、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政府的高度重视。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展公司债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造

相关工作的通知》（财综【2016】11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或

有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济概况

扬州市

扬州市是江苏省地级市，地处江苏中部地区，长江与京杭大运河的交汇处，是长江三角洲辐射苏北、鲁南、皖东地区的重要节点城市。近年来扬州市主要经济指标保持较快增长势头，扬州市整体经济发展情况较好。

表1 2014~2016年扬州市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
地区生产总值	3697.89	4016.84	4449.38
规模以上工业总产值	9457.17	9822.98	10099.6
建筑业总产值	2944.3	3167.4	3346.5
固定资产投资	2416.66	2856.82	3288.68
房地产开发投资	360.44	378.18	410.18
社会消费品零售总额	1232	1236.96	1358.80
公共财政预算收入	295.19	336.75	345.30

资料来源：2014~2016年扬州市国民经济和社会发展统计公报

根据《2016年扬州市国民经济和社会发展统计公报》，2016年扬州市实现地区生产总值4449.38亿元，可比价增长9.4%。其中，第一产业增加值251.49亿元，增长0.1%；第二产业增加值2197.63亿元，增长8.3%；第三产业增加值2000.26亿元，增长12.0%。产业结构不断优化，三次产业结构由上年的6.0：50.1：43.9调整为5.6:49.4:45.0。

近年来，扬州市加大城市基础设施建设投资，全市固定资产投资增幅明显。2016年扬州市共完成固定资产投资3288.68亿元，增长15.3%。其中，建设项目完成投资2878.51亿元，增长16.1%；房地产开发投资410.18亿元，增长8.5%。从三大产业来看，第一产业投资16.84亿元，增长4.3%；第二产业投资1714.93亿元，增长13.5%；第三产业投资1556.91亿元，增长17.1%。一、二、三产业投资占全部投资的比重为0.5%、52.2%和47.3%。

扬州市经济发展带动了居民收入水平提升。2016年扬州市居民人均可支配收入28633

元，增长9.1%，其中：城镇居民人均可支配收入35659元，增长8.2%；农村居民人均可支配收入18057元，增长8.7%。全体居民人均生活消费支出18054元，增长8.0%，其中，城镇常住居民人均生活消费支出21064元，增长6.5%；农村居民人均生活消费支出13722元，增长11.4%。

根据扬州市统计局网站公布的《2017年1~12月全市主要经济指标情况表》，2017年扬州市实现地区生产总值5064.92亿元，在江苏省13个地级市中排名第8。其中，第一产业增加值262.06亿元，增长1.9%；第二产业增加值2475.86亿元，增长6.7%；第三产业增加值2327.00亿元，增长10.1%。

扬州市生态科技新城

扬州市生态科技新城（以下简称“生态科技新城”，原为扬州市新城西区）于2013年11月成立。生态科技新城位于扬州城市新中心江（江都区）广（广陵区）融合地带，北起凤凰岛、南至夹江、西至廖家沟、东至高水河—芒稻河沿岸。生态科技新城总面积约81平方公里，下辖杭集镇和泰安镇，常住人口约9.9万人。

生态科技新城原名新城西区，2013年11月，为贯彻落实省苏中会议和市委六届五次全会精神，整合资源集中力量推进江广融合地带生态保护和开发建设，加速新兴产业集聚，集中规划建设高铁枢纽中心区，扬州市委市政府研究决定，建立中共扬州市委生态科技新城工作委员会，将扬州市新城西区管委会更名为扬州市生态科技新城管委会。

生态科技新城被称为扬州的“绿肺”和“城市后花园”，是扬州人居环境的核心区域。生态科技新城北部七河八岛区域由七条河流以及由其分割而成的八个岛屿组成，区域水质完好，湿地功能强大。

生态科技新城区域交通便利，启扬高速、沪陕高速分别从南北两端穿过，宁启铁路和即将建设的连淮扬镇铁路呈十字形在区内交汇，东侧规划建设扬州高铁东部交通枢纽，距扬州

泰州机场23公里。

5. 财政实力

公司作为扬州市生态科技新城建设开发主体，扬州市和生态科技新城的财政实力是公司日常经营的重要保障。

扬州市

2016年，扬州市地方综合财力为408.20亿元，同比下降3.44%，主要由于转移支付和税收返还收入以及国有土地使用权出让收入下降所

致，分别同比下降17.87%和12.61%。2016年，扬州市地方一般预算收入240.49亿元，同比增长2.96%，占地方综合财力比重为58.91%。地方一般预算收入中，税收收入和非税收入分别占比73.98%和26.02%。

截至2016年底，扬州市地方债务余额为402.54亿元，其中直接债务余额为393.96亿元，政府债务率为98.61%，较2015年大幅提升，同比上升35.18个百分点，地方政府债务负担加重。

表2 2016年扬州市地方综合财力及政府性债务余额表（单位：亿元）

地方财力（2016年度）	金额	地方债务（截至2016年底）	金额
（一）地方一般预算收入	240.49	（一）直接债务余额	393.96
1. 税收收入	177.91	1. 外国政府贷款	
2. 非税收入	62.59	2. 国际金融组织贷款	
（二）转移支付和税收返还收入	82.21	3. 国债转贷资金	0.34
1. 一般性转移支付收入	21.75	4. 农业综合开发借款	
2. 专项转移支付收入	36.51	5. 解决地方金融风险专项借款	
3. 税收返还收入	23.95	6. 国内金融机构借款	68.34
（三）国有土地使用权出让收入	72.99	7. 债券融资	305.79
1. 国有土地使用权出让金	70.04	8. 粮食企业亏损挂账	
2. 国有土地收益基金	2.75	9. 向单位、个人借款	5.20
3. 农业土地开发资金	0.19	10. 拖欠工资和工程款	0.89
4. 新增建设用地有偿使用费		11. 其他	13.40
（四）预算外财政专户收入	12.51	（二）担保债务余额	17.17
		1. 政府担保的外国政府贷款	
		2. 政府担保的国际金融机构借款	2.03
		3. 政府担保的国内金融机构借款	5.84
		4. 政府担保的融资平台债券融资	9.00
		5. 政府担保向单位、个人借款	
		6. 其他	0.29
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	408.20	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	402.54
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			98.61%

资料来源：公司提供

扬州市生态科技新城

2014~2016年，扬州市生态科技新城分别实现公共财政预算收入2.20亿元、2.79亿元和3.92亿元，年均复合增长33.63%。生态科技新城近三年公共财政预算收入增长速度较快。

整体看，扬州市经济总量保持增长态势，地方综合财力在2016年同比小幅下降；扬州市和生态科技新城政府公共财政收入在2016年

保持上升态势；扬州市整体债务规模较重。公司整体外部发展环境较好。

五、基础素质分析

1. 产权情况

公司是承担扬州市生态科技新城开发建设业务的国有企业。公司股东包括扬州市政府

(授权生态科技新城管理委员会履行出资人职责)、扬州城建和扬州市扬子江投资发展集团有限责任公司。扬州城建对公司履行出资人职责,公司控股股东为扬州城建,实际控制人为扬州市国资委。

2. 企业规模

公司是扬州市生态科技新城重要的开发建设主体。近年来,公司承担了生态科技新城内一系列基础设施建设任务以及区域内重大公益性、功能性项目的建设运营。生态科技新城内另有扬州易盛德产业发展有限公司,该公司业务区域与公司不存在重合。

截至 2017 年 9 月底,公司拥有 6 家全资或控股子公司,分别是扬州国际展览中心有限责任公司、扬州市生态科技新城资产管理有限公司(原扬州新盛资产经营有限公司)、扬州新盛资产运营和物业服务有限公司、扬州新盛投资服务有限公司、扬州市生态科技新城新盛招商服务中心有限公司和扬州自在岛生态旅游投资发展有限公司。

3. 人员素质

截至 2017 年 9 月底,公司在职员工 58 人,从学历构成情况看,本科及以上学历的 31 人,占 53.45%,大专学历的 17 人,占 29.31%,大专以下学历 10 人,占 17.24%。公司员工文化素质一般。

公司高管主要包括公司董事长兼总经理和副总经理等。

公司董事长兼总经理张军先生,1972 年出生,中共党员;曾任扬州商城集团有限公司办公室主任,扬州花园国际大酒店常务副总经理、党支部书记,公司常务副总经理;2015 年 11 月至今担任公司董事长兼总经理。

公司副总经理陈桃兰女士,1966 年出生,大学学历,高级会计师;1997 年至今历任扬州市房地产开发总公司总账会计、扬州市新城西区建设指挥部财务主管兼公司计财处处长;现

任公司副总经理。

公司副总经理袁成军先生,1966 年出生,大学学历,高级工程师;曾担任扬州市城市规划设计研究院建筑室副主任、主任、研究院建筑室结构副总工程师;现任公司副总经理。

公司副总经理柳家联先生,1963 年出生,研究生学历,1983 年参加工作;曾担任扬州大学讲师,湖北银行(支行)行长,北京五龙新村开发公司副总经理、总经理,大连良玖集团总经理;现任公司副总经理。

总体看,公司高级管理人员具有长期从事相关业务和管理的经验,具备较强的管理能力;公司员工文化素质一般,但能满足公司发展需要。

4. 政府支持

政府对公司的支持主要体现在土地开发业务支持和财政补贴支持方面:

2014 年以前,公司作为扬州市新城西区基础设施建设及国有资产运营主体,承担着新城西区基础设施建设及公益性、功能性重大项目的建设任务,为平衡项目建设资金,政府授权公司作为新城西区土地一级开发运营主体,将新城西区内土地出让形成的收益扣除税费后全额返还给公司。2013 年 11 月 26 日,扬州市政府正式发文,将扬州市新城西区管委会更名为扬州市生态科技新城管委会,负责江广融合区域的建设管理。公司也随着扬州市生态科技新城管委会的成立,工作重心转向扬州东部的江广融合区域。2014 年开始,政府赋予公司作为生态科技新城土地一级开发的运营主体,将生态科技新城内土地出让形成的收益扣除税费后全额返还给公司。2014~2016 年,公司收到的土地出让收益返还款分别为 13820 万元、15207 万元、13237 万元,2017 年 1~9 月未收到返还款。截至 2017 年 9 月底,公司土地储备 708904.10 平方米(约 1063.35 亩),其中出让土地 610.51 亩,划拨地 452.84 亩。

根据扬府办抄【2003】1 号文《关于新城

西区内地及建筑规费减免使用管理问题的复函》：项目建设规费含人防费、教育附加费等由市建设局统一扎口收取及时划拨给新城西区指挥部（现已更名为扬州市生态科技新城管理委员会）使用，收费标准及减免政策按扬府发【2001】96号《关于加强市区建设项目收费管理的意见》文件执行。

当地政府对公司的财政支持方式主要有建设规费返还、财政分成和财政拨款（补贴）等资金支持，2014~2016年，公司收到生态科技新城管委会转付扬州市政府财政拨款（补贴）分别为5000万元、6180万元、8200万元，计入“营业外收入”科目，并反映在“收到其他与经营活动有关的现金”科目。

整体看，扬州市政府和生态科技新城管委会对公司的持续支持为公司近年来较快发展提供了保障。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是独立企业法人，依照《公司法》以及有关法律、行政法规的规定，实行独立核算、自主经营、自负盈亏。

公司设股东会、董事会和监事会。股东会是公司的最高权力机构，决定公司经营方针和投资计划；选举和更换公司董事，决定有关董事报酬事项；对股东向股东以外的人转让出资做决定；对公司合并、分立、变更公司形式、解散和清算事项作出决议。公司董事会由5名董事组成，其中设董事长1人，董事由股东方委派并经股东会选举后产生，董事对股东负责。董事长由股东会选举产生。董事会负责召集股东会，并向股东会报告工作，执行股东会决议，决定公司的经营计划和投资方案，决定公司内部常设机构等；公司监事会由3名监事组成，其中2名监事由股东方委派并经股东会选举产生，1名监事由职工代表担任，监事会保护公司股东利益，保护公司职工的利益，负

责检查公司财务，提议召开临时股东大会。

公司设总经理1人，副总经理3人，总经理由董事长提名，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责。总经理主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议。

2. 管理水平

公司制定了较为完善的管理制度，包括《货币资金管理办法》《融资管理办法》《工程项目招标投标管理办法》《合同管理办法》《财务工作内部监督制度》等数项管理制度。

资金管理方面，公司资金管理主要内容包括资金筹集管理、资金结算管理、对外投资管理、担保管理、货币资金管理和资金安全管理等。公司对资金管理工作实行“统一领导、分级管理、授权审批、集中结算”的预算资金管理体制，遵循“量入为出、确保重点、有偿占用、安全高效”的管理原则。公司财务审计部在公司总经理的领导下面对公司各单位重大资金收支、对外投资及担保等事项由分管财务领导进行具体实施。公司财务审计部负责组织资金预算的编制、实施、监督、分析、考核以及其他资金管理日常工作。

融资管理方面，公司股东会、董事会是公司对外融资决策机构。公司融资规模实施总量控制。公司经营层于每年年初根据年度经营目标、经营计划制定融资计划和融资总量，报公司董事会审议批准。总体融资规模较大或根据相关权限应由股东会审议的，应提交股东会审议通过。公司财务审计部在公司董事会的领导下，负责对外融资的具体工作。

工程招标投标管理方面，公司成立招标投标工作管理领导小组，招标投标工作职能部门为办公室，协作部门为财务审计部等部门。由招标投标工作管理领导小组负责招标投标工作中重大事项及关键内容、节点的控制与监督，确定招标方式、招标方案、招标文件及资格审查等。由综合工作部负责招标公告、资格预审文件、投标文件等的编制并报招标投标工作管理领导

小组审核组织开标、评标、定标等工作。

整体看，公司在资金管理、融资管理和招投标管理等方面制定了较为完善的管理制度，对外担保等方面相关制度尚待进一步完善。

七、经营分析

公司作为扬州市生态科技新城建设开发主体及融资平台，主要负责生态科技新城内的土地开发运营、基础设施建设以及区域内重大公益性、功能性项目建设运营。

2014~2016年，公司主营业务收入波动增长，年均复合增长8.89%。2016年，公司营业收入6.34亿元，同比下降1.46%。从收入构成看，

2014~2016年，公司土地开发整理收入（主要是土地出让金返还收入）分别为1.38亿元、1.52亿元和1.32亿元，占主营业务收入比重逐年下降，但仍保持在20%以上。同期，公司工程代建收入分别为3.82亿元、3.54亿元和2.21亿元，占营业收入比重有所下降。2015年以来，商务楼销售收入已成为公司重要收入来源之一，2016年实现收入2.61亿元，占营业收入比重为41.48%。

2017年1~9月，公司实现主营业务收入5.31亿元，主要为工程代建和商务楼销售收入。同期，公司未实现土地出让金返还，故未确认土地出让收入。

表3 2014~2016年及2017年1~9月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
土地开发整理收入	1.38	64.58	25.90	1.52	55.00	23.70
工程代建收入	3.82	9.15	71.60	3.54	7.02	55.14
商务楼销售收入	—	—	—	1.20	14.09	18.67
其他收入	0.13	42.55	2.50	0.16	37.34	2.49
合计	5.34	24.43	100.00	6.42	20.47	100.00

项目	2016年			2017年1~9月		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
土地开发整理收入	1.32	54.95	21.08	0.00	--	0.00
工程代建收入	2.21	3.46	35.26	2.71	6.74	51.04
商务楼销售收入	2.61	16.33	41.48	2.39	9.34	45.01
其他收入	0.14	35.00	2.18	0.21	71.12	3.95
合计	6.28	20.34	100.00	5.31	10.43	100.00

资料来源：公司提供

注：其他收入包括持有的经营性资产的使用费收入和物业管理费收入等。

从公司主营业务毛利构成及毛利率情况看，公司土地开发整理业务毛利率相对较高，且对公司利润贡献较大。2014~2016年，公司土地开发整理业务毛利率分别为64.58%、55.00%和54.95%。2015年起，公司土地开发整理业务毛利率有所下降主要系当年确认收入的土地开发整理成本相对较高所致；公司代建工程业务毛利率采用成本加成模式确认收入，加成比例有所波动，近三年工程代建业务毛利

率逐年下降，分别为9.15%、7.02%和3.46%，主要由于该业务板块部分营业收入确认延后所致。受毛利较高的土地开发整理业务占比下降以及新增的商务楼销售毛利率不高影响，公司近三年主营业务毛利率有所下滑，由2014年的24.43%下降至2016年的20.34%。

2017年1~9月公司土地开发整理业务未实现收入，主营业务收入主要由工程代建业务收入和商务楼销售收入构成。同期公司商务楼销

售业务毛利率为9.34%，较2016年有所下降，主要由于成本上升及让利销售所致。公司整体业务毛利率为10.43%。

整体看，2014~2016年公司营业收入波动增长，主营业务毛利率呈逐年下降态势。未来随着生态科技新城土地出让以及基础设施建设规模的提升，公司收入规模有望得以维持。

1. 土地开发整理

经营模式

公司通过摘牌方式从扬州市土地储备中心取得项目用地并实施土地整理工作；整理完毕后，公司委托扬州市土地储备中心实施挂牌出让，土地出让形成的出让收入在扣除相关税费后全额返还给公司；公司依照收到的土地出让返还款确认收入。

土地业务收入情况

2014~2016年及2017年1~9月，公司土地出让情况见表4。2014~2016年，公司每年土地出让规模基本保持稳定，2017年1~9月公司土地出让规模明显提升。公司将收到的政府返还土地出让金确认为土地出让收入（计入主营业务

收入科目）。土地开发整理收入反映在销售商品、提供劳务收到的现金科目（土地开发成本从“存货”科目结转）。2017年1~9月，公司实现出让2块土地，分别为GZ048号地块和GZ057号地块，出让面积分别为6.43万平方米和14.81万平方米，出让单价分别为0.36万元/平方米和1.31万元/平方米，出让总价共计21.62亿元。同期，公司未有土地出让金返还。

土地储备

截至2017年9月底，公司土地储备1063.35亩，其中通过缴纳土地出让金获得的土地有610.51亩，政府划拨土地有452.84亩。生态科技新城区域内公司用于出让土地性质均为商住用地，近年来随着生态科技新城基础设施建设逐步完善，公司持有的土地升值潜力大，参照公司近三年土地出让价格，按300万元/亩计算，公司未来储备地土地可实现出让收入约为31.90亿元。

整体看，2014~2016年，公司土地出让规模及土地出让金规模基本保持稳定，政府实际返还土地出让金的速度一般。公司未来土地开发整理业务开展情况受房地产市场影响仍具有一定的不确定性。

表4 2014~2016年及2017年1~9月公司土地出让情况

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
出让面积（亩）	65.17	87.17	78.11	318.67
地块性质	商住用地	商住用地	商住用地	商住用地
土地出让金额（亿元）	2.93	3.89	1.72	21.62
平均价格（万元/亩）	450.00	446.25	220.00	678.29
确认土地整理业务收入（亿元）	1.38	1.52	1.32	--
实际收到土地出让金返还（亿元）	1.38	1.52	1.32	--

资料来源：公司提供

表5 截至2017年9月底公司土地储备情况（单位：平方米、元）

土地证号	位置	用途	面积	入账价值	土地性质	获取时间
扬国用（2011）第0359号	扬州市文昌西路(明月湖北侧)	商业	2159.10	5769447.57	出让地	2011.06
扬邗国用（2013）第2013044号	扬州市文昌西路北侧、环湖路西南侧	商业	11201.00			2013.04
扬国用（2012）第0474号	扬州市文昌西路北侧、国展路西侧	商业	42661.10	191531340.34	出让地	2014.01
扬邗国用（2014）第0064号	扬州市明月湖以东、文昌西路以北、国展路以西	商业	36179.00			2014.01
扬国用（2009）第0010号	扬州市文昌西路北侧，体育公园西侧	商业	27964.20	7755917.93	出让地	2009.01

土地证号	位置	用途	面积	入账价值	土地性质	获取时间
扬国用（2009）第009号	扬州市沿山河北侧原军分区570仓库	城镇混合住宅	63114.50	36172784.39	出让地	2009.01
扬国用（2011）第0301号	扬州市西三环路文昌西路交叉口西北角	城镇混合住宅	53589.00	22872951.36	出让地	2011.05
扬国用（2011）第0302号	扬州市西三环路文昌西路交叉口西北角	城镇混合住宅	10000.00			2011.05
扬国用（2015）第0225号	扬州市新城西区邻里中心西侧	城镇混合住宅	16356.10	已摊销	出让地	2009.01
扬国用（2009）第0708号	扬州市中心西支路西侧、人工河北侧	商业	21438.10	已摊销	出让地	2009.12
苏（2016）扬州市不动产权第0125203	扬州市文昌西路525号	商业办公	69454.80	已摊销	出让地	2012.05
扬国用（2015C）第0010号	扬州市文昌西路525号	商业办公	52891.20	已摊销	出让地	2012.05
扬国用（2013）第2013023号	扬州市扬冶路南侧、西北绕城东侧辅道以东	城镇住宅用地	159432.0	无	划拨地	2013.01
扬国用（2015）第0229号	扬州市文昌西路(明月湖北侧)	文体娱乐	11413.00	无	划拨地	2011.06
扬国用（2012）第0405号	体育公园内	文体娱乐用地	118665.0	无	划拨地	2012.09
扬国用（2014）第0176号	扬州市站北路西侧	科教用地	6311.00	无	划拨地	2014.05
扬国用（2016）第0125号	扬州市纬一路以北、新盛路以西	科教用地	6075.00	无	划拨地	2016.05
合计			708904.10	264102441.60	--	--

资料来源：公司提供

2. 工程代建

公司工程代建业务集中在生态科技新城范围内，项目建设资金来源于自有资金和银行借款。公司与生态科技新城管委会签订了《委托代建协议》，公司以项目为单位测算单个工程建设成本，生态科技新城管委会每年按期根据公司编制的基础设施项目建设成本的报表资料，以5%~15%的加成比例对代建项目实施回购。上述回购款形成公司营业收入。项目回购资金由生态科技新城管委会财政审计局列入基础建设支出预算，代建项目成本从公司“存货”科目结转。

在项目建设过程中，在按期开工的前提下，公司按照“1-4-3-2”的原则对施工方付款（即在工程建设前期，先行支付工程总造价的10%给施工单位作为铺底资金，用于工程前期费用，后续待项目竣工并经审计后支付40%给施工单位，第二年对应的付款节点再支付30%

给施工单位，第三年对应的付款节点支付完最后的20%给施工单位），竣工审计后共分三年拨付建设单位资金。

2014~2016年，公司工程代建业务实际投资额分别为0.14亿元、3.90亿元和4.50亿元，确认收入并收到回款分别为3.82亿元、3.54亿元和2.21亿元。公司确认收入及回款情况受当地财政资金拨付效率影响而存在波动性。公司工程代建业务收入近三年逐年下降，主要受项目进展影响所致。2017年1~9月，公司工程代建实际投资额4.06亿元，当期确认收入并回款2.71亿元。

截至2017年9月底，公司在建的代建项目主要为新盛花苑安置小区、绿扬新苑和西北拓展区安置小区等，已投资29.56亿元，尚需投资11.89亿元，已收回代建资金22.44亿元，公司近几年代建项目整体回款质量尚可。

表6 截至2017年9月底公司在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	截至2017年9月底已投资金额	尚需投资金额	2016年确认收入金额	2017年1~9月确认收入金额
新盛花苑安置小区	7.16	6.98	0.18	0.78	--
绿扬新苑	4.42	3.98	0.44	1.06	0.52
新城西区开发及基础设施建设工程	19.54	13.18	6.36	--	2.18

扬州市委党校	2.49	2.44	0.05	0.37	--
西北拓展区安置小区	7.83	2.97	4.86	--	--
合计	41.45	29.56	11.89	2.21	2.71

资料来源：公司提供

未来，公司拟实施开展连镇铁路扬州南站站场和站房工程，该工程预计总投资8.00亿元，其中2018年计划投资3.80亿元。公司拟自筹资金2.30亿元及银行借款5.70亿元开展项目建设。

3. 商务楼销售

公司于2015年开始商务楼销售业务，业务收入主要来源于商务楼星耀天地（商务中心二期）销售产生的收入。

2015年、2016年和2017年1~9月，公司商务楼销售业务分别确认收入1.20亿元、2.61亿元和2.39亿元。除商务中心二期销售收入外，另包括公司将产业大厦和商务中心一期项目部分单元销售给扬州农商行和江苏银行形成的收入。

星耀天地项目总投资12.81亿元。截至2017年9月底，该项目已投资8.64亿元。商务中心二期可销售面积约为15.80万平方米，截至2017

年9月底该项目已销售面积7.90万平方米。

4. 其他业务

公司其他业务收入主要来源于持有的经营性资产的使用费收入和物业管理费收入，主要包含国展中心、德鑫大厦、体育场商业用房等。2016年，公司其他业务收入为0.14亿元，较2015年小幅下降。2017年1~9月，公司其他业务收入为0.21亿元。

截至2017年9月底，公司正积极推进国展中心二期、商务行政区工程、商务中心二期等经营性资产的建设工作，公司2018年和2019年预计投资规模分别为3.31亿元和2.10亿元。未来随着经营性项目的逐步完工运营，公司该板块业务规模有望提升。

总体看，公司自营业务板块业务仍处于培育期，在建项目较多，整体收入规模较小。截至目前，公司经营性资产的后续建设仍存在一定的筹资压力。

表7 截至2017年9月底公司主要在建自营项目（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	2018年计划投资	2019年计划投资
国展中心二期	35089.00	24171.00	5918.00	5000.00
商务行政区工程	56731.00	56415.00	316.00	--
商务中心二期	128145.00	86352.00	20000.00	10000.00
体育场	58323.00	47287.00	5000.00	6036.00
会展酒店	43565.00	43651.00	--	--
会展三期	58107.00	56236.00	1871.00	--
合计	379960.00	314112.00	33105.00	21036.00

资料来源：公司提供

5. 未来发展

未来，公司将在现有基础上按照生态科技新城管委会加快转型升级的要求，紧密联系生态科技技术和生态科技新城的实际情况，创新产业结构，明晰产业定位，体现生态科技新城的经济特点，重点发展高文化品位、高技术含

量、高增值服务的现代服务业。同时加强生态科技新城的对外宣传力度，大力推介生态科技新城，加强招商引资和项目推进，积极打造区域产业特色，不断提升产业发展水平与区域经济实力，努力把生态科技新城建设成为扬州现代服务业的集聚区。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2017 年 1~9 月财务数据未经审计。

公司 2014 年和 2015 年合并范围内的子公司无变化。2016 年，公司合并范围内子公司数量较 2015 年新增两家，分别为全资子公司扬州市生态科技新城新盛招商服务中心有限公司和控股（持股比例 51%）子公司扬州自在岛生态旅游投资发展有限公司；上述两家公司成立时间较短，经营规模较小。2017 年 1~9 月，根据政府文件，公司不再将扬州新奥体育产业发展有限公司纳入合并范围，该公司业务及收入规模均较小。总体看，公司近年合并范围的变化影响较小，财务报表可比性较强。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额为 130.91 亿元，所有者权益 62.79 亿元（含少数股东权益 0.20 亿元）；2016 年公司实现营业收入 6.34 亿元，利润总额 1.10 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额为 147.47 亿元，所有者权益合计 63.40 亿元（含少数股东权益 0.20 亿元）；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 5.31 亿元，利润总额 0.90 亿元。

2. 资产质量

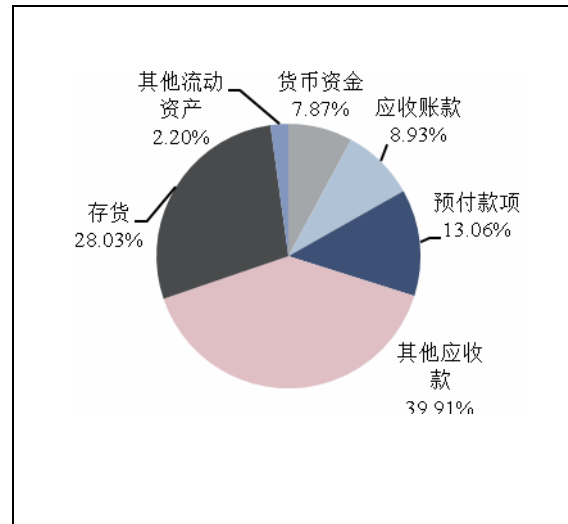
2014~2016 年底，公司资产规模波动增长，年均复合增长 16.96%。截至 2016 年底，公司资产总额为 130.91 亿元，其中流动资产占比 59.43%，非流动资产占比 40.57%。公司流动资产比重较 2015 年有所下降，但公司资产仍以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年底，公司流动资产快速增长，年均复合增长 10.21%，主要是由应收账款、其他应收款和存货增长所致。截至 2016 年底，

公司流动资产为 77.80 亿元，同比下降 12.65%，主要系货币资金、交易性金融资产和其他应收款减少所致，其中货币资金占比 7.87%，应收账款占比 8.93%，预付款项占比 13.06%，其他应收款占比 39.91%，存货占比 28.03%。

图 1 截至 2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源：根据公司审计报告整理

2014~2016 年底，公司货币资金逐年下降，年均复合下降 19.26%。截至 2016 年底，公司货币资金 6.12 亿元，同比下降 30.68%，其中包括银行存款 4.68 亿元、其他货币资金 1.44 亿元。公司其他货币资金中有受限资金 0.80 亿元，主要为应付票据承兑保证金。

截至 2016 年底，公司交易性金融资产由 2015 年的 8.98 亿元减少为 0，由于公司赎回所有理财产品所致。

表 8 截至 2016 年底公司应收账款前五名情况

（单位：万元）

单位	与公司关系	金额	账龄
扬州京华城中城生活置业有限公司 ³	非关联方	37000.00	4-5 年
扬州市生态科技新城管理委员会	非关联方	32082.85	1 年以内 1~2 年

³ 根据公司与扬州京华城中城生活置业有限公司签订的协议书，扬州京华城中城生活置业有限公司以土地使用权（扬国用【2006】第 0520 号、扬国用【2004】第 0050 号、扬国用【2007】0851 号）以及德鑫大厦、亚太大厦、西侧商铺对该笔债务进行抵押。截至 2016 年底，扬州京华城中城生活置业有限公司尚未归还该笔债务。公司积极联系处理此笔债务，已于 2017 年 6 月回款 1 亿元，正在办理 205 户商铺产权转让手续，剩余部分陆续办理中。

单位	与公司关系	金额	账龄
扬州广文中心文化传播有限公司	非关联方	288.33	1~2 年
扬州蓝天大厦酒店管理有限公司	非关联方	50.00	1~2 年
葛余慧	非关联方	30.00	1~2 年
合计	--	69451.18	--

资料来源：根据公司审计报告整理

2014~2016 年底，公司应收账款快速增长，年均复合增长 37.05%。截至 2016 年底，公司应收账款为 6.95 亿元，同比增长 16.22%，主要系应收生态科技新城管委会的应收账款增加所致。从账龄上看，1 年以内的占比 13.97%，1~2 年的占比 32.79%，4~5 年的占比 53.24%，整体账龄偏长；公司应收账款前五名单位占应收账款总额的 99.93%，集中度高。公司未计提应收账款坏账准备。

2014~2016 年底，公司预付款项波动下降，年均复合下降 7.77%。截至 2016 年底，公司预付款项为 10.16 亿元，同比增长 11.55%，主要为预付江苏扬建集团有限公司、江苏天宁建设工程有限公司、江苏仪征苏中建设有限公司和江苏建宇建设集团有限公司的工程款和扬州市邗江区人民政府新盛街道办事处的拆迁安置款。

2014~2016 年底，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 19.95%。截至 2016 年底，公司其他应收款 31.05 亿元，同比下降 12.82%，主要系公司收回了应收扬州易盛德产业发展有限公司的工程垫付款，收回与扬州东升城镇建设有限公司和扬州新盛置业有限公司的往来款所致。从账龄看，1 年以内的占比 43.71%，1~2 年的占比 43.72%，2~3 年的占比 1.35%，3 年以上的占比 11.22%，整体账龄较长。从集中度看，公司其他应收款前五名单位合计占比为 99.10%，集中度高。公司对其他应收款未计提坏账准备。公司其他应收款账龄较长，对公司资金占用明显。

表9 截至2016年底公司其他应收账款前五名情况

(单位：万元)

单位	金额	账龄	款项性质
扬州市生态科技新城管理委员会财政审计局	248339.81	1 年以内 1~2 年	借款
扬州市新城西区管理委员会	57464.11	1 年以内 3 年以上	往来款
何程	827.86	1 年以内 1~2 年	泰和佳园二期相关费用
扬州市广陵区泰安镇财政所	674.00	2~3 年 3 年以上	往来款
扬州市刊江区人民政府新盛街道办事处	399.86	3 年以上	往来款
合计	307705.64	--	--

资料来源：根据公司审计报告整理

2014~2016 年底，公司存货快速增长，年均复合增长 21.25%。截至 2016 年底，公司存货 21.81 亿元，同比增长 6.11%，主要系开发成本增长所致。公司存货中包括开发产品 0.93 亿元和开发成本 20.87 亿元。开发产品为绿杨新苑二区未出售部分，开发成本主要是新盛花苑安置小区一期、京华城项目综合、商务中心二期、军事园一期、拓展区安置区（泰和佳园一期）等项目。

非流动资产

2014~2016 年底，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 29.54%，主要系可供出售金融资产增长所致。截至 2016 年底，公司非流动资产为 53.10 亿元，同比增长 22.04%，主要系可供出售的金融资产增加所致。公司非流动资产主要由可供出售的金融资产（占比 49.35%）、固定资产（占比 4.95%）、在建工程（占比 25.81%）和无形资产（占比 15.83%）构成。

2014~2016 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 102.76%。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 26.21 亿元，同比增长 58.54%，主要系公司于 2016 年购买了富安达-江苏银行-安达 33 号、42 号、37 号专项资产管理计划。此外，公司对扬州易盛德产业发展有限公司投资 10.18 亿元，对扬州新韵置业发展有限责任公司投资 7.84 亿元。

2014~2016 年，公司固定资产基本保持稳

定, 年均复合增长 0.70%。截至 2016 年底, 公司固定资产为 2.63 亿元, 同比增长 2.29%, 主要由房屋及建筑物、工器具及办公设备、运输设备构成。公司固定资产累计计提折旧 0.86 亿元。

2014~2016 年, 公司在建工程波动增长, 年均复合增长 4.34%。截至 2016 年底, 公司在建工程为 13.71 亿元, 同比下降 5.96%, 主要由商务行政区一期、体育场、国展中心二期、会展三期和会展酒店等项目构成。公司未计提在建工程减值准备。

2014~2016 年, 公司无形资产逐年下降, 年均复合下降 4.03%。截至 2016 年底, 公司无形资产 8.41 亿元, 同比下降 6.10%, 主要为土地使用权, 累计摊销 1.41 亿元。公司无形资产未计提减值准备。

截至 2016 年底, 公司其他非流动资产为 1.35 亿元, 为公司向扬州软件园有限公司发放的委托贷款。

截至 2017 年 9 月底, 公司资产规模合计 147.47 亿元, 较 2016 年底增长 12.65%, 其中流动资产占比 68.45%, 非流动资产占比 31.55%, 公司流动资产占比较 2016 年底增长较大, 主要由于货币资金、其他应收款和存货增长所致。公司货币资金增长主要由于公司发行债务融资工具所致, 其他应收款增长主要由于往来款增加所致, 存货增长主要由于开发成本增长所致。截至 2017 年 9 月底, 公司可供出售金融资产为 26.43 亿元, 主要为公司购买的富安达-江苏银行-安达 33 号、37 号及 42 号专项资产管理计划及公司对扬州易盛德产业发展有限公司和扬州新韵置业发展有限责任公司的股权投资。公司其他非流动资产为 2.55 亿元, 为公司对外发放的委托贷款。公司无形资产为 2.64 亿元, 较 2016 年底下降 68.59%, 主要由于公司土地出让所致。

截至 2017 年 9 月底, 公司受限资产全部为用于抵、质押的土地使用权, 价值合计 16.21 亿元, 占同期总资产的 10.99%。

总体看, 近年来公司资产规模波动上升, 以流动资产为主, 公司应收类款项规模较大, 对公司资金形成占用, 存货主要为代建项目投入成本, 公司资产流动性偏弱; 其他应收款、存货和可供出售金融资产占比较高, 受房地产市场以及代建项目政府回购效率影响, 公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年底, 公司所有者权益有所增长, 年均复合增长 8.39%。截至 2016 年底, 公司所有者权益为 62.79 亿元, 同比增长 15.64%, 增长主要来自于公司发行的永续中票, 主要由实收资本(占 17.36%)、资本公积(占 50.13%)、其他权益工具(占 11.94%)和未分配利润(占 18.26%)构成。

截至 2017 年 9 月底, 公司所有者权益为 63.40 亿元, 较 2016 年底增长 0.97%, 公司所有者权益结构较 2016 年底变动较小。整体看, 公司资本公积和实收资本占比较高, 所有者权益稳定性较好。

负债

2014~2016 年底, 公司负债规模波动增长, 年均复合增长 26.97%。截至 2016 年底, 公司负债合计 68.11 亿元, 同比下降 12.99%, 其中流动负债占比 38.51%, 非流动负债占比 61.49%, 公司非流动负债占比较 2015 年有所下降, 但公司负债仍以非流动负债为主。

2014~2016 年底, 公司流动负债波动增长, 年均复合增长 64.85%, 主要系其他应付款增长所致。截至 2016 年底, 公司流动负债为 26.23 亿元, 同比下降 20.21%, 主要系短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债减少所致。公司流动负债主要由预收款项(占比 9.29%)、应交税费(占比 10.36%)、其他应付款(占比 62.12%)、一年内到期的非流动负债(占比 16.30%)构成。

2014~2016 年, 公司预收款项快速增长,

年均复合增长 762.74%。截至 2016 年底，公司预收款项 2.44 亿元，同比增长 50.62%，主要为预收的代建房款和购房款。

2014~2016 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 152.35%。截至 2016 年底，公司其他应付款 16.30 亿元，同比增长 216.05%，主要系应付扬州恒盛城镇建设有限公司和扬州东升城镇建设有限公司的往来款增加所致。从账龄看，1 年以内的占比 95.32%，1~2 年的占比 4.33%，2~3 年的占比 0.35%，整体账龄较短。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 9.37%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 4.28 亿元，同比下降 71.40%，全部为一年内到期的长期借款。

2014~2016 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 13.35%，主要系应付债券和长期应付款增加所致。截至 2016 年底，公司非流动负债为 41.88 亿元，同比下降 7.76%，其中包括长期借款 4.18 亿元、应付债券 19.87 亿元和长期应付款为 17.84 亿元。

2014~2016 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 53.18%。截至 2016 年底，公司长期借款 4.18 亿元，同比下降 53.18%，其中全部为抵押借款。抵押物为公司名下的 8 宗土地使用权。

截至 2016 年底，公司应付债券 19.87 亿元，包括公司发行的 2 期中期票据和 2 期非公开定向债务融资工具。

表 10 截至 2016 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

名称	发行日期	发行期限	发行金额
15 新盛投资 MTN001	2015/5/6	3 年	5.00
15 新盛投资 MTN002	2015/12/3	3 年	5.00
15 新盛投资 PPN001	2015/12/18	3 年	5.00
15 新盛投资 PPN002	2016/3/23	3 年	5.00

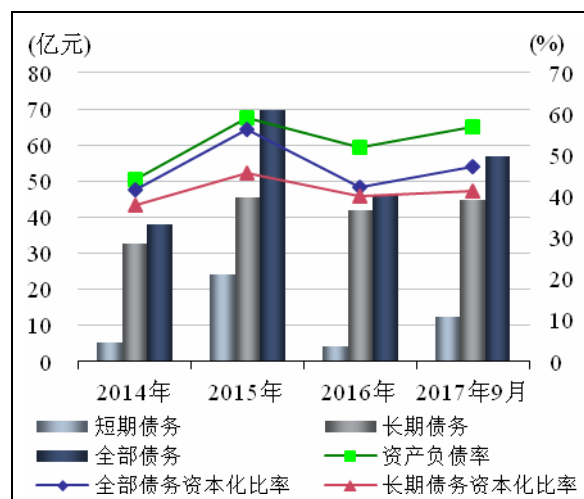
资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长 14.74%。截至 2016 年底，公司

长期应付款 17.84 亿元，同比下降 13.15%，主要系应付扬州城建的往来款减少所致。公司长期应付款包括应付母公司扬州城建 5.10 亿元、扬州市土地储备中心 6.00 亿元、应付扬州恒盛城镇建设有限公司（以下简称“扬州恒盛”）4.24 亿元、应付扬州市生态科技新城管理委员会财政审计局 2.50 亿元。上述长期应付款均为有息债务，联合资信在本次评级中已全部调整至长期债务。

截至 2017 年 9 月底，公司负债合计 84.07 亿元，较 2016 年底增长 23.42%，其中流动负债占比 46.97%，非流动负债占比 53.03%，流动负债占比较 2016 年底有所提高。截至 2017 年 9 月底，公司其他应付款为 20.82 亿元，较 2016 年底增长 27.78%，账龄在 1 年以内的占比 95.32%，其中应付扬州恒盛城镇建设有限公司款项为 9.66 亿元、应付扬州易盛盛款项为 6.76 亿元。公司其他流动负债为 5.15 亿元，主要为公司于 2017 年发行的短期融资券。公司应付债券为 24.87 亿元，较 2016 年底增加 5.00 亿元，为公司发行的非公开定向债务融资工具。

图 2 2014~2017 年 9 月底公司债务水平



注：1. 其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算；
2. 长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算；
3. 公司 2017 年 1~9 月财务数据未经审计。

从有息债务规模看，2014~2016 年，公司全部债务规模波动增长，年均复合增长

10.32%。截至 2016 年底，公司全部债务为 46.16 亿元，较 2015 年底明显下降，主要系短期债务规模大幅下降所致。公司全部债务中短期债务占比 9.26%，长期债务占比 90.74%。截至 2017 年 9 月底，公司全部债务为 56.98 亿元，其中短期债务占比 21.76%，长期债务占比 78.24%，公司短期债务占比较 2016 年底有所增长，但仍以长期债务为主。

从债务指标看，2014~2016 年，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均呈现波动上升态势，上述指标三年加权平均值分别为 52.56%、46.34%和 41.24%，截至 2016 年底上述指标分别为 52.03%、42.36%和 40.01%，均较 2015 年底有所下降。截至 2017 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.01%、47.33%和 41.28%，公司债务指标均较 2016 年底有所提升，债务负担有所加重。若将公司已发行的永续中期票据纳入长期债务核算，截至 2017 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.01%、50.42%和 45.10%。

总体看，近年来公司债务规模有所波动，整体债务负担适中。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 8.89%，三年分别为 5.34 亿元、6.43 亿元和 6.34 亿元。公司 2016 年实现营业收入 6.34 亿元，同比下降 1.46%，主要系土地开发整理和工程代建业务收入下降所致；同期，公司营业成本为 5.00 亿元，同比下降 1.99%。2016 年，公司营业利润率为 19.00%，较 2015 年的 15.33%有所上升，主要由于公司土地整理业务板块盈利能力上升所致。

从期间费用看，2014~2016 年，公司期间费用占营业收入的比重分别为 8.33%、6.45%和 14.24%，主要由于管理费用大幅增长所致。2016 年公司期间费用为 0.90 亿元，公司期间

费用控制能力有所弱化，整体看，公司期间费用控制能力一般。

2014~2016 年，公司营业外收入分别为 0.53 亿元、0.62 亿元和 1.64 亿元，包括公司获得的政府补贴收入 and 无形资产处置收入。2014 年，公司收到补贴收入 0.50 亿元；2015 年，公司收到补贴收入 0.62 亿元；2016 年，公司收到补贴收入 0.82 亿元和无形资产处置收入 0.82 亿元。公司近三年营业外收入对利润总额的贡献较大，整体看，政府补贴是公司利润的重要补充。

从盈利指标看，公司主要盈利指标呈下滑趋势。2014~2016 年，受公司毛利率较高的土地整理板块业务收入波动下降影响，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均呈波动下降趋势，三年加权平均值分别为 18.16%、0.86%和 1.52%；2016 年上述指标分别为 19.00%、0.83%和 1.44%。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 5.31 亿元，占 2016 年全年收入的 83.74%。2017 年 1~9 月公司实现营业利润-0.25 亿元，营业外收入 1.15 亿元，2017 年 1~9 月实现利润总额为 0.90 亿元，营业利润率为 8.84%。

总体看，近年来公司收入规模呈现波动上升态势，公司盈利水平在 2015 年有所下滑，整体盈利能力较弱，营业外收入是公司利润的主要来源。

5. 现金流

从经营活动现金流看，公司经营活动现金流入主要以销售商品提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金为主。2014~2016 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 17.67%。2016 年，公司经营活动现金流入 14.46 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 7.43 亿元，同比增长 28.63%，收到其他与经营活动有关的现金 7.03 亿元，同比增长 4.43%，主要系新增的往来款和补贴收入所致。从收入实现质量看，

2014~2016 年，公司现金收入比分别为 100.45%、89.87%和 117.31%，公司收入实现质量尚可。2014~2016 年，公司经营活动现金流出快速增长，年均复合增长 43.43%。2016 年，公司经营活动现金流出 11.83 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 7.68 亿元，同比增长 102.44%，支付其他与经营活动有关的现金 3.41 亿元，较 2015 年的 6.69 亿元明显下降，主要系往来款减少所致。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 3.06 亿元、1.33 亿元和 2.63 亿元，公司经营活动产生的现金流量净额波动下降。

从投资活动现金流看，2016 年公司投资活动现金流入 10.85 亿元，主要为收回的理财产品 9.92 亿元；2014~2016 年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 18.67%，主要系投资支付的现金增长所致，2016 年，公司投资活动现金流出 13.23 亿元，同比下降 32.75%，其中投资支付的现金为 11.77 亿元，主要为公司购买的专项资产管理计划。2014~2016 年，公司投资活动现金流净额分别为-9.39 亿元、-16.92 亿元和-2.38 亿元，公司近三年投资活动现金流持续呈现净流出态势。

从筹资活动现金流看，公司筹资活动现金流入规模较大，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 30.10%，2016 年，公司筹资活动现金流入 51.32 亿元，其中包括吸收投资收到的现金 7.50 亿元，为公司发行的永续中票、取得借款收到的现金 5.10 亿元、发行债券收到的现金 5.00 亿元和收到其他与筹资活动有关的现金 33.72 亿元，公司收到其他与筹资活动有关的现金主要为公司与扬州恒盛、扬州易盛德、扬州东升城镇建设有限公司的往来款。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出快速增长，年均复合增长 53.80%，2016 年公司筹资活动现金流出 50.83 亿元，其中包括偿还债务支付的现金 29.16 亿元和支付其他与筹资活动有关的现金 19.80 亿元，主要为支付给扬州市生态科技新城管理委员会财

政审计局、扬州东升城镇建设有限公司、扬州新盛置业有限公司的往来资金和银行承兑汇票保证金。2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 8.83 亿元、10.90 亿元和 0.49 亿元。公司筹资活动现金流量净额波动下降。

2017 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 4.48 亿元；投资活动中处置固定资产收到的现金为 2.78 亿元，购建固定资产、无形资产等支付的现金为 2.34 亿元，支付其他与经营活动有关的现金为 1.20 亿元，主要为往来款项，公司投资活动现金流量净额为-0.93 亿元；筹资活动方面，公司取得借款收到的现金为 13.32 亿元，发行债券收到的现金为 5.00 亿元，偿还债务支付的现金为 7.50 亿元，同期公司筹资活动现金流量净额为 9.42 亿元。

总体看，公司收入实现质量尚可，经营活动现金流净流入波动下降，受投资活动产生的现金流出较大影响，公司持续保持较大规模的筹资活动现金流入量。考虑到公司未来仍有较大的经营及投资支出，公司仍存在一定的融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率波动下降，2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 296.57%和 213.44%，较 2015 年小幅上升，主要系公司流动负债减少所致；2016 年公司经营现金流动负债比为 10.03%，较 2015 年明显上升，主要系流动负债较大幅度下降以及经营性净现金流大幅上升所致。截至 2017 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 255.63%和 186.19%，较 2016 年底有所下降，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年公司 EBITDA 连续下降，年均复合下降 4.12%，2016 年为 1.42 亿元，同比下降 0.28%；公司全部债务/EBITDA 波动上升，2016 年为 32.56 倍，

EBITDA 对公司全部债务的保障能力较弱，公司长期偿债能力较弱，但考虑到政府对公司的支持力度较大，公司整体偿债能力尚可。

截至 2017 年 9 月底，公司对外担保余额为 42.70 亿元，其中对母公司扬州城建担保余额为 10.22 亿元；对扬州易盛德担保余额为 32.48 亿元。以 2017 年 9 月底所有者权益和担保余额计算，公司担保比率为 67.35%。被担保公司扬州易盛德为生态科技新城管委会下属另一家基础设施建设主体，公司高管人员也在该公司兼任职务，截至 2017 年 9 月底，公司经营情况稳定，资产总额 143.49 亿元，所有者权益 65.63 亿元，营业收入 6.98 亿元，利润总额 0.62 亿元；扬州城建为扬州市主要基础设施建设主体，截至 2017 年 3 月底，公司经营情况稳定，资产总额 741.73 亿元，所有者权益 323.65 亿元，营业收入 12.83 亿元，利润总额 2.86 亿元。上述两家公司均得到政府较大支持，目前经营状况稳定。整体看，公司主要对外担保对象为扬州市内国资公司，但公司担保比率大，存在一定的或有负债风险。

7. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版）（信用机构代码：G1032100100081430P），截至 2018 年 1 月 23 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，有 3 笔已结清的不良类贷款。

根据公司出具的说明，由于人民银行征信系统于 2018 年改版，公司原存在的 3 笔欠息转为不良类贷款所致。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，以及扬州市区域及财力状况、扬州市人民政府及扬州市生态科技新城管委会对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为 7.50 亿元，在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具特征接近，故联合资信将其全部作为有息债务进行分析，发行后将在现有全部债务的基础上增加 7.50 亿元有息债务，分别占 2017 年 9 月底全部债务和长期债务的 13.16% 和 16.82%，对公司现有债务有一定影响。

截至 2017 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.01%、47.33% 和 41.28%，以公司 2017 年 9 月底财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率将分别上升至 59.09%、50.42% 和 45.10%，公司债务负担将有所提升。考虑到募集资金部分用于偿还金融机构借款，实际债务负担应低于指标值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 8.81 亿元、12.51 亿元和 14.46 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 1.17 倍、1.67 倍和 1.93 倍；对本期中期票据的覆盖程度一般。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据发行额度的 0.41 倍、0.18 倍和 0.35 倍，对本期中期票据的覆盖能力弱。2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 1.54 亿元、1.42 亿元和 1.42 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 0.21 倍、0.19 倍和 0.19 倍，对本期中期票据的覆盖程度弱。考虑到公司受政府支持力度较大，为本期中期票据的偿还能力提供一定保障。

总体而言，公司 EBITDA 和经营活动现金流净额对本期中期票据保障程度均较弱，经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度一般。通过对本期中期票据相关条款分析，公司利息递延支付的可能性小，但一旦出现递延，

累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

十、结论

扬州市是长江三角洲辐射苏北、鲁南、皖东地区的重要节点城市，近年来经济发展迅速，居民收入水平快速提升、地方财政收入稳定增长，为公司提供了良好的区域发展环境。扬州市不断增强的财政实力及其对公司持续支持也有助于支撑公司的整体偿债能力。

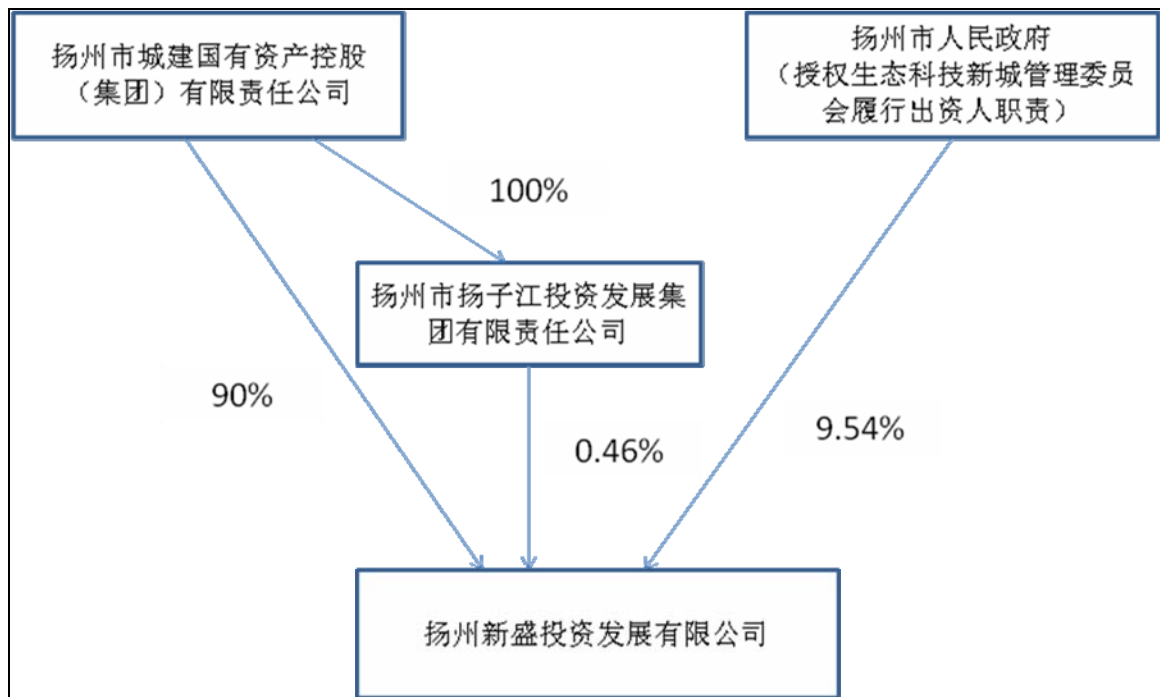
公司作为扬州市生态科技新城开发建设主体，在当地土地一级开发领域具有垄断优势，土地储备升值潜力大；但公司收入以土地出让收入为主，易受宏观经济和国家调控政策影响，且未来资本性支出规模大。随着生态科技新城开发建设不断深入，公司整体收入水平有望提升。

近年来，公司资产规模快速增长，资产构成以其他应收款和存货为主，资产整体流动性偏弱、资产质量一般；所有者权益快速增长，稳定性较好；公司债务规模有所波动，债务负担适中；公司整体盈利能力较弱，利润总额对营业外收入依赖性较大。

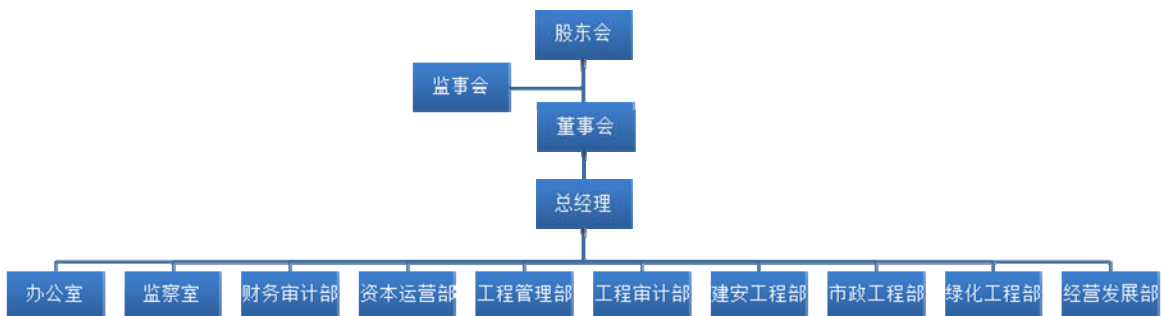
本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度一般。

总体看，公司本期中期票据到期不能偿付的风险低，安全性高。

附件 1-1 公司股权结构



附件 1-2 公司组织结构



附件 2 合并范围内子公司情况

子公司名称	主营业务	持股比例
扬州市生态科技新城新盛招商服务中心有限公司	招商引资服务、招商信息咨询、商务信息咨询、房屋中介服务	100%
扬州国际展览中心有限公司	承接企业形象策划；图文制作、商务服务、停车服务、展览展位设计及施工	60%
扬州市生态科技新城资产管理有限公司 (原扬州新盛资产经营有限公司)	自有资产的经营、管理、租赁、投资	100%
扬州新盛资产运营和物业服务有限公司	实业投资及管理、房屋租赁、物业管理等	100%
扬州新盛投资服务有限公司	实业投资、投资信息咨询等	100 %
扬州自在岛生态旅游投资发展有限公司	旅游行业投资等	51%

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.99	17.81	6.12	19.10
资产总额(亿元)	95.70	132.58	130.91	147.47
所有者权益(亿元)	53.45	54.30	62.79	63.40
短期债务(亿元)	5.33	24.20	4.28	12.40
长期债务(亿元)	32.60	45.41	41.88	44.58
全部债务(亿元)	37.92	69.60	46.16	56.98
营业收入(亿元)	5.34	6.43	6.34	5.31
利润总额(亿元)	1.18	1.16	1.10	0.90
EBITDA(亿元)	1.54	1.42	1.42	--
经营性净现金流(亿元)	3.06	1.33	2.63	4.48
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.44	1.33	0.98	--
存货周转次数(次)	0.27	0.29	0.24	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.05	--
现金收入比(%)	100.45	89.87	117.31	116.89
营业利润率(%)	20.33	15.33	19.00	8.84
总资本收益率(%)	1.07	0.69	0.83	--
净资产收益率(%)	1.64	1.57	1.44	--
长期债务资本化比率(%)	37.88	45.54	40.01	41.28
全部债务资本化比率(%)	41.50	56.17	42.36	47.33
资产负债率(%)	44.15	59.04	52.03	57.01
流动比率(%)	663.47	270.91	296.57	255.63
速动比率(%)	509.82	208.40	213.44	186.19
经营现金流动负债比(%)	31.69	4.05	10.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	24.60	48.97	32.56	--

注：1.其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算；2.长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算；3.公司 2017 年三季度财务报表未经审计。

附件 4 主要财务指标的计算公式(新准则)

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/主营业务收入×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 5-1 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 5-2 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

附件 5-3 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。

联合资信评估有限公司关于 扬州新盛投资发展有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

扬州新盛投资发展有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

扬州新盛投资发展有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对扬州新盛投资发展有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，扬州新盛投资发展有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

如扬州新盛投资发展有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对扬州新盛投资发展有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与扬州新盛投资发展有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。