跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1654 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持扬州新盛投资发展有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15新盛投发MTN001”、“15新盛投发MTN002”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十五日

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（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

扬州新盛投资发展有限公司中期票据跟踪评级报告

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
15 新盛投发 MTN001	5 亿元	2015/05/04-2018/05/04	AA	AA
15 新盛投发 MTN002	5 亿元	2015/12/03-2018/12/03	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产（亿元）	5.62	11.87	13.56	17.16
资产总额（亿元）	75.37	95.70	132.58	138.56
所有者权益（亿元）	52.55	53.45	54.30	54.33
长期债务（亿元）	14.45	32.60	41.17	46.17
全部债务（亿元）	16.90	37.92	65.36	69.99
营业收入（亿元）	5.05	5.34	6.43	0.97
利润总额（亿元）	1.08	1.18	1.16	0.04
EBITDA（亿元）	1.49	1.54	1.42	--
经营性净现金流（亿元）	3.39	3.06	1.33	0.52
营业利润率（%）	21.02	20.33	15.33	1.40
净资产收益率（%）	1.54	1.64	1.57	--
资产负债率（%）	30.28	44.15	59.04	60.79
全部债务资本化比率（%）	24.33	41.50	54.62	56.30
流动比率（%）	617.40	663.47	270.91	285.90
全部债务/EBITDA（倍）	11.33	24.60	45.99	--
经营现金流动负债比	40.49	31.69	4.05	--

注：公司 2016 年一季度财务数据未经审计；长期应付款中的有息债务调整至长期债务。

分析师

喻宙宏　王 治
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

扬州新盛投资发展有限公司（以下简称“公司”）是扬州市新城西区开发建设的主要实体，在土地一级开发垄断经营、政策环境和政府支持等方面优势明显。跟踪期内，扬州市经济持续增长，地方财力不断增强，公司资产及净资产规模持续扩大，政府补贴对公司利润有一定补充作用。同时，联合资信也关注到公司债务负担大幅加重，公司土地出让收入易受宏观经济波动、调控政策和政府支付进度的影响，对外担保规模大幅上升及未来资本支出规模大等因素对其整体信用水平带来的不利影响。

扬州市整体经济实力和财政实力持续增强，为公司提供了良好的外部发展环境，跟踪期内，公司持续获得扬州市政府的有力支持，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，未来随着生态科技新城的开发建设，公司整体收入水平有望提升。公司 2015 年经营活动现金流入对“15 新盛投发 MTN001”和“15 新盛投发 MTN002”的覆盖能力一般。

综合分析，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“15 新盛投发 MTN001”和“15 新盛投发 MTN002”信用等级为 AA。

优势

1. 跟踪期内，扬州市地区经济发展稳定，财政收入稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为新城西区开发建设运营主体，具有土地一级开发垄断优势，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. 公司在土地收益返还、税收及规费等方面获得了政府持续支持。

关注

1. 公司土地出让收入易受宏观经济波动、调控政策及政府支付进度的影响，未来收入实现具有不确定性。
2. 跟踪期内，公司其他应收款有所增加，规模较大，对公司资金形成一定占用；公司债务规模大幅增长，整体债务负担偏重。
3. 公司资产中存货和土地占比大，资产流动性偏弱。
4. 公司融资需求大，未来资本性支出大，存在一定的资金压力。
5. 跟踪期内，公司对外担保规模大幅上升，担保比率高，存在一定的或有负债风险。

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）与扬州新盛投资发展有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与扬州新盛投资发展有限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，未因扬州新盛投资发展有限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新盛投资发展有限公司提供，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新盛投资发展有限公司主体长期信用及“15 新盛投发 MTN001”和“15 新盛投发 MTN002”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，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批准，扬州市人民政府持有公司 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”），股权转让后，公司注册资本为 10.90 亿元人民币，其中：扬州市人民政府出资 1.04 亿元，占注册资本 9.54%；扬州市扬子江投资发展有限责任公司出资 500 万元人民币，占注册资本 0.46%；扬州城建出资 9.81 亿元人民币，占注册资本 90%。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 10.90 亿元。公司高管均由扬州市国资委委派，公司实际控制人为扬州市国资委。

目前公司经营范围为：市政基础设施建设；实业投资；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、销售等；酒店管理服务；房地产开发；水利基础设施建设等。

公司本部设有办公室、工程审计部、计划财务部、工程建设部、综合工作部等 5 个职能部门；截至 2015 年底，公司拥有二级子公司 5 家。

截至 2015 年底，公司资产总额为 132.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.30 亿元；2015 年公司实现营业收入 6.43 亿元，利润总额 1.16 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 138.56 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）54.33 亿元；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 0.97 亿元，利润总额 0.04 亿元。

公司注册地址：扬州市万福路 88 号；法定代表人：张军（2015 年，公司法定代表人由陶伯龙变更为张军）。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。

其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

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调整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督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济概况

扬州市是中国历史文化名城，至今已有2400多年的历史。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。

2015年，扬州市实现地区生产总值4016.84亿元，按可比价计算，比上年增长10.3%，连续十二年保持两位数增长，人均GDP为89646元。其中，第一产业增加值241.93亿元，增长3.5%；第二产业增加值2011.97亿元，增长10.6%；第三产业增加值1762.94亿元，增长10.8%。产业结构不断优化，三次产业结构由上年的6.1：51.0：42.9调整为6.0：50.1：43.9。

近年来，扬州市重视加快城市基础设施建

设投资，全社会固定资产投资增幅明显，2015年扬州市共完成固定资产投资2856.82亿元，增长18.2%。其中，建设项目完成投资2478.65亿元，增长20.5%；房地产开发完成投资378.18亿元，增长4.9%。从三大产业来看，第一产业投资16.15亿元，增长6.6%；第二产业投资1511.17亿元，增长13.6%；第三产业投资1329.5亿元，增长24.2%。一、二、三产业投资占投资的比重为0.6%、52.9%和46.5%。

扬州市经济的迅速发展使得居民收入水平大幅提高。2014 年扬州市全体居民人均可支配收入 26253 元，增长 8.7%，其中，城镇常住居民人均可支配收入 32946 元，增长 8.7%；农村常住居民人均可支配收入 16619 元，增长 8.7%。全体居民人均生活消费支出 16720 元，增长 8.0%，其中，城镇常住居民人均生活消费支出 19780 元，增长 7.4%；农村常住居民人均生活消费支出 12316 元，增长 9.3%。扬州市先后获得“国家卫生城市”、“国家环保模范城市”、“国家园林城市”、“国家节水型城市”和“中国人居环境奖”等称号，并连续多年获福布斯公布的“最佳商业城市”称号。2006 年扬州市荣获了中国唯一的“联合国人居奖”。2009 年扬州市获得“中国和谐管理城市”称号。扬州城市竞争力的持续提升，将为公司提供良好的发展平台和强大的经济支持。2011 年，扬州市顺利通过省全面建设小康社会调研考察组验收。

扬州新城西区位于扬州市西部，与老城区中心文昌阁相距5.5公里。通过文昌西路与文汇西路使老城区与新区相连；新城西区还通过向南延伸的道路与城南的邗江工业园及经济开发区相连，形成了以老城区为发展基础，以开发区为开拓前沿，以新城西区为后备力量的扬州经济发展的新格局。新城西区规划范围东起甲七路，西至西北绕城公路，南至文汇路，北至规划宁通铁路沿线和扬冶公路，规划总用地15平方公里。扬州新城西区是扬州市城市发展战略“西进南下”的重要区域，根据扬州市城市总体规划，新城西区功能定位为以生活居住、公共服务功能为主，配套设施完善的城市新区。其中心区为集交通、文教体育、现代商业、行政办公等多功能为一体的生态型、复合型城市副中心。

自2002年新城西区开发建设正式启动10年以来，新城西区一期9.97平方公里区域内市政基础设施、公益性、工程性工程投资合计110亿元。“十二五”期间除继续推进新城西区一期基础设施建设外，新城西区二期（即拓展区4.2平方公里）的开发建设也已启动。

3. 财政实力

公司作为扬州市新城西区以及生态科技新城基础设施和公益事业建设、投资和运营的主要实体，地方政府的财政实力在一定程度上决定着公司的竞争实力。

随着社会经济的快速发展，扬州市财政收入稳定增长，财政实力逐步增强。2015年扬州市财政总收入达到515.18亿元，增长10.00%；公共财政预算收入336.75亿元，增长14.10%。其中，税收收入274.67亿元，增长13.40%，税收收入占公共财政预算收入的比重达81.56%。

2015年，扬州市本级综合财力为422.76亿元，其中一般预算收入为233.57亿元，较2014年增长12.53%，税收收入为188.05亿元，税收收入占综合财力的比重较高。截至2015年底，扬州市本级地方政府债务余额为268.15亿元，债务率为63.43%，较2014年有所下降，扬州市本级地方政府债务负担适宜。

表 1　2015 年扬州市本级地方综合财力及政府债务表（单位：万元）

地方财力（2015 年度）	金额（万元）	地方债务（截至 2015 年底）	金额(万元)
（一）地方一般预算收入	2335678	（一）直接债务余额	2535554
1．税收收入	1880543	1．外国政府贷款	0
2．非税收入	455135	2．国际金融组织贷款	0
（二）转移支付和税收返还收入	1001031	3．国债转贷资金	3386
1．一般性转移支付收入	324411	4．农业综合开发借款	100

2．专项转移支付收入	480085	5．解决地方金融风险专项借款	0
3．税收返还收入	196535	6．国内金融机构借款	1677666
（三）国有土地使用权出让收入	835200	7．债券融资	279500
1．国有土地使用权出让金	746823	8．粮食企业亏损挂账	0
2．国有土地收益基金	69257	9．向单位、个人借款	150603
3．农业土地开发资金	3347	10．拖欠工资和工程款	72985
4．新增建设用地有偿使用费	15773	11．其他	351314
（四）预算外财政专户收入	55665	（二）担保债务余额	291957
		1．政府担保的外国政府贷款	0
		2．政府担保的国际金融机构借款	20345
		3．政府担保的国内金融机构借款	108711
		4．政府担保的融资平台债券融资	90000
		5．政府担保向单位、个人借款	0
		6．其他	93246
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**4227574**	**地方政府债务余额=（一）+（二）×50%**	**2681533**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	**63.43%**		

资料来源：公司提供

五、基础素质分析

1. 产权情况

公司是扬州市人民政府为推进新城西区开发建设的市场化运作而成立的项目法人，公司股东扬州市城建国有资产控股(集团)有限责任公司、扬州市扬子江投资发展集团有限责任公司均由扬州市人民政府出资成立，公司实际控制人为扬州市国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模

公司作为扬州市新城西区开发建设主体，新城西区定位为扬州市城市副中心，是扬州市重点发展区域之一，发展潜力大。扬州市政府赋予公司的基本职能授权主要有：依法参与市区土地一级市场经营性用地的竞标开发，对新城西区范围内土地二级市场和其他城市资产实施经营运作；按照市政府及新城西区建设指挥部确定的城建投资规模和具体城建项目，以公司名义，对区内土地实行统一规划，统一征地，统一拆迁，统一配套，统一开发；开辟融资渠道，负责新城西区内重大公建项目、新建市政公用设施等项目资金的筹措、建设、管理；作为区内城建项目嫁接的载体，组织对外招商引资和对外投资；按照市委、市政府对新城西区“封闭运行”的政策，平衡城建资金供求关系，依法自主经营、自负盈亏、独立核算，照章纳税，对出资者承担国有资产的保值增值责任。2013 年 11 月 26 日，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，2014 年，公司开始负责生态科技新城，承担着生态科技新城基础设施建设及公益性、功能性重大项目的建设任务。

截至2015年底，公司拥有5家全资和控股子公司，分别是扬州新盛投资服务有限公司、扬州国际展览中心有限公司、扬州新盛资产运营和物业服务有限公司、扬州新奥体育产业发展有限公司、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）。

3. 人员素质

2015 年 12 月 28 日，经江苏省扬州工商行政管理局变更登记，公司法定代表人变更为张军，张军同时担任公司董事长。跟踪期内，除董事长变更以外，无其他高管人员变动情况。

公司董事长张军先生，1972 年出生，中共党员，曾任扬州商城办公室主任，扬州花园国际大酒店常务副总经理、支部书记，扬州新盛投资发展有限公司常务副总经理，2015 年 12 月至今，担任扬州新盛投资发展有限公司董事长。

截至 2015 年底，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%。公司员工文化素质普遍较高。

4. 政府支持

政府对公司的支持主要体现在土地开发和财政补贴等方面：

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，政府赋予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，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，这次调整后，原新城西区划入邗江区，并与其拓展区、蒋王片区、蜀冈生态城等共同组建西区新城，成为大扬州“一核多组团”的重要构成，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。

截至 2015 年底，公司土地储备 994040.23 平方米（约 1491.06 亩），其中出让土地 1047.33 亩，划拨地 443.73 亩，目前扬州新城西区一期和二期均已开发结束，已形成待出让净地，受目前房地产市场行情影响，公司未挂牌出让。未来随新城西区二期土地的逐步出让，公司未来土地开发整理收入将有所增长，公司土地一级开发垄断优势明显。

根据扬府办抄【2003】1 号文《关于新城西区内用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。

政府对公司的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，2015 年，公司收到政府财政拨款（补贴）6180 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现金科目。

整体看，政府对公司的持续支持，为公司近年来较快发展提供了基础保障。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度、高管人员等方面无重大变化。

七、经营分析

公司作为扬州市新城西区建设开发主体及融资平台，主要负责新城西区土地开发运营、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等。2014年，公司开始负责生态科技新城的土地一级开发和征地拆迁等的建设。

2015年，公司营业收入为6.43亿元，同比增长20.32%，主要系公司2015年新产生商务楼销售收入1.20亿元所致。从收入构成看，跟踪期内，公司土地开发整理收入为1.52亿元，较2014年的1.38亿元有所增长，工程代建收入为3.53亿元，同比下降7.59%，商务楼销售收入、房屋租赁收入、游泳馆门票收入、物业管理费收入和其他业务收入等为1.24亿元，较2014年的0.14亿元大幅增长，主要系新产生商务楼销售收入所致，2015年主要是对星耀天地（商务中心二期）商务楼销售产生的收入，目前公司在手可以对外出租销售的还有产业大厦，未来几年商务楼销售能持续产生收入。

从毛利率看，2015年公司土地开发整理业务的毛利率为55.00%，较2014年有所下降，主

要系公司2015年结转确认收入土地的开发整理成本相对较高所致；工程代建业务毛利率为7.02%，公司近三年代建业务毛利率变化不大；其他业务收入毛利率为16.83%，较2014年大幅下降，主要系商务楼销售业务毛利率较低所致。公司土地出让业务毛利率较高，且对公司利润贡献较大。

2016年1~3月，公司实现营业收入0.97亿元，主要为土地开发整理收入，未产生代建收入。

表 2　2013~2016 年 3 月底公司主营业务收入明细（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
土地开发整理	1.40	64.57	28.17	1.38	64.49	25.84
工程代建	3.45	7.64	69.42	3.82	9.16	71.53
其他收入	0.12	16.01	2.41	0.14	35.71	2.63
合计	**4.97**	**23.88**	**100.00**	**5.34**	**24.34**	**100.00**

项目	2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
土地开发整理	1.52	55.00	24.17	0.95	7.41	98.96
工程代建	3.53	7.02	56.12	--	--	--
其他收入	1.36	16.83	19.71	0.01	-71.67	1.04
合计	**6.41**	**20.47**	**100**	**0.96**	**6.42**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：其他收入包括商务楼销售收入、房屋租赁收入、游泳馆门票收入、物业管理费收入和其他业务收入等。

整体看，近三年，公司主营业务收入持续增长，主营业务毛利率波动中略有下降，但基本保持在20%以上。未来随着生态科技新城土地开发出让以及基础设施的建设，公司收入有望继续保持上涨的趋势。

1.　土地开发

土地开发经营模式

公司作为新城西区建设运营主体，通过摘牌从土地储备中心获得盈利性、经营性项目用地进行一级开发，生地变熟地后，由公司委托土地储备中心进行挂牌出售，形成的土地出让收入扣除相关税费后全额返还给公司，公司按收到的土地出让金返还款确认收入。

土地开发收入情况

2013年~2015年，公司土地出让情况见表3。2015年公司没有挂牌出让的土地，主要是受房地产市场行情影响，土地价格不高，公司主动减少土地上市计划。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），跟踪期内，公司确认土地出让收入为1.52亿元，较2014年有所增长，2015年公司受房地产市场行情影响，土地价格不高，公司主动减少土地上市计划，尽管没有土地出让，但由于政府返还的历年土地出让收入（这部分收入受政府控制）总体呈现稳中有升的趋势，使得2015年公司土地开发整理收入较上年有所增长，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）

土地储备

截至2015年底，公司土地储备1491.06亩，其中通过缴纳土地出让金获得的土地有1047.33亩，政府划拨土地有443.73亩。由于新城西区功能定位为城市副中心，区域内公司用于出让土地性质均为商住用地，近年来随新城西区基础设施已基本建设完成，公司储备土地升值潜力大，参照公司近三年土地出让价格，

按300万/亩计算，公司目前储备地土地收入约为47亿元。

由于近年来房地产市场下行，出让土地价格较低，2015年新城西区二期未出让土地，2015年，公司开始对生态科技新城进行土地一级开发和拆迁征地，目前还处于前期征地拆迁阶段，尚未形成开发出让净地。

整体看，跟踪期内，受房地产市场影响公司未有土地进行出让，但政府返还以前年度土地出让收入稳中有升，未来随着生态科技新城土地整理，公司土地储备规模将有所增长，未来土地出让收入受房地产市场影响仍具有不确定性。

表3　2013年~2015年公司土地出让情况

项目	2013年	2014年	2015年
出让面积（亩）	565.18	65.17	--
地块性质	商住用地	商住用地	--
土地出让金额（亿元）	26.16	2.93	--
平均价格（万元/亩）	462.86	450	--
确认土地整理业务收入（亿元）	1.4	1.38	1.52
实际收到土地出让金返还（亿元）	1.4	1.38	1.52

资料来源：公司提供

表4　截至2015年底公司土地储备情况

土地证号	位置	用途	面积（M^2）	获取时间
扬邗国用（2013）第2013059号	扬州市中心东路以东、同泰路以南	商业	9350.0	2013.04
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	11201.0	2013.04
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	36179.0	2014.01
扬邗国用（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	2013.01
扬国用（2011）第0358号	扬州市文昌西路(明月湖北侧)	文体娱乐	11413.0	2011.06
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	2014.01
扬国用（2012）第0405号	体育公园内	文化娱乐用地	118665.0	2012.09
扬国用（2011）第0301号	扬州市西三环路与文昌西路交叉口西北角	城镇混合住宅	53589.00	2011.05
扬国用（2010）第0090号	扬州市文汇西路北侧（中心东路西侧、赵家支沟东侧）	城镇单一住宅	197720.10	2010.02
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	2009.01
扬国用（2009）第0008号	扬州市新城西区邻里中心西侧	商业	16356.10	2009.01
扬国用（2011）第0359号	扬州市文昌西路(明月湖北侧)	商业	2159.10	2011.06
扬国用（2009）第0708号	扬州市中心西支路西侧、人工河北侧	城镇混合住宅	21438.10	2009.12
扬国用（2010）第0831号	扬州市文昌西路(明月湖北侧)	商业	35158.60	2010.12
扬国用（2012）第0186号	扬州市文昌西路525号	商业办公	122291.83	2012.05
扬国用（2012）第0187号	扬州市文昌西路525号	商业办公	52891.20	2012.05
扬国用（2011）第0302号	扬州市西三环路与文昌西路交叉口西北角	城镇混合住宅	10000.00	2011.05
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	2009.01
扬国用（2010）第0836号	扬州市文昌西路(明月湖北侧)	商业	44669.30	2010.12
合计			**1036253.13**	--

资料来源：公司提供

2.　工程代建

公司代建业务主要是代建新城西区部分市政府重大、重点工程。项目建设资金来源于银行借款、政府土地出让金返还等。公司新负责生态科技新城以后，公司代建业务主要负责生态科技新城的江苏省2013-2017年棚户区（危旧房）改造一期工程项目（扬州市）-生态新城项目的建设和棚户区货币化拆迁建设，项目资

金来源于自身积累和借款。

工程代建业务模式：根据公司与管委会签订的《委托代建协议》，建设过程中，对代建项目，在按期开工的前提下，按照“0-4-3-3”的付款原则（即指公司在工程建设前期，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90%工程款中的40%给施工单位，第二年对应的付款节点再支付90%工程款中的30%给施工单位，第三年对应的付款节点支付完90%工程款中最后的30%给施工单位），共分三年拨付建设单位资金，保证项目能如期竣工。根据代建协议，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%的毛利率对基础设施建设代建项目进行回购，并形成公司的经营业务收入，项目回购资金由管委会财政审计局列入基础建设支出预算，代建项目成本从存货科目结转。

截至2015年底，公司在建的代建项目主要为新盛花园安置小区、绿杨新苑二区、西北拓展区安置小区等，已投资5.74亿元，尚需投资18.07亿元，建设资金全部由公司自筹和融资解决，公司未来存在一定的投资支出压力。

2015年，公司工程代建业务收入为3.54亿元，实际收到代建回购资金1.30亿元，政府回购效率偏低。跟踪期内，公司工程代建业务收入较2014年有所下降。

表5　截至2015年底公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	截至2015年12月底已投资额	尚需投资	2013年确认收入金额	2014年确认收入金额	2015年确认收入金额	建设周期	计划完工时间
新盛花园安置小区	71648	34976	36672	5500	10900	9500	四年	2016年12月
绿杨新苑二区	44213	9331	34882	--	--	9000	三年	2017年6月
西北拓展区安置小区	122279	13128	109151	--	3000	10000	五年	2017年12月
合计	**238140**	**57435**	**180705**	**5500**	**22000**	**28500**	**--**	**--**

资料来源：公司提供

3. 其他业务

公司其他业务收入主要是持有的经营性资产的使用费和租赁收入，主要包含国展中心、德鑫大厦、体育场商业用房等。2015年，公司新产生商务楼销售收入，公司其他业务收入为1.36亿元，其中商务楼销售收入1.20亿元，房屋租赁收入401.39万元，游泳馆门票收入649.73万元，物业管理费收入509.74万元，毛利率为16.83%，较2014年大幅下降。

总体看，公司该部分业务目前处于培育期，整体收入规模较小，随着商务楼销售产生收入，公司未来该部分收入有望保持较高水平。

4. 未来发展

2013年11月26日，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。这次调整后，原新城西区划入邗江区，并与其拓展区、蒋王片区、蜀冈生态城等共同组建西区新城，成为大扬州“一核多组团”的重要构成，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。

2015年底，扬州市生态科技新城正式确定了江广融合区域的定位：四个中心、三个示范区，四个中心，既区域交通中心、大扬州生态中心、科教创新中心、新城市副中心（CBD），三个示范区，既生态文明建设、产业转型升级、新型城镇化发展示范区，未来发展方向主要为：彰显“门户、客厅”特色，打造“宜业宜创之城”、强化“载体、项目”支撑，打造“创新转型

之城”、坚持“绿色、生态”发展，打造“美丽宜居之城”、聚焦“协调、共享”发力，建设“开放包容之城”。

公司目前主要在建项目为国展中心二期、商务中心二期、体育场、会展三期和会展酒店项目等项目。截至2015年底，上述在建项目已投入19.46亿元，尚需投入18.54亿元。公司拟建项目主要为扬州火车站北部片区综合整治工程和核心区城镇化改造一期工程，预计总投资36.46亿元。上述在建和拟建项目不为代建模式，建设完成后记入公司固定资产科目，总体看，公司未来投资支出较大，有较大的融资压力。

表6 截至2015年底公司主要在建项目（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	2016年计划投资	2017年计划投资	2018年计划投资
扬州国际会展中心三期	58107.00	20988.00	10000.00	10000.00	17119.00
新城西区会展配套酒店（洲际假日酒店）	43565.00	20651.00	10000.00	10000.00	2914.00
体育场	58323.00	42472.00	5000.00	5000.00	5851.00
国展中心二期	35089.00	21531.00	5000.00	5000.00	3558.00
商务中心二期	128145.00	32535.00	20000.00	40000.00	35610.00
商务行政区一期	56731.00	56415.00	316.00	--	--
合计	**379960.00**	**194592.00**	**50316.00**	**70000.00**	**65052.00**

资料来源：公司提供

表7 公司拟建项目明细（单位：万元）

项目名称	总投资	2016年计划投资	2017年计划投资	2018年及以后计划投资	自筹	借款
扬州火车站北部片区综合整治工程	164648.00	20000.00	30000.00	114648.00	64648.00	100000.00
核心区城镇化改造一期工程	200000.00	15000.00	25000.00	160000.00	40000.00	160000.00
合计	**364648.00**	**35000.00**	**55000.00**	**274648.00**	**104648.00**	**260000.00**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的2014及2015年审计报告均由中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见。

截至2015年底，公司合并一级子公司5家，较2014年无变化，财务数据可比性强。

截至2015年底，公司（合并）资产总额为132.58亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.30亿元；2015年公司实现营业收入6.43亿元，利润总额1.16亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额为138.56亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）54.33亿元；2016年1~3月公司实现营业收入0.97亿元，利润总额0.04亿元。

1. 盈利能力

公司2015年实现营业收入6.43亿元，同比增长20.32%，主要系2015年公司新增商务楼销售收入所致；2015年，公司营业成本为5.10亿元，同比增长26.39%。2015年，公司营业利润率为15.33%，较2014年的20.33%有所下降，主要系代建业务毛利率下降所致。

从期间费用看，近三年公司期间费用持续下降，2015年期间费用为4148.27万元，占营业收入比例为6.45%，较2014年的8.33%有所下降，公司期间费用控制能力有所加强，整体看，公司期间费用控制能力较好。2015年公司实现营业利润0.54亿元，较2014年的0.65亿元有所下降，同期，公司获得政府补贴收入为0.62亿元，较2014年0.50亿元有所增长，公

司 2015 年实现利润总额 1.16 亿元，基本维持 2014 年利润水平。整体看，2015 年，政府补贴是公司利润的重要补充。

从盈利指标看，2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.71%和 1.57%，较 2014 年 1.07%和 1.64%均有所下降。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.97 亿元，占 2014 年全年收入的 15.14%，利润总额为 0.04 亿元。

总体看，跟踪期内，公司盈利水平有所下降；政府补助是公司利润的重要补充；受行业性质影响，公司盈利能力仍然较弱。

2．现金流及保障

从经营活动现金流看，2015 年，公司经营活动现金流入 12.51 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 5.78 亿元，同比增长 7.64%，收到其他与经营活动有关的现金为 6.73 亿元，同比增长 95.52%，主要系新增其他往来款所致。从收入实现质量看，2015 年，公司现金收入比为 89.87%，较 2014 年有所下降，收现质量整体适宜。2015 年，公司经营活动现金流出 11.18 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 3.79 亿元，同比增长 15.69%，支付其他与经营活动有关的现金为 6.69 亿元，较 2014 年的 0.57 亿元大幅增长，其中与其他企业之间的往来款为 6.64 亿元。2015 年，公司经营活动现金净流入 1.33 亿元，较 2014 年净流入规模有所下降。

从投资活动看，2015 年，公司投资活动现金流入 2.75 亿元，其中收回投资收到的现金为 2.70 亿元，主要为收回的理财产品；公司投资活动现金流出 19.67 亿元，其中投资支付的现金为 19.24 亿元，主要为对扬州易盛德产业发展有限公司增加的 10 亿元投资以及买入的 5 亿元南京银行理财产品、3.50 亿元交通银行理财产品、0.48 亿元农业银行理财产品。公司 2015 年投资活动现金流净流出 16.92 亿元，流出态势较 2014 年大幅扩大。

从筹资活动来看，2015 年，公司筹资活动现金流入 58.09 亿元，其中取得借款收到的现金为 46.68 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为 11.41 亿元，同比大幅增长，主要为公司与扬州恒盛城镇建设有限公司、扬州易盛德产业发展有限公司的往来资金；公司筹资活动现金流出 47.19 亿元，其中偿还债务支付的现金为 19.13 亿元，支付其他与筹资活动有关的现金为 26.04 亿元，主要为对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的往来资金和银行承兑汇票保证金。公司筹资活动现金净流入 10.90 亿元，

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流净流入 0.52 亿元；投资活动方面收回投资收到的现金为 8.98 亿元，购买购建固定资产、无形资产等支付的现金为 4.59 亿元，投资支付的现金为 3.25 亿元，公司投资活动现金流净流入 1.16 亿元；筹资活动方面，公司取得借款收到的现金为 9.80 亿元，同期公司筹资活动现金流净流入 2.82 亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入实现质量尚可，经营活动现金流净流入较 2014 年有所下降，受筹资活动流出较大影响，公司筹资活动前现金流净流出大幅扩大，使得公司筹资活动现金流入大幅增长，公司筹资活动后现金流由 2014 年净流入转为净流出。考虑到公司未来仍有较大的投资支出，公司存在一定的融资压力。

3．资本及债务结构

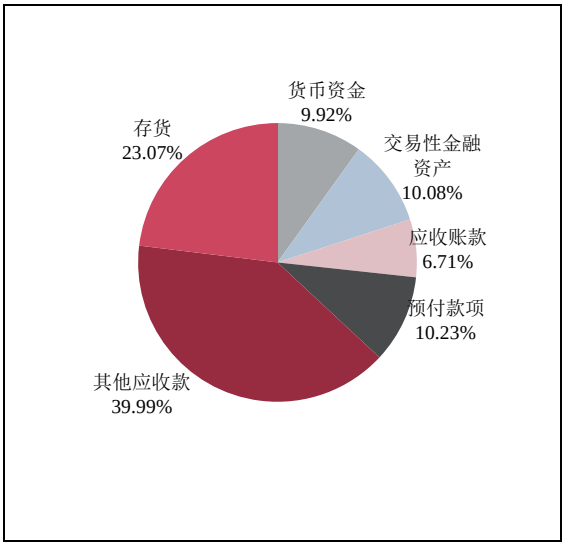
截至 2015 年底，公司资产总额为 132.58 亿元，其中流动资产占比 67.18%，非流动资产占比 32.82%，资产结构较 2014 年变化较小，仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产为 89.07 亿元，同比增长 39.07%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、其他应收款和存货增长所致，其中货币资金占比

9.92%，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比 10.08%，应收账款占比 6.71%，预付款项占比 10.23%，其他应收款占比 39.99%，存货占比 23.07%。

图 1　截至 2014 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金为 8.83 亿元，同比下降 5.95%，其中银行存款为 4.58 亿元，其他货币资金为 4.25 亿元，其他货币资金主要为应付票据承兑保证金，公司受限货币资金占比较高。

截至 2015 年底，公司以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融资产为 8.98 亿元，同比增长 245.38%，其中 2015 年 12 月买入的南京银行的理财产品为 5.00 亿元，交通银行的理财产品为 3.50 亿元，农业银行的理财产品为 0.48 亿元。

截至 2015 年底，公司应收账款为 5.98 亿元，同比增长 61.62%，主要系新增扬州市生态科技新城管理委员会应收款项所致。从账龄上看，1 年以内的占比 38.13%，3-4 年的占比 61.87%，整体账龄偏长；从集中度看，公司应收账款前五名占应收账款总额的 99.88%，集中度高。

表8　2015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	非关联方	37000.00	3-4 年
扬州市生态科技新城管理委员会	非关联方	22385.45	1 年以内
扬州广文中心文化传播有限公司	非关联方	288.33	1 年以内
扬州蓝天大厦酒店管理有限公司	非关联方	50.00	1 年以内
扬州华建新盛置业有限公司	非关联方	10.22	1 年以内
合计	--	**59734.00**	--

资料来源：公司审计年报

截至 2015 年底，公司预付款项为 9.11 亿元，同比下降 23.74%，主要为预付给江苏扬建集团有限公司的工程款、江苏天宁建设工程有限公司的工程款、扬州市邗江区人民政府新盛街道办事处的预付拆迁安置款和扬州市建苑建筑工程有限公司、江苏仪征苏中建设有限公司的工程款。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 35.62 亿元，同比增长 65.04%，主要系新增应收扬州易盛德产业发展有限公司的工程垫付款、扬州市生态科技新城管理委员会财政审计局向公司的借款和扬州东升城镇建设有限公司的往来款。从账龄看，1 年以内占比 78.80%，1-2 年占比 11.28%，2-3 年占比 9.92%，账龄偏短；从集中度看，公司其他应收款前五名单位总额占比为 98.32%，集中度高。公司 2015 年其他应收款未计提坏账准备。

表9　2015年底公司其他应收账款前五名情况

（单位：万元、%）

单位	与公司关系	金额	账龄
扬州易盛德产业发展有限公司(原新铁产业)	非关联方	64252.38	1 年以内
扬州市生态科技新城管理委员会财政审计局	非关联方	135000.00	1 年以内
扬州东升城镇建设有限公司	非关联方	75108.43	1 年以内
扬州新盛置业有限公司	非关联方	38887.81	1 年以内及 1-2 年
扬州市生态科技新城管理委员会	非关联方	36939.56	2-3 年
合计	--	350188.18	--

资料来源：公司审计年报

截至 2015 年底，公司存货为 20.55 亿元，同比增长 38.56%，主要系开发成本增长所致，公司存货中开发产品为 0.93 亿元，开发成本为 19.62 亿元，开发产品是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)和其他项目等，公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产为 43.51 亿元，同比增长 37.50%，主要系可供出售金融资产和在建工程增长所致，其中可供出售金融资产占比 37.99%、固定资产占比 5.91%、在建工程占比 33.50%、无形资产占比 20.58%。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 16.53 亿元，同比增长 159.30%，主要系公司 2015 年对扬州易盛德产业发展有限公司新增 10 亿元股权投资所致；公司对扬州易盛德产业发展有限公司的总投资为 10.18 亿元，对扬州新盛置业有限公司的总投资为 0.19 亿元，对扬州新韵置业发展有限责任公司的总投资为 5.00 亿元，对扬州市交通产业集团有限责任公司的总投资为 0.16 亿元。

截至 2015 年底，公司固定资产为 2.57 亿元，同比下降 0.87%，主要是由房屋及建筑物组成，累计计提折旧 0.66 亿元。

截至 2015 年底，公司在建工程为 14.58 亿元，同比增长 15.77%，主要为商务行政区一期、体育场、国展中心二期、会展三期和会展酒店等项目，由于在建工程在 2015 年底无迹象表明发生减值，公司未计提在建工程减值准备。

截至 2015 年底，公司无形资产为 8.96 亿元，同比下降 1.92%，主要为土地使用权，累计摊销 1.23 亿元，公司无形资产无迹象表明发生减值，故未计提减值准备。

截至 2016 年 3 月底，公司资产规模合计 138.56 亿元，较 2015 年底略有增长，其中流动资产占比 69.79%，非流动资产占比 30.21%，公司资产结构较 2015 年底变化较小。

总体看，跟踪期内，公司资产仍以流动资产为主，公司应收账款和其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用，存货主要为代建项目，公司资产流动性偏弱；无形资产和在建工程占比较高，受房地产市场以及政府回购效率影响，公司资产质量一般。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 54.30 亿元，同比增长 1.60%，主要由实收资本（占 20.07%）、资本公积（占 58.18%）和未分配利润（占 19.55%）构成。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 54.33 亿元，较 2015 年底略有增长，其中实收资本占比 20.06%，资本公积占比 58.14%，未分配利润占比 19.60%，公司所有者权益结构较 2015 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

截至 2015 年底，公司负债合计 78.28 亿元，同比增长 85.29%，其中流动负债占比 42.00%，非流动负债占比 58.00%，公司非流动负债占比较 2014 年有所下降，但仍以非流动负债为主，债务结构与公司所在行业依然匹配。

截至 2015 年底，公司流动负债为 32.88 亿元，较 2014 年的 9.65 亿元大幅增长，主要系短期借款、应付票据以及一年内到期的非流动负债增长所致，其中短期借款占比 15.21%，应付票据占比 12.93%，其他应付款占比 15.68%，一年内到期的非流动负债占比 45.45%。

截至 2015 年底，公司短期借款为 5.00 亿元，全部为信用借款；公司应付票据为 4.25 亿元，全部为银行承兑汇票；公司应付账款为 0.34 亿元，主要为未付的工程款项。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 5.16 亿元，同比增长 101.49%，主要系新增扬州恒盛城镇建设有限公司的往来款所致，从账龄上看，1 年以内的占比 97.08%，1-2 年的占比

0.91%，2-3 年的占比 2.01%，整体账龄偏短；从集中度看，应付扬州恒盛城镇建设有限公司 4.31 亿元，应付扬州丰盈房地产开发有限公司 0.30 亿元，集中度较高。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 14.95 亿元，同比增长 187.13%，其中一年内到期的长期借款为 7.85 亿元，一年内到期的长期应付款为 7.10 亿元。

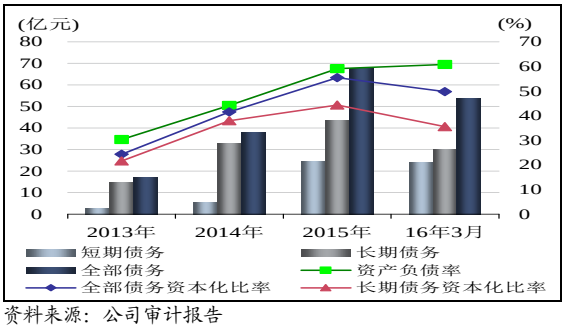
截至 2015 年底，公司非流动负债为 45.41 亿元，同比增长 39.30%，其中长期借款为 24.87 亿元，长期应付款为 20.54 亿元。

截至 2015 年底，公司长期借款为 24.87 亿元，同比增长 30.56%，其中抵押借款 8.70 亿元，保证借款 0.30 亿元，信用借款为 15.87 亿元。

截至 2015 年底，公司长期应付款为 20.54 亿元，同比增长 51.58%，主要系新增扬州恒盛城镇建设有限公司和扬州市生态科技新城管理委员会财政审计局应付款项所致，其中应付母公司扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司 8.10 亿元，应付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 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 2.20 亿元。上述长期应付款除应付扬州恒盛城镇建设有限公司的 4.24 亿元债务是无息债务外，均为有息债务，相应调入长期债务。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 84.23 亿元，较 2015 年底增长 7.59%，其中流动负债占比 40.16%，非流动负债占比 59.84%，债务结构较 2015 年底变化较小。

图 2　2013~2016 年 3 月底公司债务水平



资料来源：公司审计报告

从有息债务规模看，截至 2015 年底，公司全部债务规模为 65.36 亿元，较 2014 年的 37.92 亿元大幅增长，主要系短期债务规模大幅增长所致，其中短期债务占比 37.02%，长期债务占比 62.98%，公司短期债务占比较 2014 年有所增长，但仍以长期债务为主。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 69.99 亿元，其中短期债务占比 34.04%，长期债务占比 65.96%，债务结构较 2015 年底变化较小。

从债务指标看，2015 年底，公司资产负债、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率 59.04%、54.62%和 43.12%，均较 2014 年底大幅增长，公司债务负担大幅增长，整体债务负担偏重。截至 2016 年 3 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 60.79%、56.30%和 45.94%，均较 2015 年底略有增长。

总体看，跟踪期内，公司债务规模大幅提升，整体债务负担偏重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年，公司流动比率和速动比率分别为 270.91%和 208.40%，较 2014 年大幅下降，经营现金流动负债比为 4.05%，较 2014 年大幅下降，主要系流动负债大幅增长以及经营性净现金流大幅下降所致。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 285.90%和 205.28%，较 2015 年底变化不大，现金类资产为 17.16 亿元，对短期债务的覆盖能力偏差，考虑到公司资产流动性偏弱，公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司 EBIITDA 为 1.42 亿元，同比下降 7.81%，全部债务/EBITDA 为 45.99 倍，对全部债务的保障能力较 2014 年大幅下降，主要系公司债务规模大幅增长所致，公司整体偿债压力较大，长期偿债能力较弱，但考虑到政府对公司的支持，公司实际长期偿债能力一般。

截至 2016 年 5 月 19 日，公司对外担保合

计 46.00 亿元，担保余额为 20.50 亿元，较 2014 年大幅增长，其中对母公司扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司担保 8.00 亿元，担保余额为 8.00 亿元；对扬州易盛德产业发展有限公司担保 32.50 亿元，其中 25 亿元为公司 2016 年新增担保，目前银行放款 4.00 亿元，尚有 21.00 亿元未贷给该企业，目前公司实际担保余额为 11.50 亿元；对扬州润泰投资有限公司担保 5000 万元，担保余额为 5000 万元；对扬州自在岛实业有限公司担保 5.00 亿元，其中 4.50 亿元于 2016 年 4 月 28 日提前偿还，担保余额为 0.50 亿元。以 2015 年底所有者权益计算，公司担保比率为 37.75%，但考虑到银行给扬州易盛德产业发展有限公司放款的时间具有不确定性，未来随着 21 亿元的贷款资金到位，公司担保余额将快速上升，公司担保比率将大幅增长。被担保公司扬州易盛德产业发展有限公司为新城西区管委会下面另一家基础设施建设主体，公司高管人员也在该公司担任职位；扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司为扬州市主要基础设施建设主体，上述两家公司均为扬州市平台企业，得到政府一定的支持，目前经营状况稳定。整体看，公司对外担保比率高，公司有一定或有负债风险。

截至 2015 年底，公司共获得银行授信额度 57.60 亿元，已使用 25.80 亿元，未使用授信额度 31.80 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

5．债券偿还分析

（1） 债券概况

公司于2015年5月4日发行了人民币为5亿元的中期票据（以下简称“15新盛投发MTN001”），期限3年，票面利率5.39%，按年付息，到期一次还本。该债券无担保。

公司于2015年12月3日发行了人民币为5亿元的中期票据（以下简称“15新盛投发MTN002”），期限3年，票面利率为4.34%，按年付息，到期一次还本。该债券无担保。

（2） 债券投资项目进展情况

2015年4月14日经中国银行间市场交易商协会注册，公司于注册有效期内分期发行待偿还余额不超过10亿元的中期票据。第一期中期票据“15新盛投发MTN001”募集资金5亿元，原计划2亿元用于扬州国际会展中心项目，3亿元用于新城西区会展配套酒店（洲际假日酒店）项目，募集资金5亿元已于5月6日到位，资金到位后全部按照规定用途规范使用，资金100%用于公司“扬州国际会展中心三期”和“新城西区会展配套酒店（洲际假日酒店）”项目的资金需求。第二期中期票据“15新盛投发MTN002”募集资金5亿元，原计划2亿元用于“扬州国际会展中心三期”项目，3亿元用于“新城西区商务中心二期”，募集资金于2015年12月3日到位，截至2016年4月30日，已使用4.80亿元募集资金，均按照原计划使用。

（3） 偿债保证能力分析

2015 年，公司 EBITDA 为 1.42 亿元，均为“15 新盛投发 MTN001”和“15 新盛投发 MTN002”的 0.28 倍，公司经营活动现金流入量为 12.51 亿元，均为“15 新盛投发 MTN001”和“15 新盛投发 MTN002”的 2.50 倍，经营活动产生的净现金流为 1.33 亿元，均为“15 新盛投发 MTN001”和“15 新盛投发 MTN002”的 0.27 倍，公司经营活动现金流入量对债券的覆盖程度尚可，考虑到公司“15 新盛投发 MTN001”和“15 新盛投发 MTN002”均为 2015 年发行，公司 2018 年将集中偿付 10 亿元本金，公司 2015 年 EBITDA 为集中偿付本金的 0.14 倍，经营活动现金流入为集中偿付本金的 1.25 倍，经营活动净现金流为集中偿付本金的 0.13 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对上述两期中期票据的覆盖能力一般，经营活动净现金流和 EBITDA 对两期中期票据的保障能力较弱，但考虑到政府对公司的持续支持，公司对上述两期中期票据的偿付能力将显著提升。

6．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（信用机构代码：G1032100100081430P），截至 2016 年 5 月 19 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，但有 3 笔已结清关注类贷款，其中一笔 371.07 万元的中国银行扬州分行营业部贷款为扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司委托该行发放的贷款，因账户设置问题，系统未能自动口西，该笔贷款已于 2015 年 3 月 17 日手工结清，根据中国银行扬州分行营业部出具的说明，该笔欠款的发生与公司无关，公司在该行结算正常，借款还本付息情况正常；另两笔关注类贷款为公司 2011 年退出平台类公司后，中国农业银行扬州支行将公司两笔退出平台前的贷款列入关注类贷款，公司均已按期还本付息。

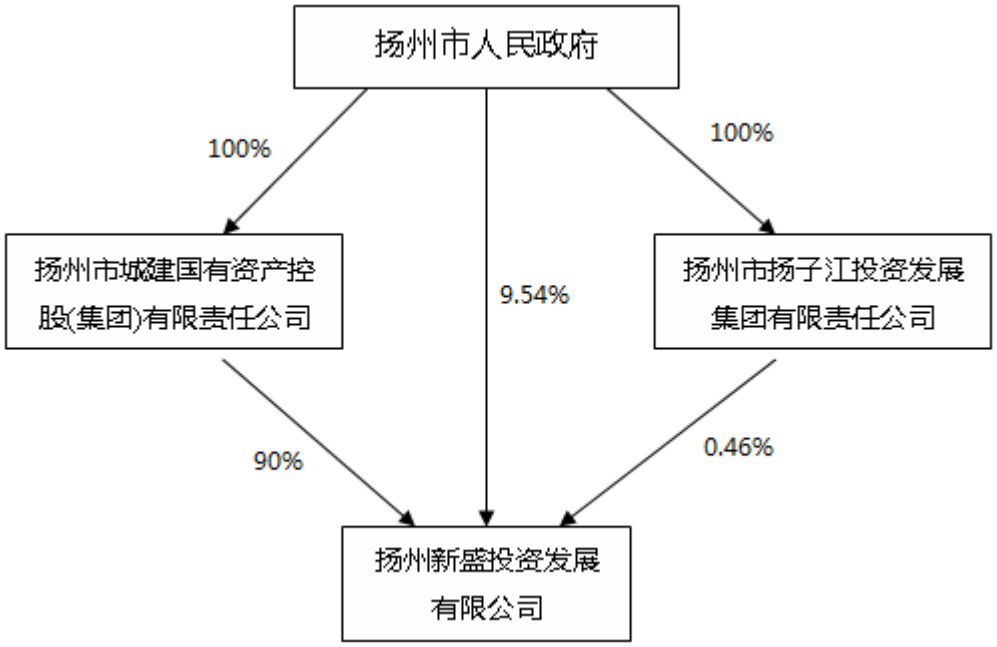
7．抗风险能力

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。

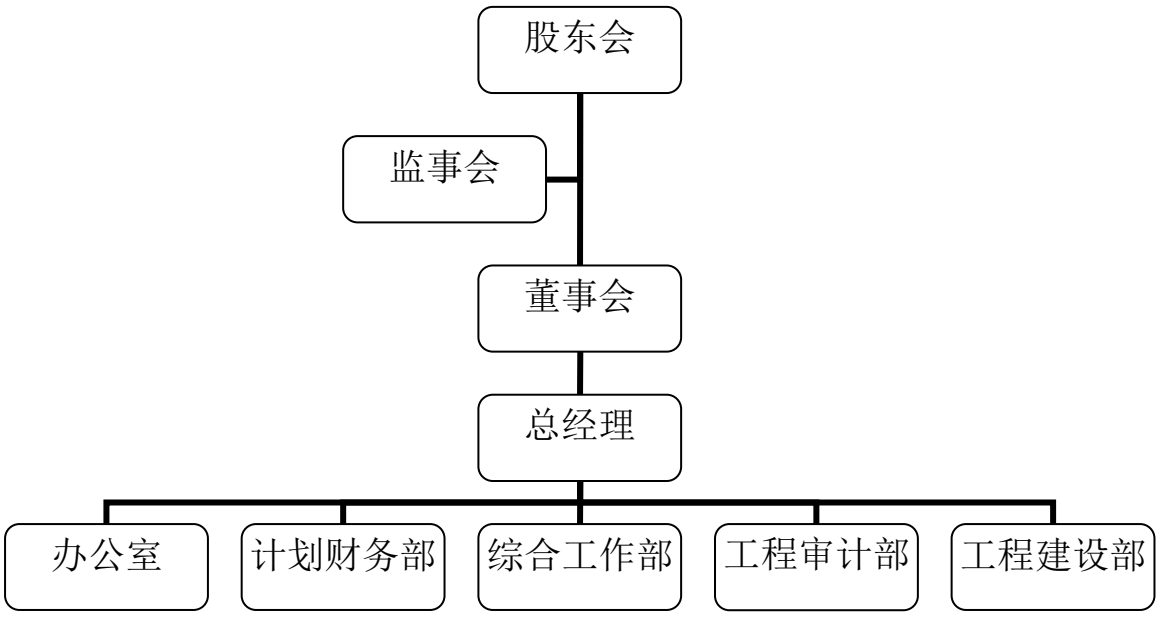
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“15 新盛投发 MTN001”和“15 新盛投发 MTN002”AA 的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构



附件 1-2　公司组织结构



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.62	11.87	13.56	17.16
资产总额(亿元)	75.37	95.70	132.58	138.56
所有者权益(亿元)	52.55	53.45	54.30	54.33
短期债务(亿元)	2.45	5.33	24.20	23.82
长期债务(亿元)	14.45	32.60	41.17	46.17
全部债务(亿元)	16.90	37.92	65.36	69.99
营业收入(亿元)	5.05	5.34	6.43	0.97
利润总额(亿元)	1.08	1.18	1.16	0.04
EBITDA(亿元)	1.49	1.54	1.42	--
经营性净现金流(亿元)	3.39	3.06	1.33	0.52
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.37	1.44	1.33	--
存货周转次数(次)	0.19	0.26	0.29	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.06	--
现金收入比(%)	97.88	100.45	89.87	55.56
营业利润率(%)	21.02	20.33	15.33	1.40
总资本收益率(%)	1.40	1.07	0.71	--
净资产收益率(%)	1.54	1.64	1.57	--
长期债务资本化比率(%)	21.57	37.88	43.12	45.94
全部债务资本化比率(%)	24.33	41.50	54.62	56.30
资产负债率(%)	30.28	44.15	59.04	60.79
流动比率(%)	617.40	663.47	270.91	285.90
速动比率(%)	418.98	509.82	208.40	205.28
经营现金流动负债比(%)	40.49	31.69	4.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.33	24.60	45.99	--

注：公司 2016 年一季度财务数据未经审计；长期应付款中的有息债务调整至长期债务。

附件 3　有关计算指标的计算公式(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	（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%
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%
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
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　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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券信用等级。