信用等级公告

联合[2018]1317 号

联合资信评估有限公司通过对扬州化工产业投资发展有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持扬州化工产业投资发展有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“14 扬化工债/PR 扬化工”、“16 扬州化工 MTN001”和“17 扬化双创债/17 扬化工”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

扬州化工产业投资发展有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 扬化工债/PR 扬化工	4.80 亿元	2021/1/24	AA	AA
16 扬州化工 MTN001	5.00 亿元	2019/4/8	AA	AA
17 扬化双创债/17 扬化工	4.00 亿元	2024/10/9	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产（亿元）	16.79	24.04	8.00	11.41
资产总额(亿元)	198.86	220.37	219.00	215.73
所有者权益(亿元)	80.89	84.49	87.11	88.20
短期债务（亿元）	22.75	25.10	31.25	23.75
长期债务(亿元)	71.70	77.40	65.10	67.24
全部债务(亿元)	94.44	102.51	96.35	90.98
营业收入(亿元)	15.62	15.37	14.60	4.19
利润总额(亿元)	4.36	3.92	3.33	1.10
EBITDA(亿元)	6.16	6.19	5.79	--
经营性净现金流(亿元)	4.11	0.71	0.77	0.85
营业利润率(%)	11.72	14.02	17.47	11.92
净资产收益率(%)	4.99	4.26	3.27	--
资产负债率(%)	59.32	61.66	60.22	59.12
全部债务资本化比率(%)	53.86	54.82	52.52	50.78
流动比率(%)	248.51	260.98	242.55	263.38
经营现金流动负债比(%)	9.98	1.35	1.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.26	16.56	16.64	--

注：由于有追溯调整，2016 年数据为 2017 年审计报告年初数据；2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

分析师

喻宙宏　王 治

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

扬州化工产业投资发展有限公司（以下简称“公司”）为扬州化学工业园区基础设施建设及化工产业配套服务投资经营的唯一主体，在扬州化学工业园区内专营优势明显。跟踪期内，扬州市及扬州化工园区经济持续增长，公司业务稳步发展，整体债务负担有所下降，并持续得到财政补贴支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司业务回款较差；应收账款大幅增长，对资金占用大；存货和受限资产占比高，资产流动性偏弱；短期偿债压力加大等不利因素对公司信用水平可能带来的不利影响。随着公司在建项目的推进以及扬州化学工业园的稳步发展，公司未来业务有望稳步发展。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“14扬化工债/PR扬化工”、“16扬州化工MTN001”和“17扬化双创债/17扬化工”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，扬州市经济持续增长，固定资产投资快速增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司为扬州化学工业园区基础设施建设及化工产业配套服务投资经营的唯一主体，在扬州化学工业园区内专营优势明显。跟踪期内，公司持续获得财政补贴。

关注

1. 跟踪期内，公司业务回款较差，应收账款大幅增长，对资金占用大；存货和受限资产占比高，整体资产流动性偏弱。
2. 公司在建及拟建项目未来投资支出大，加上公司偿债高峰来临导致短期偿债压力加大，公司面临较大的融资压力。

3．2018年3月底，公司对外担保规模大，担保比率较高，存在一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由扬州化工产业投资发展有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

扬州化工产业投资发展有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于扬州化工产业投资发展有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化，扬州化工园区管委会代表扬州市政府对公司履行出资人职责，实际控制人仍为扬州化学工业园区管委会。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 17.18 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司内设投资发展部、工程建设部、公用事业部、财务部和综合管理部五个职能部门。2017 年 1 月，公司将子公司江苏旭升石化有限公司（以下简称“旭升石化”）51%股权对外转让，受让方为自然人。2018 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司共 9 家。

截至 2017 年底，公司资产总额 219.00 亿元，所有者权益 87.11 亿元；2017 年公司实现营业收入 14.60 亿元，利润总额 3.33 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 215.73 亿元，所有者权益 88.20 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.19 亿元，利润总额 1.10 亿元。

公司注册地址：仪征市真州镇万年南路9号；法定代表人：陈飞。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评“14扬化工债/PR扬化工”、“16扬州化工MTN001”和“17扬化双创债/17扬化工”尚需偿还债券余额13.80亿元。跟踪期内，“14扬化工债/PR扬化工”已按期还本付息、“16扬州化工MTN001”已按期付息。

截至2018年3月底，“14扬化工债/14扬化工”募集资金8.00亿元已全部使用完毕，募投项目均已完工；“16扬州化工MTN001”募集资金5.00亿元已全部用于偿还银行承兑汇票；“17扬化双创债/17扬化工”募投项目已完成了研发中心研发用房、综合楼的建设，以及项目所需设备的采购，已使用募集资金2.00亿元。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14 扬化工债/PR 扬化工	8.00	4.80	2014/1/24	7 年
16 扬州化工 MTN001	5.00	5.00	2016/4/8	3 年
17 扬化双创债/17 扬化工	4.00	4.00	2017/10/9	7 年
合计	**17.00**	**13.80**	--	--

资料来源：联合资信整理

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各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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

设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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。特别是随着《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

在2014年发布的《43号文》的背景下，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）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表2 2017年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。

2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

公司作为扬州化工园区经营与投资的唯一主体，其项目均在扬州市。公司的经营业务、投资方向直接受扬州市及扬州化工园经济发展影响，并与城市规划密切相关。

跟踪期内，扬州市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持快速增长，公司外部发展环境良好。

根据《2017 年扬州市国民经济和社会发展统计公报》，2017 年扬州市实现地区生产总值 5064.92 亿元，可比价增长 8.0%。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%。三次产业结构由上年的 5.6：49.4：45.0 调整为 5.2：48.9：45.9。全市 2017 年完成固定资产投资 3690.09 亿元，增长 12.2%，其中，工业投资完成 2029.83 亿元，增长 18.4%，工业投资占比达 55%；服务业投资完成 1643.15 亿元，增长 5.5%；房地产投资完成 443.58 亿元，增长 8.1%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司控股股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为扬州化学工业园区管委会。

2. 外部支持

扬州市政府财政实力较强，扬州化学工业园区政府财政实力稳步增强，跟踪期内，公司持续获得财政补贴方面的大力支持。

根据《关于扬州市 2017 年预算执行情况和 2018 年预算草案的报告》，扬州市 2017 年

一般公共预算收入 320.18 亿元，同比下降 7.3%，主要系营改增这一财税体制调整所致，一般公共预算支出 500.59 亿元，扬州市财政自给率为 63.96%，财政自给能力一般。根据扬州化学工业园区财政局提供的财政收入情况表和政府债务表，扬州化学工业园区 2017 年综合财力为 14.80 亿元。其中一般预算收入 10.85 亿元，同比增长 5.98%，占综合财力的比重为 73.27%，扬州化工园区财政收入质量较好。扬州化工园区 2017 年一般预算支出为 9.56 亿元，园区财政自给率为 113.49%，园区财政自给能力好。截至 2017 年底，扬州化工园区政府债务余额 20.16 亿元，政府债务率为 136.10%，园区政府债务负担重。整体看，公司股东对外支持能力较强。

2017 年，公司收到政府补贴 2.08 亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增不良及关注类信贷记录，债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据人民银行基本信用信息报告（信用机构代码为G1032108100041040P），截至2018年5月4日，公司无未结清关注类或不良类信贷记录，存在13笔已结清关注类贷款。根据国家开发银行出具说明文件，主要系公司属于政府融资平台，故当年将其五级分类调整为关注类。公司过往履约情况良好。

截至 2018 年 6 月 14 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司化工项目配套服务业务稳步发展，随着旭升石化股权的对外转让，供热及化工产品业务收入大幅下降，主营业务毛利率有所回升。

2017 年，公司实现主营业务收入 14.34 亿元，同比下降 5.22%，主要系供热及化工产品销售收入大幅下降。其中化工项目配套服务收入 13.29 亿元，同比增长 26.21%，主要系 2017 年公司结算项目规模增长；供热及化工产品销售收入 1.05 亿元，同比下降 77.17%，主要系公司将旭升石化股权对外转让后公司化工产品销售收入大幅下降。毛利率方面，2017 年公司整体业务毛利率为 17.84%，较 2016 年有所增长，主要系毛利率较低的化工产品销售业务收入大幅下降所致。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 4.19 亿元，相当于 2017 年全年的 29.25%，整体业务毛利率为 11.98%，较 2017 年有所下滑。

表 3　2016~2018 年 3 月公司主营业务收入变动情况　（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年			2018年1~3月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
化工项目配套服务	105288.20	69.59	21.57	132901.37	92.68	20.95	38567.62	92.00	15.53
供热及化工产品销售	46007.40	30.41	4.59	10504.47	7.32	-21.62	3355.64	8.00	-28.83
合计	**151295.60**	**100.00**	**16.41**	**143405.84**	**100.00**	**17.84**	**41923.26**	**100.00**	**11.98**

注：公司 2016 年化工项目配套服务业务毛利率为 2017 年审计报告追溯调整后的上一年数据；
资料来源：公司审计报告。

1. 化工项目配套服务

跟踪期内，公司化工项目配套服务业务稳步发展，在建项目稳步推进，业务模式与盈利水平未发生显著变化，业务回款较差；公司在建及拟建项目未来投资规模较大，公司有一定的资金压力。

公司化工项目配套服务包括基础设施建设和安置房建设。2012 年 8 月，公司与扬州市财政局、扬州化工园区管委会财政局签署了相关框架性协议，公司 2012 年 8 月之后新建项目（基础设施建设和安置工程建设）由两级财政提供资金支持，该部分资金由扬州市财政局与园区管委会财政局各支付 50%。业务模式方面，扬州化工园区管委会委托公司进行项目建设，每年按项目完工进度和扬州化工园区管委会以及扬州市财政局进行结算，结算按项目总成本加成一定比例收益（一般比例不低于 10%），具体收益比例根据项目协调难度和政府财政能力确定。

跟踪期内，公司基础设施建设和安置房建设业务收入确认方法和账务处理方式无变化，项目实际回款存在波动。

2017 年，公司化工项目配套服务确认收入 13.29 亿元，全年收到政府回款 4.44 亿元，未收到款项计入“应收账款”；业务毛利率为 20.95%，较 2016 年的 21.57%略有下降。2018 年 1~3 月，公司化工项目配套服务确认收入 3.86 亿元，实际收到回款 0.60 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建及拟建的基础设施项目和安置房项目情况见下表，项目总投资 50.84 亿元，已完成投资 11.40 亿元，公司未来投资规模较大，有一定的资金压力。

表 4 截至 2018 年 3 月底公司在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资金额	项目状态	2018 年 3 月底完成投资	2018 年计划投资
扬州化工园区边界及边界外 500 米范围内民房搬迁	180000.00	在建	60000.00	120000.00
G 地块公共配套设施工程项目	6300.00	在建	2000.00	4300.00
扬州化学工业园区供热管网工程	93000.00	在建	25000.00	28000.00
奥克路北延	5600.00	在建	2000.00	3600.00
古湄家苑安置小区 B 区	143885.00	在建	25000.00	40000.00
扬州化工园消防特勤楼污水管道工程	74.76	拟建	--	74.76
弘桥路（万年大道—西园路）	1100.00	拟建	--	1100.00
古湄家苑 B 区供电线路改线	1200.00	拟建	--	1200.00
横二排水沟水系整治、中排泵站工程	240.00	拟建	--	240.00
青山污水处理厂二期改造工程	5000.00	拟建	--	5000.00
沿江安置房三期工程	72000.00	拟建	0	5000.00
合计	**508399.76**	--	**114000.00**	**208514.76**

资料来源：公司提供

2. 供热及化工产品销售

跟踪期内，公司不再产生化工产品销售收入，供热收入由化工项目配套服务板块调入此板块归类，业务结构有所变化。

2017 年 1 月，公司按原价将子公司旭升石化股权全部对外转让，受让方为自然人，公司不再产生化工产品销售收入。

公司供热业务主要由子公司扬州化工产业园华煦供热有限公司（以下简称“华煦供热”）负责和扬州华昇能源有限公司（以下简称“华昇能源”）负责。华煦供热于 2013 年 3 月登记设立，注册资本 1.6 亿元，主营热水（非饮用水）、蒸汽生产、销售等业务。目前已经建设两台 220T/H 高压（饱和）蒸汽锅炉，2015 年 5 月投入试生产，2016 年两台锅炉开工率不足 30%，2017 年华煦供热开工率只有 20%，

实现销售收入 8882 万元，净利润-5392.54 万元，亏损的主要原因是下游重点客户因项目建设进度原因造成公司产能利用率不足。2017 年华昇能源实现营业收入 1813.86 万元，净利润 4.13 万元。

3. 其他业务

跟踪期内，公司其他业务板块稳步发展。

公司其他业务主要为通过向园区内企业收取租金、管理费用等方式提供的各类生产、配套性质的服务业务，目前主要包括公共管廊管位出租和房屋租赁（包括大楼、车库和安置小区的物业出租）等经营性项目的收入。

公司公共管廊业务由下属子公司扬州化工产业园公共管廊有限公司（以下简称“管廊公司”）负责运营。管廊建成后，管廊公司通过向园区内化工企业出租管廊架的管位（管廊架内的管道由园区内的企业根据需要自行修建、维护和保养，并对管道的安全检查负责，管道产权属于园区企业所有），以收取管位出租费用实现营业收入。

表 5 2017 年公共管廊主要客户及租金收入明细表

企业名称	租赁面积（平方米）	租金（万元/年）	租金单价（元/m²·年）
海成化工（扬州）有限公司	6620.50	211.86	320
扬州恒泰燃气有限公司	2970.50	95.06	320
远东联石化（扬州）有限公司	10921.27	349.48	320
实友化工（扬州）有限公司	13980.10	447.36	320
扬州恒基达鑫国际化工仓储有限公司	3411.90	109.18	320
合计	**37904.27**	**1212.94**	**320**

资料来源：公司提供

公司公共管廊业务共分为三期进行建设和运营。截至 2018 年 3 月底，管廊一期、二期、三期已建成并投入运营。目前，已有包括实友化工、恒基仓储、恒泰燃气等多家公司在管廊架上架设了各类化工物料管线及蒸汽管线。2017 年及 2018 年一季度，管廊公司通过管位出租分别实现营运收入 0.25 亿元和 0.04 亿元。

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，亚太（集团）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的审计结论。2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

2017 年 1 月公司将子公司旭升石化 51%的股权对外转让，2017 年~2018 年 3 月，公司合并范围减少一家子公司。旭升石化 2016 年底资产总计 2.34 亿元，所有者权益合计 0.86 亿元，全年实现营业收入 4.60 亿元，净利润 748 万元，旭升石化股权对外转让对公司财务数据可比性影响较小。由于发现 2016 年度存在多确认营业成本的会计差错，2017 年财务报表对前期差错进行追溯调整，财务分析中 2016 年财务数据采用 2017 年期初数。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模略有减少，应收账款大幅增长，对资金占用大，存货和受限资产占比高，公司资产流动性偏弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 219.00 亿元，同比下降 0.62%，公司流动资产占比有所增长。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	24.03	10.90	8.00	3.65	11.41	5.29
应收账款	18.10	8.21	32.08	14.65	32.43	15.03
存货	68.45	31.06	84.73	38.69	88.92	41.22
其他流动资产	19.48	8.84	17.92	8.18	5.82	2.70
流动资产	**137.56**	**62.42**	**149.15**	**68.10**	**144.86**	**67.15**
投资性房地产	31.36	14.23	31.36	14.32	31.36	14.54
无形资产	22.48	10.20	22.95	10.48	22.90	10.62
非流动资产	**82.81**	**37.58**	**69.85**	**31.90**	**70.87**	**32.85**
资产总额	**220.37**	**100.00**	**219.00**	**100.00**	**215.73**	**100.00**

注：2016年数据为2017年审计报告年初数据；
资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 149.15 亿元，同比增长 8.42%，主要系应收账款和存货大幅增长所致。2017 年底，公司货币资金 8.00 亿元，同比下降 66.71%，其中受限资金 0.59 亿元；公司应收账款 32.08 亿元，同比增长 77.26%，主要系应收扬州化学工业园区管理委员会账款增长，公司应收账款账龄 1 年以内占 47.38%、1~2 年占 6.30%、3 年及以上占 46.32%，公司计提坏账准备 10.06 万元；公司存货 84.73 亿元，同比增长 23.78%，主要系在建工程转入存货 13.40 亿元及项目建设支出增长所致，其中在建开发成本 7.05 亿元、土地开发及配套设施 77.45 亿元；公司其他流动资产 17.92 亿元，同比下降 8.01%，主要为购买的银行理财产品。

2017 年底，公司非流动资产 69.85 亿元，同比下降 15.65%，主要系在建工程大幅下降所致。2017 年底，公司投资性房地产 31.36 亿元，较 2016 年无变化，主要为购入的土地使用权；公司固定资产 6.13 亿元，同比下降 11.73%，主要系计提折旧所致；公司在建工程 2.96 亿元，同比下降 80.95%，主要系 13.27 亿元配套设施工程转入了存货核算，剩余项目主要为液体码头项目、管廊工程和污水处理工程。

2017 年底，公司受限资产账面价值合计 33.44 亿元，其中受限货币资金 0.59 亿元、受限无形资产账面价值 8.56 亿元、受限投资性房地产账面价值 22.87 亿元、受限固定资产账面价值 0.59 亿元、受限存货账面价值 0.84 元，主要为土地对外抵押。

2018 年 3 月底，公司资产总额 215.73 亿元，较 2017 年底下降 1.49%，主要为其他流动资产下降，资产结构较 2017 年底变化较小。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益稳步增长，负债略有下降，流动负债占比有所增长，有一定的短期偿债压力。

2017 年底，公司所有者权益 87.11 亿元，同比增长 3.09%，主要系未分配利润增长。2017 年底和 2018 年 3 月底，公司所有者权益规模与结构基本保持稳定，增长部分主要来自未分配利润，权益稳定性尚可。

2017 年底，公司负债总额 131.89 亿元，同比下降 2.93%，非流动负债占比有所下降，主要系应付债券下降以及一年内到期的非流动负债大幅增长所致。

表7 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.95	5.11	1.65	1.25	2.21	1.73

预收款项	4.61	3.39	8.44	6.40	9.23	7.24
其他应付款	13.68	10.07	13.65	10.35	14.85	11.64
一年内到期的非流动负债	13.36	9.83	28.53	21.63	20.47	16.05
流动负债	**52.71**	**38.79**	**61.49**	**46.62**	**55.00**	**43.13**
长期借款	7.80	5.74	14.95	11.34	15.70	12.31
应付债券	69.60	51.22	50.16	38.03	51.54	40.41
非流动负债	**83.17**	**61.21**	**70.40**	**53.38**	**72.53**	**56.87**
负债总额	**135.88**	**100.00**	**131.89**	**100.00**	**127.53**	**100.00**
实收资本	17.18	20.33	17.18	19.72	17.18	19.48
资本公积	35.89	42.48	35.94	41.26	35.94	40.75
未分配利润	17.48	20.69	19.93	22.88	21.08	23.90
所有者权益合计	**84.49**	**100.00**	**87.11**	**100.00**	**88.20**	**100.00**

注：2016年数据为2017年审计报告年初数据；
资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 61.49 亿元，同比增长 16.66%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债增长所致。2017 年底，公司短期借款 1.65 亿元，同比下降 76.27%；公司预收款项 8.44 亿元，同比增长 82.91%，主要为预收的安置房工程款；公司其他应付款较 2016 年底变化很小，主要应付关联方的往来款及工程款；公司一年内到期的非流动负债 28.53 亿元，同比增长 113.54%，其中一年内到期的应付债券 24.96 亿元。

2017 年底，公司非流动负债 70.40 亿元，同比下降 15.35%，主要系应付债券减少所致。2017 年底，公司长期借款 14.95 亿元，同比增长 91.57%，其中抵押借款 10.48 亿元、保证借款 7.44 亿元、质押借款 0.60 亿元，调入一年内到期的非流动负债核算的长期借款 3.57 亿元；公司应付债券 50.16 亿元，同比下降 27.94%，主要系部分应付债券将于 2018 年偿付，调入一年内到期的非流动负债核算。

2018 年 3 月底，公司负债总额 127.53 亿元，较 2017 年底下降 3.30%，主要系公司偿还了部分到期债券。2018 年 3 月底，公司应付债券为 51.54 亿元，较 2017 年底增长 2.76%，主要系公司 2018 年一季度发行了 3.00 亿元的债权投资计划以及公司于 2018 年一季度偿还“14 扬化工债/PR 扬化工”本金 1.60 亿元所致；公司一年内到期的非流动负债 20.47 亿元，较 2017 年底下降 28.25%。

有息债务方面，将其他非流动负债中的有息债务调入长期债务核算。2017 年底，公司调整后全部债务为 98.05 亿元，同比下降 6.32%，其中短期债务占 31.87%、调整后长期债务占 68.13%，短期债务占比有所增长，随着公司债务规模的下降，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别下降至 60.22%、52.96%和 43.40%。2018 年 3 月底，公司调整后全部债务为 92.68 亿元，较 2017 年底下降 5.47%，公司有息债务继续减少，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别变化为 59.12%、51.24%和 43.87%。公司债务负担略有下降。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司将旭升石化股权全部转让，使得营业收入略有下降，由于旭升石化业务毛利率较低，股权划转后公司营业利润率大幅提升，公司利润对政府补贴依赖性仍然较大，盈利能力偏弱。

2017 年，公司实现营业收入 14.60 亿元，同比下降 5.02%，主要系划转旭升石化所有股权所致；公司营业成本同比下降 6.35%。公司营业利润率由 2016 年的 14.02%上升至 17.47%，主要系旭升石化业务毛利率较低导致

以前年度营业利润率较低。

期间费用方面，2017 年公司期间费用 2.24 亿元，同比增长 12.75%，主要系财务费用增长，公司期间费用占营业收入的比重由 2016 年的 12.94%上升至 15.36%，公司期间费用控制力有所下滑。

2017 年，公司其他收益 1.01 亿元、营业外收入 1.10 亿元，均主要为政府补贴，公司利润总额 3.33 亿元，利润对政府补贴的依赖性较强。

从盈利指标看，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.39%和 3.27%，较 2016 年略有下降，公司盈利能力偏弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.19 亿元，相当于 2017 年全年的 28.73%，营业利润率 11.92%；当期收到的政府补贴 0.60 亿元，利润总额 1.10 亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司项目建设支出大幅下降，政府回款及政府补贴基本能满足经营需要，投资活动现金流小幅净流入，较大规模的偿债导致筹资活动净现金流大幅流出。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2017年，公司经营活动现金流入29.58亿元，同比增长40.48%。其中销售商品、提供劳务收到的现金6.29亿元，同比下降54.91%，考虑到旭升石化出表后的影响，公司全年业务回款较2016年有所下降；收到其他与经营活动有关的现金23.29亿元，主要为公司收到的往来款及政府补贴。2017年，公司经营活动现金流出28.80亿元，同比增长41.60%。其中购买商品、接受劳务支付的现金8.35亿元，同比下降50.71%，公司全年项目建设支出较2016年大幅下降；支付其他与经营活动有关的现金19.67亿元。2017年，公司经营活动现金流净流入0.77亿元，维持流入态势；现金收入比由2016年的90.77%大幅下降至43.09%，公司收入实现质量大幅下滑。

公司投资活动现金流入及流出主要为购买及赎回理财产品产生的现金流入及流出。2017年公司投资活动现金流净流入0.83亿元，主要系净赎回了小部分理财产品所致。

2017年，公司筹资活动现金流入20.20亿元，同比下降46.26%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出30.12亿元，同比增长0.77%，主要为偿还债务支付的现金；公司筹资力度有所减小，加上全年到期债务规模较大，公司筹资活动净现金流由2016年的流入转为大幅流出。

2018年1~3月，公司经营活动现金流净流入0.85亿元；投资活动现金流净流入5.88亿元，主要为理财产品的赎回；筹资活动现金流净流出4.07亿元，延续2017年净流出的态势。

5. 偿债能力

公司短期债务规模较大，有一定的短期偿债压力，由于有息债务规模较大，公司长期偿债能力较弱，但考虑到股东对公司的持续支持，公司整体偿债风险较小。

2017年底，公司流动比率和速动比率分别为242.55%和104.76%，速动比率较2016年底有所下降；公司经营现金流动负债比为1.26%；现金类资产为8.00亿元，短期债务31.25亿元，考虑到公司其他流动资产中有较大规模的银行理财产品可变现偿债，公司仍有一定的短期偿债压力。

2017年，公司EBITDA为5.79亿元，较2016年略有下降，公司调整后全部债务/EBITDA增长至16.93倍，长期偿债能力较弱，但考虑到股东对公司的持续支持，公司整体偿债风险较小。

截至2018年3月底，公司获得银行授信82.45亿元，已使用36.18亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2018年3月底，公司对外担保合计35.65亿元，担保比率40.42%，担保比率较高，

被担保企业主要为仪征市的国有企业，被担保企业目前经营状况正常，公司仍有一定或有负债风险。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额66.80亿元，一年内到期的应付债券合计16.60亿元，偿债高峰即将来临，存续债券有一定的短期偿债压力，未来有一定的集中偿债压力。

截至2018年3月底，公司一年内到期的应付债券合计16.60亿元，2019年为存续债券偿付本金峰值，为28.60亿元。2018年3月底，公司现金类资产11.41亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为29.58亿元、0.77亿元和5.79亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表8　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	16.60
未来待偿债券本金峰值	28.60
现金类资产/一年内到期债券余额	0.69
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.03
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.03
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.20

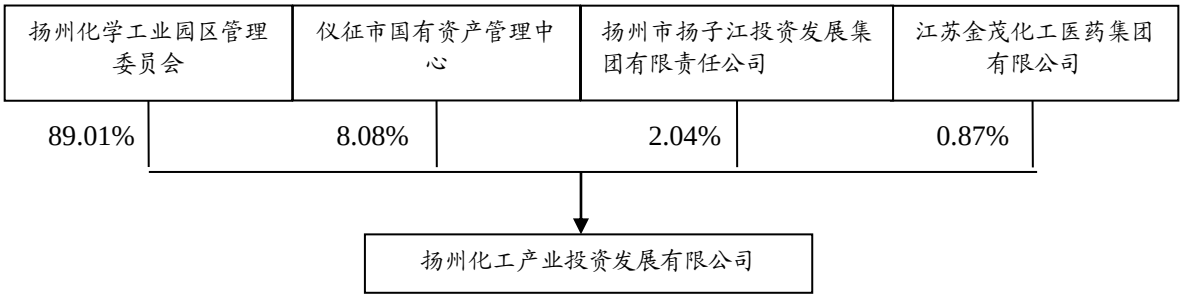
资料来源：联合资信整理

总体看，公司偿债高峰即将来临，存续债券有一定的短期偿债压力，未来有一定的集中偿债压力。

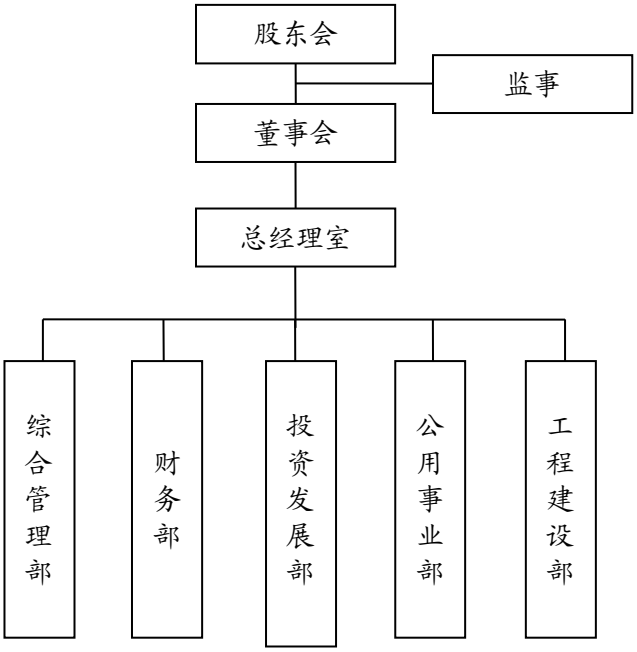
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“14扬化工债/PR扬化工”、“16扬州化工MTN001”和“17扬化双创债/17扬化工”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.79	24.04	8.00	11.41
资产总额(亿元)	198.86	220.37	219.00	215.73
所有者权益(亿元)	80.89	84.49	87.11	88.20
短期债务(亿元)	22.75	25.10	31.25	23.75
长期债务(亿元)	71.70	77.40	65.10	67.24
调整后长期债务(亿元)	73.16	79.56	66.80	68.94
全部债务(亿元)	94.44	102.51	96.35	90.98
调整后全部债务(亿元)	95.90	104.66	98.05	92.68
营业收入(亿元)	15.62	15.37	14.60	4.19
利润总额(亿元)	4.36	3.92	3.33	1.10
EBITDA(亿元)	6.16	6.19	5.79	--
经营性净现金流(亿元)	4.11	0.71	0.77	0.85
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.17	0.93	0.58	--
存货周转次数(次)	0.35	0.23	0.15	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.07	0.07	--
现金收入比(%)	62.11	90.77	43.09	45.69
营业利润率(%)	11.72	14.02	17.47	11.92
总资本收益率(%)	2.97	2.73	2.39	--
净资产收益率(%)	4.99	4.26	3.27	--
长期债务资本化比率(%)	46.99	47.81	42.77	43.26
全部债务资本化比率(%)	53.86	54.82	52.52	50.78
调整后全部债务资本化比率(%)	54.24	55.33	52.96	51.24
资产负债率(%)	59.32	61.66	60.22	59.12
流动比率(%)	248.51	260.98	242.55	263.38
速动比率(%)	149.50	131.11	104.76	101.71
经营现金流动负债比(%)	9.98	1.35	1.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.26	16.56	16.64	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	15.58	16.91	16.93	--

注：由于有追溯调整，2016 年数据为 2017 年审计报告年初数据；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务+其他非流动负债中有息债务；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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	
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

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　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 4-3　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。