

跟踪评级公告

联合[2014] 1560号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持扬州经济技术开发区开发总公司主体长期信用等级为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。



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: 2014 年 8 月 5 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	11.39	22.25	27.54
资产总额(亿元)	178.99	230.17	300.02
所有者权益合计(亿元)	75.99	97.83	122.35
长期债务(亿元)	42.18	55.52	68.63
全部债务(亿元)	65.42	105.81	131.00
营业收入(亿元)	9.62	18.15	20.63
利润总额(亿元)	2.39	2.45	3.32
EBITDA(亿元)	3.23	2.81	3.93
经营性净现金流(亿元)	-20.77	-23.07	-13.41
营业利润率(%)	12.09	4.29	6.02
净资产收益率(%)	2.25	1.85	2.06
资产负债率(%)	57.54	57.50	59.22
全部债务资本化比率(%)	46.26	51.96	51.71
流动比率(%)	262.82	255.02	223.31
全部债务/EBITDA(倍)	20.28	37.69	33.31
经营现金流流动负债比(%)	-34.15	-30.04	-12.29

分析师

霍焰 唐静
 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、回购款返还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一般、债务规模持续快速扩大及未来投资压力大等因素对公司偿债能力带来的负面影响。

“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2014年6月底,偿债准备基金账户回款情况良好。公司于2014年5月按时偿付“09扬州开发债”当年应付本息。

综上所述,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,并维持“09扬州开发债”AA 的信用等级。

优势

- 跟踪期内,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。
- 跟踪期内,公司在资金注入、回购款返还及财政补贴等方面继续获得经开区政府的大力支持。
- 跟踪期内,公司资产规模增长较快,收入有所增长。
- 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2014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”2014 年应偿付本息的兑付。

关注

1. 跟踪期内，公司存货、预付款项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，对资产流动性产生一定影响。
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. 公司在建及拟建项目投资规模大，未来面临一定投资压力。
4. 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相关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”）出资。公司经过数次增资后，截至2013年底，公司注册资本增至110.13亿元，实收资本110.13亿元。

跟踪期内，公司继续保持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2013年底，公司合并资产总额为300.02亿元，所有者权益（其中少数股东权益0.60亿元）为122.35亿元。2013年，公司实现营业收入20.63亿元，利润总额3.32亿元。

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

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现

利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25

日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办

理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013 年全年，全国固定资产投资总额完成 44.71 万亿元，比上年增长 19.3%，扣除价格因素，实际增长 18.9%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 0.92 万亿元，比上年增长 32.5%；第二产业投资 18.48 万亿元，增长 17.4%；第三产业投资 24.25 万亿元，增长 21.0%。2013 年全年房地产开发投资 8.60 万亿元，比上年增长 19.8%，其中，住宅投资 5.90 万亿元，增长 19.4%，办公楼投资 0.47 万亿元，增长 38.2%；商业营业用房投资 1.19 万亿元，增长 28.3%；全年新开工建设城镇保障性安居工程住房 666 万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房 544 万套。

截至 2013 年，中国城镇化率为 53.73%，较上年提高 1.16 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。根据《国家新型城镇化规划（2014-2020 年）》，中国城镇化建设的指导思想是，紧紧围绕全面提高城镇化质量，加快转变城镇化发展方式，以人的城镇化为核心，有序推进农业转移人口市民化；以城市群为主体形态，推动大中小城市和小城镇协调发展；以综合承载能力为支撑，提升城市可持续发展水平；以体制机制创新为保障，通过改革释放城镇化发展潜力，走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的特色新型城镇化道路，促进经济转型升级和社会和谐进步，为全面建成小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的中国梦奠定坚实基础。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

2. 区域经济和财政实力

扬州市

根据《2013 年扬州市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2013 年，扬州市实现地区生产总值 3252.01 亿元，按可比价计算，比上年增长 12%，连续十一年保持两位数增长，其中，第一产业增加值 224.47 亿元，增长 4.6%；第二产业增加值 1693.7 亿元，增长 12.3%；第三产业增加值 1333.84 亿元，增长 12.7%。人均地区生产总值 72774 元，增长 11.9%，按美元汇率折算，为 11751 美元。产业结构不断优化，三次产业结构由上年的 7.0: 53.0: 40.0 调整为 6.9: 52.1: 41.0。全市完成固定资产投资 2025.2 亿元，增长 20.3%，其中，建设项目完成投资 1709.3 亿元，增长 17.5%；房地产开发完成投资 315.9 亿元，增长 34.0%。从三大产业来看，第一产业投资 26.6 亿元，增长 49.7%；第二产业投资 1146.9 亿元，增长 14.5%；第三产业投资 851.7 亿元，增长 27.7%。随着经济的较快增长，2013 年，扬州市财政收入加速增长。当年扬州市财政总收入 660.30 亿元，同比增长 19.1%，增速较上年提高 8.4 个百分点；其中，公共财政预算收入为 259.26 亿元，同比增长 15.2%，其中，税收收入 212.75 亿元，增长 17.8%，占公共财政预算收入比重为 82.1%

扬州经开区

2013 年，扬州经开区完成地区生产总值 438 亿元，同比增长 12.6%；完成工业总产值 3276.91 亿元，同比增长 28.00%。2013 年，扬州经开区地方财政总收入 63.07 亿元，同比增长 10.02%，增速较上年放缓 1.83 个百分点；其中公共财政预算收入 26.84 亿元，同比增长 15.91%，增速较上年大幅提高 12.03 个百分点。2013 年，扬州经开区公共财政预算收入中，税收收入和非税收收入均有明显增长，分别为 21.62 亿元和 5.22 亿元，同比分别增长 16.61% 和 13.09%。2013 年，基金预算收入 20.15 亿元，同比增长 2.56%。

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 2013 年底，公司注册资本增至 110.13 亿元，实收资本 110.13 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。

2013 年 3 月，根据扬开管复[2013]3 号文，经开区管委会以货币资金为公司增资 10.00 亿元，当年 10 月，根据扬开管复[2013]8 号文，公司以 46.13 亿元资本公积转增资本，相应公司实收资本增长至 110.13 亿元。实收资本已经扬州德诚联合会计师事务所验证，并分别于 2013 年 3 月 28 日和 2013 年 11 月 25 日出具扬德诚（2013）验 234 号和扬德诚（2013）验 893 号验资报告。

根据经开区财政局《关于同意将财政拨款列入资本公积的通知》，经开区财政局以货币资金向公司注入 12.00 亿元，计入资本公积，相应吸收投资收到的现金科目反映。

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 3.05 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

2013 年，公司主营业务收入 20.57 亿元，同比增长 13.64%，增长主要由于当年公司实现房屋开发板块收入 1.74 亿元。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 16.79 亿元，同比小幅增长 4.59%，占主营业务收入比重为 81.65%，公司主业突出。公司电、蒸汽业务收入 2.03 亿元，与上年基本持平。

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 15.28%，较上年增长显著，主要是由于煤炭价格下降所致；房屋开发板块毛利率较高，为 17.44%。综合各业务板块毛利率有所提升，公司整体毛利率为 9.04%，同比增长 2.01 个百分点。

表1 公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2012 年			2013 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发及基建	160569.14	88.72	7.41	167945.02	81.65	7.41
电、蒸汽	20423.98	11.28	4.02	20299.48	9.87	15.28
房屋开发	-	-	-	17437.34	8.48	17.44
合计	180993.13	100.00	7.03	205681.85	100.00	9.04

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。

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。2013年，公司运作的拆迁土地主要集中在施桥、八里及扬子津片区。上述三个区域拆迁总户数合计429户，其中住宅386户，非住宅43户。2013年，公司支付拆迁补偿金额合计2.50亿元，当年确认收入2.70亿元，并由经开区管委会于当年内完成支付（在销售商品提高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已完工交付项目建设成本加成8%计算。2013年，公司共新建、改造道路7条，总长度9.8公里；安置小区交付分配43万平方米，开工建设15万平方米；新增、提升城市绿化面积55.77万平方米；铺设综合管道49公里；完成杆（管）线迁移22公里。2013年，公司基础设施建设投入合计16.83亿元，确认收入14.09亿元，获得经开区管委会回购资金10.88亿元（在销售商品提高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。

公司拟建项目主要包含扬子新苑D区、镇北花园二期、滨江西苑拆迁安置区等多个项目，预计总投资41.20亿元，2014年及2015年计划投资分别为10.38亿元和6.35亿元。

2. 房屋开发

公司房屋开发业务有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。2013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。截至2013年底均已完工并实现销售，其中润园一期及二期累计实现预售收入4.11亿元，销售率为93.59%；润园三期累计实现预售收入0.86亿元，销售率为

52.77%。2013年，九龙湾置业启动了九龙湾树人园项目，该项目分两期开发，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，建筑面积12.2万平方米，已于2013年7月开工，总投资6.48亿元，截至2013年底已投入1.85亿元，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2013年底已投入前期资金0.81亿元。

2013年，该业务板块实现销售收入1.74亿元，毛利率为17.44%。

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。2013年，威亨热电共发电1.47亿度，上网电量1.14亿度，热用户190家，热网管线90公里，供热量87万吨。随着煤炭价格持续回落，2013年电、蒸汽业务的毛利率由上年的4.02%大幅提高至15.28%，当年实现销售收入2.03亿元。

总体看，跟踪期内，随着经开区经济建设的持续发展，公司承接各类项目规模不断扩大，主营业务收入有所增长，收入结构保持稳定。联合资信同时关注到，公司土地开发和基础设施建设业务资金回笼受政府回购款支付进度影响较大，且公司在建及拟建项目投资规模大，未来将面临一定投资压力。

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2011年底，扬州经开区新光源产业园基础设施建设项目竣工，“09扬州开发债”中7亿元配套项目资金也已经全部投放到位。

九、财务分析

公司提供的 2011~2013 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，并出具了标准无保留意见的审计报告。

跟踪期内，公司财务报表报表合并范围无变化。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 300.02 亿元，所有者权益（其中少数股东权益 0.60 亿元）为 122.35 亿元。2013 年，公司实现营业收入 20.63 亿元，利润总额 3.32 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，公司主营业务收入 20.57 亿元，同比增长 13.64%，增长主要由于当年公司新增房屋开发板块收入 1.74 亿元。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 16.79 亿元，同比小幅增长 4.59%，占主营业务收入比重为 81.65%，公司主业突出。公司电、蒸汽业务收入 2.03 亿元，与上年基本持平。

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 15.28%，较上年增长显著，主要是由于煤炭价格下降所致；房屋开发板块毛利率较高，为 17.44%。综合各业务板块毛利率有所提升，公司整体毛利率为 9.04%，同比增长 2.01 个百分点。

2013 年，公司期间费用为 0.97 亿元，同比增长 75.46%，主要来自管理费用增长。受大量利息资本化的影响，公司财务费用增长幅度较小，2013 年为 0.14 亿元。公司期间费用率由上年的 3.06% 增长至 4.72%。

2013 年，公司实现营业利润 0.30 亿元，获得政府财政补贴收入 3.05 亿元，公司实现利润总额和净利润分别为 3.32 亿元和 2.52 亿元，同比分别增长 35.45% 和 39.16%。

从主要盈利指标看，2013 年，公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率较上年均有不同程度的提高，分别为 6.02%、1.03% 和 2.06%。

总体来看，跟踪期内，伴随公司业务规模的扩大，公司盈利能力有所增强，但受限于公司业务特点，公司盈利能力仍偏弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013 年，由于公司获得政府回购款的大幅增长及房地产业务预收房款形成的现金流入，公司销售商品提供劳务收到的现金为 21.97 亿元，同比大幅增加 17.27 亿元；公司收到其他与经营活动有关的现金 26.45 亿元，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 48.42 亿元。伴随公司项目投入规模的扩大，公司购买商品接受劳务支付的现金保持较大规模且增长迅速，2013 年为 41.59 亿元，同比增长 50.79%；公司支付其他与经营活动有关的现金为 18.91 亿元，主要为各类往来款 18.65 亿元。公司经营活动产生的现金流量净额为 -13.41 亿元。2013 年，公司现金收入比为 106.50%，受益于政府项目回购款到位情况的改善，公司收现质量显著提升。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入为 8.99 亿元，主要来自处置部分股权投资而形成的收回投资收到的现金；投资活动现金流出为 26.67 亿元，主要为因大规模购置土地使用权而支付的现金；公司投资活动产生的现金流量净额为 -17.68 亿元。

为满足大规模经营建设投入及土地资产购置，跟踪期内，公司继续加大外部融资力度，2013 年，公司筹资活动现金流入 88.00 亿元，其中取得借款收到的现金 64.55 亿元，同时，经开区政府对公司保持较大力度的资金支持，年内两次资金注入合计 22.00 亿元；公司筹资活动现金流出 49.96 亿元，其中偿还债务支付的现金 40.27 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 9.59 亿元。公司筹资活动产生的现金流量净额为 38.04 亿元。

总体来看，伴随经开区土地开发及基础设施建设项目的大规模推进，公司承接项目建设投入增长迅速，经营性现金流继续表现为净流

出；公司收现质量显著改善；公司投资规模大，主要依赖外部融资满足资金需求，未来仍将面临一定融资压力。

3. 资本及债务结构

资产质量

截至 2013 年底，公司资产总额 300.02 亿元，同比增长 30.35%，其中流动资产占比为 81.17%，非流动资产占比为 18.83%，资产构成较上年变化不大。

截至 2013 年底，公司流动资产为 243.52 亿元，同比增长 24.30%，增长主要来自货币资金、预付账款和其他应收款。

截至 2013 年底，公司货币资金 27.54 亿元，同比增长 33.45%，其中银行存款 24.84 亿元，其他货币资金 2.70 亿元。

截至 2013 年底，公司预付款项 64.59 亿元，同比增长 49.28%，增长主要来自预付拆迁款、项目回购款及工程款等。其中 1 年以内的预付款项占比为 71.48%，主要为预付经开区益民房屋拆迁安置有限公司的拆迁款 24.11 亿元（总额为 27.61 亿元）、预付经开区拆迁安置管理办公室的拆迁款 11.17 亿元（总额为 20.55 亿元）及预付经开区园区发展中心的回购款 6.02 亿元（总额为 6.17 亿元）等。

截至 2013 年底，公司其他应收款 58.56 亿元，同比增长 47.60%，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希捷科技有限公司的往来款。公司其他应收款前 5 名债务人合计欠款为 43.43 亿元，占比为 74.05%。其中公司应收保定天威集团有限公司 4.00 亿元，账龄在 3 年以上，根据经开区管委会于 2012 年 12 月 31 日出具的《关于保定天威集团有限公司欠款偿还问题的函》，经开区管委会承诺，如保定天威集团有限公司无法偿还上述款项时，由经开区管委会全额偿还。因此，公司未对该笔款项计提坏账准备。

表 2 2013 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	170401.72	29.05	往来款
扬州恒基大通广电有限公司	121469.36	20.71	往来款
扬州希捷科技有限公司	76046.82	12.97	往来款
保定天威集团有限公司	40000.00	6.82	往来款
扬州市华恒建设投资有限公司	26413.46	4.50	往来款
合计	434331.36	74.05	--

资料来源：公司审计报告

注：对经开区财政局应收款中 1.20 亿元期限为 1~2 年，对保定天威集团有限公司应收款 4.00 亿元期限为 3 年以上，上表中其余款项期限均为 1 年以内。

截至 2013 年底，公司存货 82.36 亿元，同比增长 5.45%，主要由待开发土地 49.82 亿元及开发成本 31.72 亿元组成。公司存货中共有 27 宗土地用于抵押，合计面积 226.92 万平方米，账面价值合计 47.87 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 2013 年底，公司非流动资产 56.51 亿元，同比增长 64.91%，主要来自无形资产增长。截至 2013 年底，公司无形资产 42.34 亿元，均为土地使用权，同比增长 111.08%，增长主要系公司当年购置土地使用权（通过招拍挂程序，均办理了土地使用权证），合计价值 22.55 亿元。公司无形资产中共 16 宗土地用于抵押，合计面积 59.21 万平方米，账面价值合计 17.70 亿元。

总体看，跟踪期内，公司资产规模增长较快，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，对资产流动性产生一定影响。公司资产质量一般。

负债及所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益 122.35 亿元，同比增长 25.06%，增长主要系 2013 年 3 月，根据扬开管复[2013]3 号文，经开区管委会以货币资金为公司增资 10.00 亿元，当年 10 月，根据扬开管复[2013]8 号文，公司以 46.13 亿元资本公积转增资本，相应公司实收资本增长至 110.13 亿元；此外，根据经开区财政局《关于

同意将财政拨款列入资本公积的通知》，经开区财政局以货币资金向公司注入 12.00 亿元，计入资本公积，截至 2013 年底，公司资本公积 1.86 亿元，同比下降 94.82%。

截至 2013 年底，公司所有者权益中实收资本占 90.02%，资本公积占 1.52%，盈余公积占 0.96%，未分配利润和少数股东权益分别占 7.01% 和 0.49%。总体看，公司所有者权益稳定性好。

截至 2013 年底，公司负债总额 177.68 亿元，同比增长 34.26%，其中流动负债占比 61.37%，非流动负债占比 38.63%，负债结构较上年变化不大。

截至 2013 年底，公司流动负债 109.05 亿元，同比增长 41.95%，主要系其他应付款及一年内到期的非流动负债增长。截至 2013 年底，公司其他应付款 38.99 亿元，同比增长 108.44%，主要系公司资金往来增长所致，其中应付扬州绿色产业投资发展控股（集团）有限公司、扬州睿拓城镇化发展有限公司、扬州通达水务有限公司往来款分别为 7.51 亿元、4.53 亿元和 3.00 亿元。公司其他应付款中账龄在 1 年以内的占比为 80.14%。截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债 28.61 亿元，同比增长 106.60，其中一年内到期的长期借款 25.01 亿元，一年内到期的应付债券 3.60 亿元（“09 扬州开发债”第一期分期偿还额 1.60 亿元及“11 扬州开发债”第一期分期偿还额 2.00 亿元）。

截至 2013 年底，公司非流动负债 68.63 亿元，同比增长 34.26%，其中长期借款 52.73 亿元，同比增长 40.53%，主要包含抵押借款 28.55 亿元、抵押/保证借款 12.40 亿元、抵押/质押借款 5.25 亿元等；公司应付债券 15.90 亿元，同比下降 11.67%，其中“09 扬州开发债”发行额度 8.00 亿元、“11 扬州开发债”发行额度 10.00 亿元及“13 威亨债”1.50 亿元（公司子公司扬州威亨热电有限公司于 2013 年 1 月 21 日发行 2 年期 1.50 亿元债券），应付债券下降系“09 扬州开发债”及“11 扬州开发债”合计转入一

年内到期的非流动负债 3.60 亿元。

截至 2013 年底，公司全部债务为 131.00 亿元，其中短期债务 62.37 亿元，占比 47.61%；长期债务 68.63 亿元，占比 52.39%。从债务指标来看，2013 年，受益于经开区政府对公司在资金注入方面的支持，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年均呈现小幅下降，分别为 51.71% 和 35.94%，较上年分别下降 0.25 个百分点和 0.27 个百分点；公司资产负债率为 59.22%，较上年增长 1.72 个百分点。公司债务负担正常。

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，债务负担正常。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，受公司应付往来类款项及一年内到期的非流动负债大幅增长影响，公司流动比率和速动比率均有所下降，2013 年底分别为 223.31% 和 147.79%，较上年分别下降 31.71 个百分点和 5.56 个百分点。考虑到公司 2013 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，2013 年，公司 EBITDA 有所增长，且增速高于全部债务，公司 2013 年长期偿债指标有所改善，全部债务/EBITDA 倍数由上年的 37.69 倍减少至为 33.31 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 2013 年底，公司及子公司对 32 家单位提供合计 49.71 亿元的对外担保，担保比率为 40.63%，较 2012 年底的 18.20% 大幅提升。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 2013 年底，公司获得银行授信额度合计 124.84 亿元，已使用 97.34 亿元，未使用额度 27.50 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 2014 年 5 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. 已有债券概况

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；本期债券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%，有利于分散集中偿还的压力。

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 2014 年应获得 24092.38 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，2014 年 4 月 21 日，公司获得财政拨款入新光源产业园基础设施建设项目回购款 24092.38 万元，2014 年 4 月 21 日，债券当年应偿付本金及利息从应收账款专户转入偿债基金账户 20640.00 万元。2014 年 5 月 7 日，公司将偿债基金专户中 20640.00 万元汇入公司在中央国债登记结算有限公司设立的兑付专户用于“09 扬州开发债”当年本息的偿付。

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 2014 年 4 月 14 日出具的《专项审计报告》，截至 2014 年 4 月 11 日，经开区财政局专项偿债风险准备金账户 32001744536052503580 账号内余额为 20002.10 万元人民币。

2. 已有债券偿债能力分析

2014 年 5 月，公司已按时偿付本金 1.60 亿元，截至目前，“09 扬州开发债”待偿本金额为 6.40 亿元（以下简称“待偿额度”），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，2013 年公司 EBITDA 为 3.93 亿元，EBITDA/本期债券（待偿额度）倍数为 0.61 倍，公司 EBITDA 对待偿额度的覆盖程度偏低；公司 2013 年经营活动现金流入量对待偿额度保障倍数为 7.57 倍，对待偿额度保障能力尚可。

“09 扬州开发债”尚需在存续期的第 6、7 年分别偿还本金的 2.4 亿元和 4.0 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 6、7 年支付的回购款分别为 3.48 亿元、5.07 亿元，对当期应偿还的本金的覆盖倍数为 1.45 倍和 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，公司质押资产及经开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，联合资信维持扬州经济技术开发区开发总公司AA的主体长期信用等级，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	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.39	22.25	27.54
资产总额(亿元)	178.99	230.17	300.02
所有者权益(亿元)	75.99	97.83	122.35
短期债务(亿元)	23.23	50.29	62.37
长期债务(亿元)	42.18	55.52	68.63
全部债务(亿元)	65.42	105.81	131.00
营业收入(亿元)	9.62	18.15	20.63
利润总额(亿元)	2.39	2.45	3.32
EBITDA(亿元)	3.23	2.81	3.93
经营性净现金流(亿元)	-20.77	-23.07	-13.41
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.28	2.45	1.73
存货周转次数(次)	0.15	0.25	0.23
总资产周转次数(次)	0.05	0.09	0.08
现金收入比(%)	173.88	25.90	106.50
营业利润率(%)	12.09	4.29	6.02
总资本收益率(%)	1.62	0.95	1.03
净资产收益率(%)	2.25	1.85	2.06
长期债务资本化比率(%)	35.70	36.21	35.94
全部债务资本化比率(%)	46.26	51.96	51.71
资产负债率(%)	57.54	57.50	59.22
流动比率(%)	262.82	255.02	223.31
速动比率(%)	170.10	153.35	147.79
经营现金流动负债比(%)	-34.15	-30.04	-12.29
全部债务/EBITDA(倍)	20.28	37.69	33.31

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 / 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 + 一年内到期的长期负债 + 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。