

2014 年

扬州经济技术开发区开发总公司企业债券

跟踪评级报告

主体信用等级：AA 级

债项信用等级：AA 级

评级时间：2017 年 6 月 29 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

2014 年扬州经济技术开发区开发总公司企业债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100666】

存续期间 7 年期公司债券 10 亿元人民币, 2014 年 3 月 5 日—2021 年 3 月 5 日

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA	稳定	AA	2017 年 6 月
前次跟踪	AA	稳定	AA	2016 年 6 月
首次评级:	AA	稳定	AA	2013 年 5 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	22.17	20.23	12.53	30.09
刚性债务	146.97	132.24	144.98	162.26
所有者权益	152.99	155.83	159.24	167.49
经营性现金净流入量	-47.62	16.44	5.07	-2.14
合并数据及指标:				
总资产	354.24	334.19	341.59	376.38
总负债	200.50	177.67	182.72	209.35
刚性债务	154.13	137.69	146.93	171.61
所有者权益	153.74	156.52	158.87	167.03
营业收入	19.69	19.04	19.07	3.28
净利润	2.37	2.75	2.77	0.66
经营性现金净流入量	-49.22	18.27	6.03	-2.18
EBITDA	3.81	4.10	4.22	—
资产负债率[%]	56.60	53.16	53.49	55.62
长短期债务比[%]	82.03	93.75	99.93	124.52
权益资本与刚性债务比率[%]	99.75	113.67	108.13	97.33
流动比率[%]	269.71	314.29	292.63	324.24
现金比率[%]	21.15	22.54	14.20	32.51
利息保障倍数[倍]	0.37	0.53	0.35	--
EBITDA/利息支出[倍]	0.43	0.58	0.38	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03	--
扬州经济技术开发区经济财政数据:				
GDP	882.00	630.00	560.00	--
GDP/行政面积 [亿元/平方公里]	7.34	5.24	4.66	--
一般公共预算收入	30.36	33.41	33.41	--
政府性基金收入	19.32	9.74	1.08	--

注: 发行人数据根据扬州经开经审计的 2014-2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。扬州经济技术开发区经济数据来源于扬州经开, 扬州经济技术开发区财政数据来源于扬州市财政局网站。

分析师

郭羽佳 张浩硕

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
 Tel: (021)63501349 63504376
 Fax: (021)63500872
 E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内, 受核算口径调整影响, 扬州经济技术开发区经济总量有所下滑; 地方财力受区域土地市场影响呈现下滑。跟踪期内随着基建项目投入的增加, 扬州经开债务规模保持增长, 且刚性债务占比高, 加之前期借入的长期借款步入偿付期, 即期偿付压力加大。

- 跟踪期内, 扬州经济技术开发区继续重点发展高新技术产业, 具有一定产业集聚优势, 有助于提升开发区的中长期发展潜力。
- 跟踪期内, 扬州经开可持续获得政府补助, 为公司发展提供重要支持。
- 跟踪期内, 扬州经开的土地开发业务在开发区内仍具有一定区域垄断性优势。
- 跟踪期内, 受区域内土地市场波动影响, 开发区政府性基金收入持续下滑, 对地方财力造成较大影响。
- 跟踪期内, 随着开发区基础设施建设项目投入的增加, 扬州经开负债规模进一步上升, 且刚性债务占比较高, 公司面临较大的债务偿付压力。
- 跟踪期内, 扬州经开资产中用于抵押的土地资产占比较高, 且以财政及园区企业占款为主的其他应收款规模较大, 对资产流动性产生了一定的不利影响。
- 跟踪期内, 扬州经开对外提供的担保金额较大, 担保比率较高, 面临的代偿风险较大。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司



本报告表述了新世纪评级对本期债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有本期债券的一种建议。报告中引用的资料主要由扬州经开提供, 所引用资料的真实性由扬州经开负责。

跟踪评级报告

按照 2014 年扬州经济技术开发区开发总公司（以下简称“扬州经开”、“该公司”或“公司”）公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据扬州经开提供的经审计的 2016 年审计报告、未经审计的 2017 年第一季度财务报表及相关经营数据，对扬州经开的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论。

一、债券发行情况

经国家发展和改革委员会发改财金【2014】68 号文件批准，该公司于 2014 年 3 月公开发行了 10 亿元人民币的企业债券（简称“14 扬州开发债”），期限为 7 年，同时设置了本金提前偿付条款，在债券存续期内的第 5、6、7 年末分别按照债券发行总额的 30%、30%、40%的比例偿还债券本金。14 扬州开发债采用固定利率形式，票面年利率为 7.40%，募集资金将全部用于扬州智能电网特色产业基地主导示范区项目。截至 2016 年末，该项目已完工，实际总投资 20.71 亿元，募集资金已全部使用完毕。

该公司发行了多期债券，截至本评级报告出具日，公司尚有本金合计 86 亿元债券仍处于存续期，公司已发行债券本息偿付情况正常。此外，国家发展和改革委员会已于 2017 年 4 月核准公司发行 7 年期不超过 11 亿元的企业债券（发改企业债券[2017]120 号）（简称“17 扬州开发债”），公司计划于 2017 年 7 月 6 日发行。

图表 1. 公司存续期内债券概况

债项名称	债券余额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
14 扬州开发债	10.00	7 年	7.40	2014 年 3 月	10 亿元/2014 年 1 月	未到期
14 扬州经开 MTN001	6.00	5 年	6.98	2014 年 6 月	9 亿元/2014 年 5 月	未到期
14 扬州经开 MTN002	3.00	5 年	5.30	2014 年 11 月		未到期
14 扬州经开 PPN001	10.00	5 年	6.90	2014 年 8 月	20 亿元/2014 年 6 月	未到期
14 扬州经开 PPN002	10.00	5 年	7.00	2014 年 8 月		未到期
15 扬州经开 PPN001	7.00	3 年	5.10	2015 年 11 月	7 亿元/2015 年 6 月	未到期
17 扬州经开 MTN001	7.50	(3+N) 年	5.85	2017 年 3 月	15 亿元/2016 年 3 月	未到期
17 扬州经开 MTN002	7.50	(3+N) 年	5.72	2017 年 4 月		未到期
17 扬州经开 MTN003	7.50	(3+N) 年	6.45	2017 年 5 月	15 亿元/2016 年 3 月	未到期
17 扬州经开 MTN004	7.50	(3+N) 年	6.50	2017 年 5 月		未到期
17 扬州经开 SCP001	5.00	270 天	4.65	2017 年 3 月	10 亿元/2016 年 3 月	未到期

债项名称	债券余额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
债权投资计划	5.00	4 年	-	2017 年 1 月	-	未到期
合计	86.00	-	-	-	-	-

资料来源：扬州经开

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

跟踪期内，该公司产权状况、法人治理结构稳定，实际控制人仍为扬州经济技术开发区管理委员会（简称“开发区管委会”）。截至 2016 年末，公司纳入合并范围的子公司为 2 家，较上年减少 1 家，扬州威亨热电有限公司（以下简称“威亨热电”）因股权转让不再纳入合并范围；增加 1 家，扬州经济开发区华晟城市发展基金合伙企业（有限合伙）¹因新设立而纳入合并范围。

(二) 业务运营

跟踪期内，扬州市经济和社会发展综合实力不断增强，2016 年实现地区生产总值 4449.38 亿元，同比增长 9.4%。扬州市工业经济基础较雄厚，已形成以汽车、船舶、石油化工、机械装备等四大产业为支柱的主导产业，当年主导产业累计完成产值 6138.7 亿元，约占全市规模以上工业总产值的 60.78%。其中，机械装备、汽车和石化产业分别完成产值 3521.6 亿元、1326.1 亿元和 1033.6 亿元，维持增长态势；船舶产业完成产值 257.4 亿元，呈现负增长，降幅为 1.4%。同时，扬州市着重打造以新能源、新光源、新材料产业为特色的发展格局，当年“三新”产业完成产值 1623.7 亿元，占全市规模以上工业总产值的 16.1%，较上年增长 7.1%。2016 年全市产值过亿元企业达 1489 家，比上年新增 26 家。

2016 年以来，在国际经济形势复杂、国内宏观调控的背景下，扬州市经济增速有所放缓，工业总产值和固定资产投资等经济指标增速也有所回落，但仍保持在较高水平。2016 年实现规模以上工业总产值 10099.6 亿元，同比增长 7.5%；完成固定资产投资 3288.68 亿元，同比增长 15.3%。产业结构不断优化，三次产业结构由 2015 年的 6.0:50.1:43.9 调整为 2016 年的 5.6:49.4:45.0，第三产业占比保持上升。随着产业结构转型升级的推进和高新技术产业的快速发展，扬州市工业体系的整体抗风险能力得到增强，可获得较持久的经济增长动力。

¹ 该合伙企业系该公司为了融资的目的而设立的特殊主体，且公司在这一过程中承担了该合伙企业的绝大部分剩余风险和报酬，因此该企业作为公司控制的特殊目的主体纳入合并范围。

图表 2. 2014-2016 年扬州市主要经济指标

指标	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	增幅	金额	金额	金额	增幅
地区生产总值 (亿元)	3697.89	11.0%	4016.84	10.3%	4449.38	9.4%
规模以上工业总产值 (亿元)	9457.17	11.5%	9822.98	8.4%	10099.6	7.5%
固定资产投资 (亿元)	2416.66	19.3%	2856.82	18.2%	3288.68	15.3%
社会消费品零售总额 (亿元)	1232.00	12.1%	1236.96	9.7%	1358.80	9.9%
城镇居民人均可支配收入 (元)	30322	9.5%	32946	8.7%	35659	8.2%

资料来源：扬州市国民经济与社会发展统计公报

扬州市财力主要来源于一般公共预算收入和政府性基金收入。跟踪期内，扬州市一般公共预算收入保持增长，但政府性基金收入受区域内土地市场影响继续下滑。2016 年扬州市全口径一般公共预算收入为 345.30 亿元，同比增长 2.5%，其中税收收入受“营改增”影响，同比下降 2.7%。全年实现一般公共预算支出 484.42 亿元，公共预算平衡率为 71.28%，主要依赖上级补助收入保持收支平衡。政府性基金收入方面，受区域土地市场景气度下滑影响，以国有土地使用权出让收入为主的政府性基金收入持续保持下滑态势，2016 年为 129.66 亿元。2016 年全市政府性基金支出为 159.87 亿元，同比下降 15.5%。

图表 3. 2014 年以来扬州市地方财政收支情况 (单位：亿元)

	指标	2014 年	2015 年	2016 年
全市口径	一般公共预算收入	295.19	336.75	345.30
	其中：税收收入	242.22	274.67	267.16
	非税收收入	52.97	62.08	78.14
	政府性基金收入	209.94	188.14	129.66
	一般公共预算支出	374.67	435.28	484.42
	政府性基金支出	190.73	189.24	159.87

资料来源：扬州市财政局网站

扬州经济技术开发区（以下简称“开发区”）位于扬州市的西南，行政区域面积 122.92 平方公里，为国家级经济技术开发区。2016 年开发区行政区域内常住人口为 19.4 万人。2016 年开发区实现地区生产总值 560 亿元，因核算口径的变化，较上一年有所下降。全区实现规模以上工业企业完成增加值 306.5 亿元，按同一口径计算同比增长 9.1%。

从开发区房地产市场运行状况看，2016 年区域内房地产情况有所好转，房地产开发投资实现了小幅增长，2016 年为 20.91 亿元。与此同时，房屋销售面积和房屋销售额也同比有所增长。但长期来看，在宏观经济下行及全国部分城市的商品房“限购”政策的双重影响下，开发区房地产走势依旧存在较大的不确定性。

图表 4. 2014~2016 年扬州经济技术开发区房地产市场情况

指标	2014 年	2015 年	2016 年
房地产开发投资（亿元）	31.17	19.69	20.91
房屋销售面积（万平方米）	32.41	36.55	47.35
房屋销售额（亿元）	24.73	28.46	32.74

资料来源：根据扬州经开提供的数据绘制

2016 年开发区实现一般公共预算收入 33.41 亿元，与去年持平，其中税收收入为 26.39 亿元，受“营改增”影响同比下降 5.5%，税收收入占一般公共预算收入的比重为 78.99%。全年实现一般公共预算支出 20.92 亿元，一般公共预算自给率为 159.70%，财政平衡度较好。政府性基金收支方面，跟踪期内开发区政府性基金收入继续大幅下滑，2016 年为 1.08 亿元，同时政府性基金支出也下降至 1.20 亿元，政府性基金收入快速下滑对开发区地方财力造成较大影响。

图表 5. 2014~2016 年扬州经济技术开发区财政收支状况（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
一般公共预算收入	税收收入	24.91	27.92
	非税收入	5.45	5.49
	小计	30.36	33.41
政府性基金收入	19.32	9.74	1.08
一般公共预算支出	18.16	21.40	20.92
政府性基金支出	19.15	9.82	1.20

资料来源：扬州市财政局网站

在政府债务负担方面，截至 2016 年末，开发区地方政府债务余额为 59.68 亿元，其中由财政资金偿还的债务余额为 44.51 亿元，或有债务余额 15.17 亿元。截至 2016 年末，该公司纳入地方政府债务管理体系的债务余额为 19.29 亿元，均为政府负有偿还责任的债务。2016 年公司累计获得江苏省政府一般债券置换额度 1.26 亿元。

跟踪期内，该公司仍主要从事开发区园区内土地开发整理、基础设施建设以及房地产开发等业务。2016 年公司实现营业收入为 19.07 亿元，同比增长 0.17%，其中园区开发收入为 16.86 亿元，占当年营业收入的 88.41%；房产开发业务实现收入 1.09 亿元，占当年营业收入的比重为 5.56%；电、蒸汽业务已于年度内剥离，全年实现收入 0.65 亿元。2017 年第一季度，公司实现营业收入 3.28 亿元，较上年增长 0.17%，其中园区开发收入为 2.66 亿元，占营业收入的比重为 81.10%。

图表 6. 2014 年以来公司营业收入结构（单位：亿元）

业务类别	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年第一季度
园区开发	16.81	16.42	16.86	2.66
电、蒸汽	1.95	1.56	0.65	-
房产开发	0.90	0.55	1.09	0.51
其他	0.03	0.51	0.47	0.11

合计	19.69	19.04	19.07	3.28
----	-------	-------	-------	------

注：①根据扬州经开提供的数据绘制；

②园区开发收入包括土地开发和基础设施建设收入，其他收入主要为租金收入。

跟踪期内，该公司持续推进开发区内的土地开发整理及基础设施建设业务。2016 年，公司在整理土地项目 7 个，累计支付拆迁补偿款 3.03 亿元，收到开发区管委会资金 3.20 亿元；公司在开发基建项目 8 个，全年投入资金 11.14 亿元，收到开发区管委会资金 16.04 亿元。

图表 7. 2014 年以来公司土地开发投入及资金平衡情况

年份	项目数 (个)	支付拆迁补偿款 (亿元)	收到开发区管委会回款 (亿元)	确认营业收入 (亿元)
2014 年	7	4.77	4.80	5.15
2015 年	4	2.75	2.80	3.02
2016 年	7	3.03	3.20	3.18
2017 年 1-3 月	3	0.08	0.50	0.09

资料来源：根据扬州经开提供的数据绘制

图表 8. 2014 年以来公司基础设施建设项目情况

年份	项目数 (个)	投资额 (亿元)	收到的管委会工程款 (亿元)	确认收入 (亿元)
2014 年	12	14.17	4.81	11.66
2015 年	9	19.15	6.94	13.40
2016 年	8	11.14	16.04	13.68
2017 年 1-3 月	8	13.14	10.58	2.57

注：2016 年以来收到的管委会工程款在账务处理上部分直接冲减“其他应收款”科目

资料来源：根据扬州经开提供的数据绘制

现阶段，该公司主要为开发区的新光源产业园、绿色新能源特色产业基地和智能电网特色产业基地项目建设配套基础设施以及安置房项目。截至 2016 年末，公司主要在建项目为古运河风光带工程、振兴花园二期工程、沪陕高速北侧生态走廊工程等 8 个，计划总投资额为 54.78 亿元，已累计完成投资 16.79 亿元，后续仍存在约 37.99 亿元的资金需求。此外，未来 2-3 年内公司还计划新开工扬子新苑 D 区、镇北花园三期、日本产业园邻里中心二期工程等项目，预计总投资额为 14.37 亿元。总体看，2016 年开发区管委会资金拨付尚属及时，能够覆盖当年项目支出，但因公司负责建设的基础设施项目较多，工程款支付进度总体较为滞后，前期建设资金投入已令公司积累了较沉重的债务负担，且公司未来 2-3 年内的基础设施建设强度仍较大，融资压力或将进一步上升。

该公司电、蒸汽销售业务由子公司威亨热电经营。威亨热电是扬州市实施区域性集中供热的一家热电联产企业，主营燃煤发电、生产销售电热

及其附属产品，同事负责开发区及扬州市部分区域的供热任务，供热区域覆盖市开发区、邗江工业园区、广陵区等园区内企业。2016 年 5 月，公司将所持威亨热电 68.42% 的股权全部转让给扬州市城建国有资产控股(集团)有限责任公司，转让价为 0.98 亿元。受此影响，2016 年公司电、蒸汽销售业务收入同比下降 58.06% 至 0.65 亿元。

截至 2016 年末，该公司处于建设期的项目为九龙湾·树人园项目。该项目分两期开发，总建筑面积 20.50 万平方米，预计总投资 10.80 亿元。其中，一期为商住项目，已于 2016 年 12 月竣工，实际总投资额为 6.48 亿元，截至 2017 年 3 月末已取得销售收入 1.26 亿元；二期为住宅项目，于 2015 年第四季度开工，计划竣工日期为 2020 年 5 月，规划总投资 4.32 亿元，截至 2017 年 3 月末已投入资金 1.60 亿元。

此外，该公司已完工的房产项目九龙湾·润园项目目前仅有尾盘在售。截至 2016 年末，九龙湾·润园一、二期累计回笼资金 4.43 亿元，销售率均在 99% 以上；三期累计回笼资金 1.61 亿元，销售进度为 95%。整体来看，九龙湾·润园项目预计将于 2017 年下半年全部售罄。

(三) 财务质量

江苏苏亚金诚会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司 2016 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司第一季度财务报表未经审计。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及其应用指南和准则解释。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 341.59 亿元、所有者权益为 158.87 亿元(其中归属于母公司所有者权益为 158.75 亿元)，2016 年度实现营业收入 19.07 亿元、净利润 2.77 亿元(其中归属于母公司所有者的净利润为 2.78 亿元)。

截至 2017 年 3 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 376.38 亿元、所有者权益为 167.03 亿元(其中归属于母公司所有者权益为 166.92 亿元)，2017 年第一季度实现营业收入 3.28 亿元、净利润 0.66 亿元(其中归属于母公司所有者的净利润为 0.66 亿元)。

2016 年该公司实现营业毛利 1.06 亿元，主要来源于园区开发业务，2016 年末占比为 73.58%。受 2016 年 5 月全面实行“营改增”影响，公司园区开发业务毛利率下滑明显，加之当年房产开发项目因收入成本未同步结转，房产开发业务收入成本倒挂，以上因素共同作用下，2016 年公司综合毛利率较上年下滑 3.06 个百分点至 5.58%。公司期间费用主要由管理费用构成，

得益于成本控制的加强，2016 年管理费用规模有所下降，2016 年期间费用为 0.24 亿元，期间费用率较上年下降 1.32 个百分点至 1.47%。公司主业盈利能力一般，2016 年实现营业利润为 0.73 亿元，得益于大额的政府补贴（2016 年为 3.18 亿元），全年实现净利润 2.77 亿元。

2017 年第一季度，该公司实现营业收入 3.28 亿元，较上年同期微增 0.17%，其中园区开发业务收入仍为公司营业收入的主要构成，占比为 81.10%。因房产开发项目收入成本未同步结转，当期房产开发业务收入成本倒挂，加之公司毛利率较高的电、蒸汽销售业务剥离，公司综合毛利率较 2016 年末下降 2.11 个百分点至 3.37%。当期公司营业外收入为 0.66 亿元，主要为政府补助。2017 年第一季度公司实现利润总额 0.70 亿元，净利润 0.66 亿元。

2016 年，因获得开发区财政局注入资本金 3.60 亿元，同时扬州市政府收回土地使用权 3.54 亿元，该公司年末资本公积同比增长 6.52%至 0.97 亿元，加上当期 2.77 亿元经营积累，年末所有者权益同比增长 1.5%至 158.87 亿元，年末资产负债率较上年末微增至 53.49%，财务杠杆水平基本得以维持在合理水平。

2016 年末，该公司负债总额同比增长 5.06 亿元至 182.72 亿元，增量主要来自于刚性债务，债务压力加重。2016 年末，公司刚性债务总额为 146.93 亿元，同比增长 6.71%，占负债总额的 80.41%。公司偏重于长期筹资渠道，2016 年末中长期刚性债务占比 62.16%。公司融资渠道较广，2016 年末刚性债务主要包括银行借款 65.64 亿元、应付债券（含一年内到期的应付债券）50.00 亿元和从扬州经济开发区华晟城市发展基金合伙企业（有限合伙）取得的借款 23.05 亿元。

除刚性债务外，该公司负债还分布在应付账款和其他应付款，2016 年末变化较大，其中应付账款同比下降 3.73%至 8.70 亿元，主要系未结算的工程款；其他应付款同比下降 13.49%至 19.10 亿元，主要是与当地企事业单位及国有企业之间的资金往来，包括应付扬州市土地储备中心的往来款项 2.90 亿元、应付扬州市财政局的往来款项 2.01 亿元等。

2017 年 3 月末，该公司负债总额较上年末增加 26.63 亿元至 209.35 亿元，增量主要来源于刚性债务、其他应付款和应付账款。其中刚性债务总额较上年末增加了 24.68 亿元，主要系当期新发行了 5 亿元的超短期融资券、5 亿元的债权投资计划和 7.5 亿元的永续中期票据；其他应付款较上年末增加 5.23 亿元，主要系应付当地企事业单位的往来款有所增加；应付账款较上年末增加 4.23 亿元，增量主要来源于应付工程建设单位的施工款。受债务规模上升影响，期末公司资产负债率较上年末增长 2.13 个百分点至

55.62%，考虑到 2017 年 3 月末权益中包含的 7.50 亿元永续中票，公司实际资产负债率为 57.62%²，负债经营程度上升。

或有事项方面，随着对外担保事项的到期，截至 2016 年末，该公司对外担保余额较上年末减少 31.73 亿元至 73.87 亿元（其中对关联方担保 1.60 亿元），担保比率为 46.50%，被担保方主要是扬州市属平台公司及开发区内的入驻企业。公司对外担保余额规模较大，担保比率较高，面临一定的代偿风险。

或有诉讼方面，截至 2016 年末，该公司涉及两项诉讼事项：因江苏顺大电子材料科技有限公司破产，江苏省扬州市中级人民法院下达判决书，判决江苏顺大电子材料科技有限公司偿还公司欠款本息、逾期付款损失及案件受理费、财产保全费共计 1.89 亿元，目前该案仍在执行中；因保定天威集团有限公司破产，江苏省高级人民法院下达判决书，判决保定天威集团有限公司偿还欠款本金 4.00 亿元及利息、案件受理费等，目前该案仍在执行中。开发区管委会已出具承诺函，上述两项债权未能收回造成的损失，由开发区管委会全额补偿。

现金流方面，2016 年该公司经营活动产生的现金净流量为 6.03 亿元，虽然往来资金净流入减少，经营性现金净流入较上年有一定程度下降，但仍较充裕。当年公司将通过设立扬州经济开发区华晟城市发展基金合伙企业（有限合伙）所募得的资金投资扬州睿宇城镇化建设发展有限公司，公司投资性现金净流量为 -28.97 亿元，资金缺口较 2015 年有所增长。公司主要依靠银行借款、发行债券等外部融资方式来满足资金需求，2016 年公司筹资性现金净流量为 18.59 亿元。

2017 年第一季度，受园区开发持续投入以及往来资金净流入减少影响，该公司经营性现金净流量呈净流出状态，为 -2.18 亿元。同期，投资活动和筹资活动产生的现金流量净额均有所增加，分别为 -4.46 亿元和 23.97 亿元。

该公司 2016 年末资产总额较上年末增长 2.22% 至 341.59 亿元，其中应收账款、其他应收款和可供出售金融资产变化较大。年末应收账款余额为 42.24 亿元，同比增加 43.46%，主要是应收开发区财政局的回购款增多；其他应收款余额为 30.86 亿元，同比减少 36.07% 主要系当年收回部分往来款，其中前五位的单位欠款余额合计 26.95 亿元、占比 87.33%，主要是公司对开发区财政局及园区内企业等的资金往来³；可供出售金融资产余额为 34.22 亿元，较上年末增长 33.40 亿元，主要包括对扬州睿宇城镇化建设发展有限

² 实际资产负债率 = (总负债 + 永续中票) / 总资产

³ 应收保定天威集团有限公司 4 亿元和江苏顺达电子材料科技有限公司 1.51 亿元的债权目前处于司法执行中，根据开发区管委会出具的承诺函，上述两项债权若未能收回，由开发区管委会全额补偿。

公司的投资 30 亿元⁴、对江苏省信用再担保有限公司的投资 2.19 亿元、对扬州经济技术开发区投资担保有限公司的投资 1.21 亿元和对开发区内企业的投资。此外，年末存货余额为 95.93 亿元，同比减少 8.04%，主要系部分项目完工结转所致。总体看，公司资产沉淀于预付款项、存货、可供出售金融资产及无形资产，变现能力一般。

2017 年 3 月末，该公司资产总额为 376.38 亿元，较上年末增长 34.78 亿元，增量主要来源于货币资金、预付款项和其他流动资产。其中预付款项较上年末增加 14.28 亿元，主要系当期增加的拆迁费及工程款；货币资金较上年末增加 17.33 亿元，主要系 2017 年公司通过新增外部融资取得的货币资金暂未投入项目；其他流动资产较上年末增加 4.05 亿元，主要系公司新增购买的理财产品。

综上所述，跟踪期内，受核算口径调整影响，扬州经济技术开发区经济总量有所下滑；地方财力受区域土地市场影响呈现下滑。跟踪期内，随着基建项目投入的增加，该公司债务规模保持增长，且刚性债务占比高，加之前期借入的长期借款步入偿付期，即期偿付压力加大。公司资产构成中土地储备和应收款项规模较大，资产变现能力不强；且经营性现金流受其他与经营活动相关的现金收支情况及政府回购资金到位情况影响而出现较大的波动。

本评级机构仍将持续关注：（1）扬州经济技术开发区经济、财政发展和政府债务置换状况；（2）当地房地产市场景气度及土地市场供求变动情况；（3）银行信贷政策及地方融资平台政策变动对该公司融资能力的影响；（4）公司投资项目后续投入、工程款回笼及债务偿付情况；（5）对外担保风险；（6）电、蒸汽业务板块剥离对公司经营结构的影响。

⁴ 2016 年 3 月，扬州经济开发区华晟城市发展基金合伙企业（有限合伙）以货币资金的方式对扬州睿宇城镇化建设发展有限公司增资 30.00 亿元，增资后持有其 99.67% 的股权。睿宇城镇化建设发展有限公司经营范围包括市政建设、资产管理等，目前主要承担扬州经济技术开发区内的城镇化建设项目。

附录一：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
资产总额 [亿元]	354.24	334.19	341.59	376.38
货币资金 [亿元]	23.29	20.67	12.98	30.31
刚性债务[亿元]	154.13	137.69	146.93	171.61
所有者权益 [亿元]	153.74	156.52	158.87	167.03
营业收入[亿元]	19.69	19.04	19.07	3.28
净利润 [亿元]	2.37	2.75	2.77	0.66
EBITDA[亿元]	3.81	4.10	4.22	—
经营性现金净流入量[亿元]	-49.22	18.27	6.03	-2.18
投资性现金净流入量[亿元]	-4.56	-5.34	-28.97	-4.46
资产负债率[%]	56.60	53.16	53.49	55.62
长短期债务比[%]	82.03	93.75	99.93	124.52
权益资本与刚性债务比率[%]	99.75	113.67	108.13	97.33
流动比率[%]	269.71	314.29	292.63	324.24
速动比率 [%]	120.15	118.60	101.63	121.64
现金比率[%]	21.15	22.54	14.20	32.51
利息保障倍数[倍]	0.37	0.53	0.35	—
有形净值债务率[%]	179.67	143.04	142.55	153.55
担保比率[%]	72.81	67.78	46.50	—
毛利率[%]	8.80	8.64	5.58	3.47
营业利润率[%]	1.20	3.26	3.85	1.59
总资产报酬率[%]	1.00	1.08	1.14	—
净资产收益率[%]	1.72	1.77	1.76	—
净资产收益率*[%]	1.71	1.78	1.76	—
营业收入现金率[%]	50.84	51.03	27.13	31.14
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-44.88	18.10	6.59	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-26.02	9.66	3.35	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-49.04	12.81	-25.06	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-28.43	6.84	-12.73	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.43	0.58	0.38	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03	—

注：表中数据依据扬州经开经审计的 2014-2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级 不能偿还债券本息。

注：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。