

2021 年仪征市建设发展有限公司
城市停车场建设专项债券
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



报告编号：
中鹏信评【2021】第 Z
【181】号 01

分析师

姓名：
顾春霞 杨培峰

电话：
021-51035670

邮箱：
guchx@cspengyuan.com

评级日期：
2021 年 03 月 04 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2021 年仪征市建设发展有限公司 城市停车场建设专项债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA	发行主体长期信用等级：AA
发行规模：不超过 8 亿元（含）	评级展望：稳定
债券期限：7 年	增信方式：第三方保证担保
担保主体：江苏省信用再担保集团有限公司	
债券偿还方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第 3-7 年末分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付	

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对仪征市建设发展有限公司（以下简称“仪征建发”或“公司”）本次拟发行总额不超过 8 亿元（含）停车场建设专项债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础；公司业务收入较有保障，获得来自外部的大力支持；且江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”或“担保方”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临一定资金压力，且偿债压力有所加大等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。仪征市工业基础较好，以石油化工产业、汽车及零部件产业和船舶制造及配套产业为地方支柱产业，其中，汽车及零部件产业发展态势良好；2017-2019 年仪征市分别实现地区生产总值 628.36 亿元、673.94 亿元和 791.72 亿元，同比分别增长 8.0%、6.7%和 6.9%，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务收入较有保障。公司主要从事仪征市内土地整理、工程代建和房屋销售业务，截至 2019 年末，公司正在整理的土地面积为 2,017 亩，已完成投资未确认收入的土地整理成本、基础设施项目和房产项目建设投入合计 33.20 亿元，随着公

司土地逐步出让、政府回购计划以及房屋销售进度的推进，公司未来业务收入较有保障。

- **公司获得来自外部的大力支持。**作为仪征市重要的土地整理、基础设施及安置房建设主体之一，公司获得了外部的大力支持。资本注入方面，2017-2019 年公司股东、仪征市政府通过股权划拨等方式净增加公司资本公积 40.35 亿元，显著提升了公司的资本实力；财政补贴方面，2017-2019 年及 2020 年 1-9 月公司分别获得来自仪征市政府的补贴收入 1.50 亿元、1.58 亿元、2.01 亿元和 1.03 亿元，有效提升了公司的盈利水平。
- **第三方保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2020 年 9 月末，公司应收款项和存货合计占总资产的比重为 79.66%，其中应收类款项规模较大且回款周期较长，对营运资金形成较大占用；存货主要由房屋、基础设施、土地整理等项目建设成本及土地资产构成，项目建设成本变现依赖于项目结算安排及房屋销售进度，土地资产集中变现难度较大；且 2019 年末公司已用于借款和对外担保抵押的受限资产规模为 25.41 亿元，占同年末总资产的 11.86%，整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流整体表现不佳，面临一定资金压力。**2017-2019 年及 2020 年 1-9 月公司经营活动现金流净额分别为-10.65 亿元、13.96 亿元、-22.86 亿元和-18.65 亿元，整体经营性现金流表现不佳。截至 2019 年末，公司主要在建项目尚需投入资金 7.70 亿元，加之土地整理项目尚需资金投入，公司面临一定资金压力。
- **公司偿债压力有所加大。**公司有息债务增长较快，截至 2020 年 9 月末，公司资产负债率为 64.88%，负债中有息债务规模达 109.06 亿元，较 2017 年末增长 78.83%，占负债总额的 64.87%，其中短期有息债务规模为 39.63 亿元；2019 年末公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.92，有息债务与 EBITDA 之比增至 14.97，公司偿债压力有所加大。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年9月	2019年	2018年	2017年
总资产	2,591,467.93	2,141,744.75	1,733,670.69	1,681,977.85
所有者权益	910,195.63	899,729.67	487,688.52	518,612.73
有息债务	1,090,568.47	766,465.76	589,490.52	609,842.55
资产负债率	64.88%	57.99%	71.87%	69.17%
现金短期债务比	0.80	0.68	0.86	0.32
营业收入	63,871.11	169,452.47	207,836.97	157,034.42
其他收益	10,276.80	20,117.03	15,000.00	15,000.00
利润总额	10,440.32	30,527.05	31,573.61	31,273.61
综合毛利率	32.28%	23.38%	20.34%	20.87%
EBITDA	-	51,183.28	50,952.79	44,957.02
EBITDA利息保障倍数	-	0.92	1.44	1.10
经营活动现金流净额	-186,535.02	-228,587.03	139,576.98	-106,523.30
收现比	0.60	0.92	0.79	0.64

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告以及未经审计的2020年三季度财务报表，中证鹏元整理

江苏再担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	174.97	172.17	143.93	122.24
所有者权益合计	104.82	104.52	75.27	71.73
担保余额*	-	1,230.43	1,215.72	1,036.64
融资担保责任余额*	-	664.72	476.60	623.94
准备金覆盖率*	-	2.44%	3.04%	2.09%
融资担保放大倍数（合计）（倍）*	-	9.00	8.59	8.70
累计代偿回收率*	-	42.23%	40.65%	30.81%

注1：“*”表示数据为母公司口径，2017年财务数据采用2018年审计报告的期初数（上期数）。

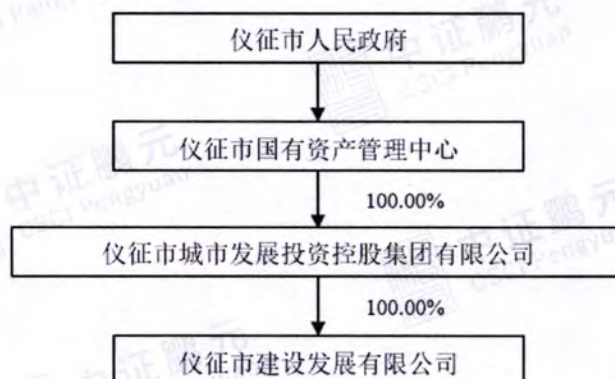
注2：自2018年起融资担保责任余额和融资担保放大倍数按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：江苏再担保2018-2019年审计报告、2020年一季度财务报表及江苏再担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司于2010年9月10日由仪征市城市建设发展有限公司（2019年名称变更为“仪征市城市发展投资控股集团有限公司”，以下简称“仪征城发”）、仪征市城市建设投资发展有限公司（以下简称“仪征城投”）和仪征市恒源资产管理中心（以下简称“恒源资管中心”）共同出资组建，初始注册资本为6,500.00万元，其中仪征城发、仪征城投和恒源资管中心持股比例分别为69.23%、15.38%和15.38%。2011年1月-2015年9月仪征城发对公司进行三次增资，共计增资45,500.00万元，公司注册资本增至52,000.00万元，仪征城发、仪征城投和恒源资管中心持股比例分别变更为96.15%、1.92%和1.92%。2015年12月，公司股东会作出决议，同意仪征城投将其持有的公司1.92%股权转让给仪征城发，转让后仪征城发持股比例增至98.08%。2018年9月，公司股东会作出决议，同意恒源资管中心将其持有的公司1.92%股权转让给仪征城发，至此仪征城发持有公司100%股权。截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为52,000.00万元，控股股东为仪征城发，持股比例100%，实际控制人为仪征市人民政府。公司产权及控制关系如下图所示。

图1 截至2020年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司作为仪征市重要的土地开发、市政基础设施投资建设主体之一，主要从事仪征市内土地整理、基础设施及安置房建设等业务。截至2020年9月末，纳入公司合并范围的子公司共20家，详见附录二。

二、本期债券概况

债券名称：2021年仪征市建设发展有限公司城市停车场建设专项债券；

发行总额：不超过人民币8亿元（含）；

债券期限和利率：本期债券为7年期固定利率债券；

还本付息方式：本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第3-7年末分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付；

增信方式：本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过8亿元（含），资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
仪征市停车场建设项目	75,677.54	50,000.00	66.07%
补充流动资金	-	30,000.00	-
合计	-	80,000.00	-

资料来源：公司提供

1、项目建设内容

仪征市停车场建设项目位于仪征市主城区，总计建设停车场12个，分别为仪征火车站西侧停车场、曹山路西侧停车场、胥浦汽车站配套停车场、仪征汽车站西侧停车场、万年村行政服务中心配套停车场、中医院、体育中心及荷花塘区域配套停车场、优诗美地东侧停车场、前进西路北侧停车场、市府广场配套停车场、实验中学配套停车场、天宁大道站P&R停车场和中医院东区分院配套停车场。募投项目总计新建停车泊位7,274个（配套充电桩873个），总用地面积120,700m²，总建筑面积223,500m²（其中配套商业28,000m²）。

募投项目计划总投资75,677.54万元，其中项目资本金25,677.54万元由公司自筹，占比33.93%，其余50,000万元拟通过发行专项债券筹集，占比66.07%。

2、项目进度

募投项目总建设期12个月，计划开工时间为2021年3月，预计于2022年3月竣工验收。截至2020年9月末，募投项目仍处于前期准备阶段。

表2 本期债券募投项目获得审批情况

审批内容	文号	时间	部门
江苏省投资项目备案证	仪审备[2020]40号	2020-09-25	仪征市行政审批局
关于仪征市建设发展有限公司仪征市停车场建设项目规划选址的意见	选意字第321081201900001号	2019-12-05	仪征市自然资源和规划局

关于仪征市停车场建设项目用地的预审意见	仪自然资预[2019]34号	2019-12-19	仪征市自然资源和规划局
固定资产投资节能承诺表	-	2020-09-27	-
建设项目环境影响登记表	202032108100000531	2020-09-27	-
江苏省社会稳定风险评估评审表	-	2020-09-29	仪征市维护稳定工作领导小组办公室

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目效益分析

根据江苏富华工程造价咨询有限公司（以下简称“富华咨询”）出具的《仪征市停车场建设项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），项目建成后，将面向社会公开服务。营业收入主要包括停车位收入、充电桩管理费收入、配套商业用房出租出售收入。在本期债券存续期内，预计可实现总收入71,671.37万元，其中停车位收入57,983.58万元，商业出租收入11,037.60万元、充电桩收入2,650.19万元。经富华咨询测算，假设本期债券利率为7.0%，在本期债券募投项目能够按企业的投资建设计划、融资计划、销售计划实现的前提下，项目内部收益率为11.33%，财务净现值为17,212.74万元（投资折现率=8%），静态投资回收期为8.61年，经营期第3-7年内募投项目收益难以覆盖本期债券当年需偿付本息，需利用公司经营收益偿付。

但我们也关注到，本期债券募投项目在建设过程中可能受成本价格上涨以及其他不可抗拒因素影响，存在募投项目实际投资超出预算、无法按时顺利完工等风险。此外，募投项目收益受市场需求和价格波动等因素影响较大，收入存在一定不确定性。

表3 本期债券存续期内募投项目收益与还本付息情况（单位：万元）

项目	合计	建设期	经营期						
		第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	
收入	71,671.37	0.00	8,223.05	10,963.66	13,121.17	13,121.17	13,121.17	13,121.17	
车位出租收入	57,983.58	0.00	6,690.63	8,920.83	10,593.03	10,593.03	10,593.03	10,593.03	
商业出租	11,037.60	0.00	1,226.40	1,635.20	2,044.00	2,044.00	2,044.00	2,044.00	
充电桩收入	2,650.19	0.00	306.02	407.63	484.14	484.14	484.14	484.14	
税金及附加	1,353.89	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	162.15	1,191.74	
经营成本	6,722.41	0.00	1,120.40	1,120.40	1,120.40	1,120.40	1,120.40	1,120.40	
净收益	63,595.07	0.00	7,102.64	9,843.26	12,000.76	12,000.76	11,838.61	10,809.02	
本年还本付息	67,500.00	3,500.00	3,500.00	13,500.00	12,800.00	12,100.00	11,400.00	10,700.00	
其中：还本	50,000.00	0.00	0.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	
付息	17,500.00	3,500.00	3,500.00	3,500.00	2,800.00	2,100.00	1,400.00	700.00	

资料来源：《仪征市停车场建设项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2017-2019 年，我国国内生产总值（GDP）从 82.08 万亿元增长至 99.09 万亿元，各年分别增长 6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长 11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长 17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020 年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019 年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为 3.8%，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储

等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委等六部委发布《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），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018 年 2 月，发展改革委、财政部联合发布《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，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。3 月，财政部发布《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），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益

性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2019 年仍延续 2018 年下半年的政策定调，2019 年 3 月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），表明要切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级 PPP 项目。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

近年仪征市经济持续增长，固定资产投资增速较高，但石油化工等传统工业增速乏力

仪征市隶属江苏省扬州市，位于江苏省中西部，东连扬州，南与镇江、南京隔江相望，是南京、镇江、扬州三城之间的节点城市，全市总面积 857 平方公里，截至 2019 年末，仪征市常住人口 57.22 万人。仪征地处水陆要冲、南北要津，历来是淮盐中转的关键枢纽，拥有 28 公里长江黄金岸线，宁启铁路、宁通公路、沪陕高速公路、333 省道、353 省道、沿江高等级公路等道路穿境而过，鲁宁和甬沪宁输油管道、西气东输天然气管道在此交割，铁路、公路、水路、气路、油路“五路通衢”。随着宁镇扬一体化战略的深入实施，南京长江四桥、宁启铁路复线改造、扬州泰州机场等重大基础设施的建成，仪征的节点优势进一步凸显。

近年仪征市经济总量持续增长，2017-2019 年仪征市分别实现地区生产总值 628.36 亿元、673.94 亿元和 791.72 亿元，按可比价格计算，同比分别增长 8.0%、6.7% 和 6.9%，经济增速有所波动。分产业来看，2019 年仪征市第一、二、三产业增加值分别为 23.03 亿元、423.03 亿元和 345.66 亿元，按可比价格计算，同比分别增长 2.5%、5.4% 和 9.1%，第三产业保持较快增长。三次产业结构由 2017 年的 3.7:52.3:44.0 调整为 2019 年的 2.9:53.4:43.7，第二产业占

比有所提升。2019年仪征市地区人均生产总值13.86万元，是全国人均GDP同期水平的1.95倍，区域经济发展水平较高。

工业方面，2017-2019年仪征市规模以上工业产值同比分别增长11.9%、9.1%和2.2%，增速有所放缓。从行业分类来看，仪征市三大主导产业分别为石油化工产业、汽车及零部件产业和船舶制造及配套产业，其中2019年规模以上石油化工产业实现产值358.2亿元，同比下降11.9%；同期规模以上汽车及零部件产业实现产值385.47亿元，同比增长16.9%。

固定资产投资方面，2018-2019年仪征市本级固定资产投资同比增速分别为12.1%和9.1%，增长速度较快，分产业来看，2019年第一产业投资规模同比下降8.1%，第二、三产业投资增速分别为0.2%和19.7%，第三产业投资高速增长对地方经济形成重要支撑。

社会消费方面，2017-2019年仪征市社会消费品零售总额同比分别增长10.0%、8.0%和5.7%，增速持续下滑。对外贸易方面，2017-2019年仪征市分别实现进出口总额13.52亿美元、17.08亿美元和15.10亿美元，存在一定波动。金融方面，2019年末仪征市存款余额和贷款余额同比分别增长10.1%和13.0%，金融对实体经济的支撑力度较大。

表4 2017-2019年仪征市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	791.72	6.9%	673.94	6.7%	628.36	8.0%
第一产业增加值	23.03	2.5%	23.84	2.6%	23.28	-0.4%
第二产业增加值	423.03	5.4%	347.49	5.8%	328.81	6.8%
第三产业增加值	345.66	9.1%	302.61	8.1%	276.27	10.3%
固定资产投资（市本级）	-	9.1%	-	12.1%	-	-
社会消费品零售总额	136.96	5.7%	129.57	8.0%	120.68	10.0%
进出口总额（亿美元）	15.10	-	17.08	26.3%	13.52	24.9%
存款余额	721.02	10.1%	655.11	0.8%	649.94	7.2%
贷款余额	511.45	13.0%	452.44	12.3%	402.88	17.4%
人均GDP（元）	138,558		118,401		110,871	
人均GDP/全国人均GDP	195.45%		183.16%		185.84%	

注：“-”表示数据未公布。

资料来源：2017-2019年仪征市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年仪征市实现公共财政收入50.37亿元，同比下降1.1%，其中税收收入42.21亿元，占公共财政收入比重为83.8%；实现政府性基金收入71.24亿元，同比增长146.5%；同期仪征市公共财政支出为59.99亿元，同比增长3.3%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为83.96%。

2020年仪征市实现公共财政收入48.00亿元，同比下降4.7%，其中税收收入39.00亿元，

占公共财政收入比重为81.25%；实现政府性基金收入76.10亿元，同比增长6.8%；同期仪征市公共财政支出为68.51亿元，同比增长1.2%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为70.07%。

仪征市区域内主要发债平台如下表所示，仪征市平台公司业务职责划分较清晰，仪征城发系仪征市内最大发债平台，下属子公司仪征建发主要负责仪征市内土地整理、城镇基础设施建设和保障房销售业务，子公司仪征市水交投资有限公司主要负责仪征市内水利及交通基础设施建设项目；仪征市众鑫建设开发有限公司和仪征市十二圩新区建设有限公司业务范围分别在扬州（仪征）汽车工业园和仪征市经济开发区。

表5 2019 年末仪征市主要发债平台指标对比表（单位：亿元）

公司名称	业务范围	控股股东	所有者权益	总资产	营业收入
仪征城发	仪征市	仪征市国有资产管理中心	150.79	403.38	27.11
仪征建发	仪征市	仪征城发	89.97	214.17	16.95
仪征市水交投资有限公司	仪征市	仪征城发	47.34	87.88	9.74
仪征市众鑫建设开发有限公司	扬州（仪征）汽车工业园	仪征市国有资产管理中心	66.39	137.90	8.06
仪征市十二圩新区建设有限公司	仪征市经济开发区	仪征市国有资产管理中心	52.67	90.33	5.41

资料来源：Wind，中证鹏元整理

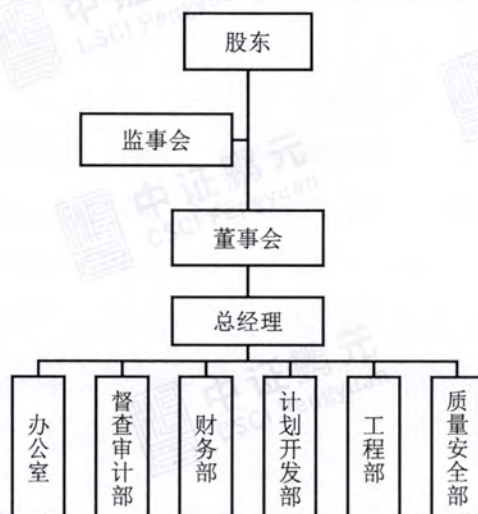
五、公司治理与管理

根据《公司法》、《公司章程》及其他有关规定，公司建立了由股东、董事会、监事会和经营管理机构构成的法人治理结构。股东是公司最高权力行使人，行使决定公司的经营方针和投资计划、委派和更换董事、审议批准董事会的报告或监事会的报告等职能。公司设董事会，其成员7人，股东代表出任的6人，由股东任命产生，职工代表出任的1人，由公司职工代表大会选举产生，董事会设董事长一人，由董事会选举产生，董事会对股东负责，行使向股东报告工作、执行股东的决议、决定公司的经营计划和投资方案等职能。公司设监事会，其成员由5人组成，其中股东代表出任的，由股东任命，职工代表出任的，由职工代表大会选举产生，监事会中职工代表比例不得低于监事总人数的三分之一，监事会行使检查公司财务、对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职能。公司设总经理一名，由董事会决定聘任或者解聘，总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案等职能。

组织结构方面，公司根据业务需要，设置办公室、督查审计部、财务部、计划开发部、

工程部和质量安全部6个部门。截至2020年末公司组织结构图如下。

图2 截至2020年末公司组织结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司作为仪征市土地开发、城市基础设施投资建设重要主体之一，主营业务涉及土地整理、基础设施及安置房建设等。近年公司主营业务收入存在一定波动，2017-2019年公司分别实现主营业务收入15.56亿元、20.43亿元和16.91亿元。从收入构成来看，土地整理、代建工程和房屋销售业务是公司主要收入来源，2019年末分别占主营业务收入的52.33%、5.91%和40.77%。毛利率方面，公司土地整理业务中委托方就土地平整项目审计成本确定回购金额，虽未约定但近年项目毛利率均在30%以上，同时仪征市人民政府将一定比例的土地出让收益拨付至公司以补偿配套基础设施建设成本，故公司土地整理业务毛利率较高，近年均维持在30%以上；近年公司代建工程收入全部来源于安置房代建收入，委托方以约定结算价向公司购买安置房，业务整体利润水平偏低；公司房屋销售业务主要为安置房的定向销售和商品房销售，安置房销售价格一般低于市场均价，得益于商品房销售收入占比提高，近年公司房屋销售业务毛利率有所提高。综合影响下，2017-2019年公司主营业务毛利率分别为20.38%、19.71%和23.21%。

表6 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	88,488.97	30.06%	77,350.60	40.04%	73,999.13	36.47%
代建工程	10,000.00	9.77%	39,761.84	8.66%	30,000.00	7.42%
房屋销售	68,936.28	16.32%	84,985.44	7.95%	49,469.39	6.09%
供水服务	0.00	-	1,852.73	-26.53%	1,728.31	-32.92%
租赁及管理费	0.00	-	91.67	-174.61%	0.00	-
担保收入	548.98	-3.05%	160.24	-23.48%	0.00	-
检测收入	664.50	8.03%	0.00	-	0.00	-
服务费收入	421.14	90.60%	0.00	-	0.00	-
其他	22.77	35.09%	76.70	-284.11%	448.79	12.90%
合计	169,082.65	23.21%	204,279.22	19.71%	155,645.62	20.38%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

近年公司土地整理收入持续增长，在整土地规模较大，公司土地整理业务持续性较好，但考虑到土地出让易受房地产调控、土地出让政策以及当地政府未来土地出让计划的影响，公司未来土地整理收入规模及实现时间存在一定不确定性

作为仪征市重要的土地整理和基础设施建设主体，公司承担了大量土地整理项目，目前公司主要业务区域位于滨江新城。根据仪征市政府规划，公司对相应土地完成拆迁、配套基础设施建设工作，使土地达到三通一平，即水通、电通、路通和场地平整，使得土地满足可供出让条件。公司土地整理业务可分为三种模式：第一种模式是受仪征市恒耀建设投资有限公司（以下简称“恒耀投资”）¹委托开展的以拆迁及土地平整为主的土地整理业务；第二种模式是受仪征市人民政府委托开展的土地整理配套基础设施建设业务；第三种模式系自有土地出让。

第一种模式下，恒耀投资委托公司实施对滨江新城内房屋拆迁、危房拆除、土地平整等工作，公司实际发生的成本由仪征市审计局的审计结果确定，恒耀投资根据审定成本确定回购金额。第二种模式下，针对地块周边的道路、桥梁等基础设施建设项目，仪征市人民政府委托公司进行建设以完善出让地块的配套基础设施，提高相关地块的综合价值，仪征市人民政府将相关土地出让收益的一定比例拨入公司作为项目工程支出的补偿。第三种模式下，为配合仪征市城区功能性项目建设，仪征市自然资源局收储公司拥有权益的部分授权经营土地，并将其出让给用地企业，仪征市人民政府将公司缴纳的土地出让金返还至公司。

近年随着土地整理项目逐步完工结算，公司土地整理收入增长较快，2017-2019年公

¹ 恒耀投资系仪征市基础设施建设平台之一，控股股东为仪征城投，实际控制人为仪征市人民政府。

公司分别确认土地整理收入7.40亿元、7.74亿元和8.85亿元，年复合增长率达9.35%。近年恒耀投资给予公司土地整理项目的加成金额较高，且仪征市人民政府土地出让收益拨付比例维持在80%，公司土地整理业务毛利率维持在较高水平，2017-2019年分别为36.47%、40.04%和30.06%。

表7 2017-2019 年土地整理收入明细（单位：万元）

年份	项目名称	确认成本	确认收入
2019 年	新城镇土地整理项目	12,404.93	23,300.97
	道路、桥梁等土地整理配套	30,000.00	46,288.00
	新东园路东侧、国民路北侧地块出让	19,488.56	18,900.00
	合计	61,893.50	88,488.97
2018 年	新城镇土地整理项目	19,250.30	32,446.60
	道路、桥梁等土地整理配套	27,132.27	44,904.00
	合计	46,382.57	77,350.60
2017 年	新城镇土地整理项目	32,009.87	50,922.33
	道路、桥梁等土地整理配套	15,000.00	23,076.80
	合计	47,009.87	73,999.13

注：新东园路东侧、国民路北侧地块出让成本高于收入，主要系政府将公司缴纳的土地出让金返还至公司，但未返还相关税费所致。

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司正在整理的土地面积达 2,017 亩，已累计投入 15.02 亿元，其中账面价值 6.82 亿元土地整理成本尚未结转。目前公司在整地块主要位于仪征主城区东部的滨江新城，是仪征市政府重点规划和开发的区域，根据仪征市人民政府向恒耀投资下发的《关于实施滨江新城区域土地整理项目的决定》，滨江新城区域土地整理范围约 1.86 万亩，且恒耀投资委托公司具体实施土地整理项目，近年来，随着区域内道路、学校、医院等基础设施逐步完善，以及大型商业项目陆续入驻，区域房地产开发市场持续向好，公司土地整理业务持续性较好，但易受国家对房地产行业的调控、土地政策以及当地政府未来土地出让计划的影响，公司未来土地整理收入规模及实现时间存在一定不确定性。

表8 截至 2019 年末公司在整理土地（亩、亿元）

土地位置及名称	面积	预计收益
真州东路以北、石桥河以东、建安路以西	322	11.27
真州东路以北、G328 以南、江城路以东	383	13.4
江城以东、S125 以西、文兴路以南、古运河路以北	280	9.8
建安路以东、国民路以南、仪泗河以北	172	6.02
江城以东、S125 以西、S356 以南、宝船路以北	345	12.07
江城以西、建安路以东、S356 以南、宝船路以北	408	15.5
S356 以南、国民路以西	107	4.06

合计

2,017

72.12

资料来源：公司提供

近年公司代建工程收入全部来源于安置房代建，受政府回购计划影响，收入规模存在一定波动；未来随着公司基础设施建设项目完工结算，可为公司带来一定业务收入

公司代建工程业务范围涉及基础设施建设（含景观改造、道路桥梁、公用场馆等）、居民安置及保障房建设等。基础设施建设方面，公司代建项目前期建设资金由公司自行筹措，项目建成后，仪征市政府一般按5%-10%的收益加上成本作为回购金额。安置房建设方面，根据公司与仪征市人民政府下属单位仪征市城市规划控制区农民集中安置项目建设前沿指挥部（以下简称“安置项目指挥部”）签订的《代建安置房协议书》，安置项目指挥部委托公司代建滨江新村二期、五一花苑B区和C区等拆迁安置房，双方约定房源概况、房屋价格等信息，在公司交付全部安置房及配套车库并经项目审计后，双方确认交房面积并协商确认安置房回购结算计划，安置项目指挥部可分期支付公司回购款，但回购期不超过5年。实际操作中，由仪征市滨江新城管理委员会对安置房进行回购并支付回购款。

近年公司代建工程收入全部来源于安置房回购收入，随着政府回购计划的推进，公司代建工程收入逐年增加，2017-2019年公司分别实现工程代建收入3.00亿元、3.98亿元和1.00亿元。受安置房政府指导价的影响，公司安置房代建业务毛利率水平较低，近年均在10%以下。

表9 2017-2019 年公司代建工程业务收入明细表（单位：万元）

年份	项目名称	确认成本	确认收入
2019 年	五一花苑 C 区	9,023.29	10,000.00
	合计	9,023.29	10,000.00
2018 年	五一花苑 C 区	27,069.87	30,000.00
	五一花苑 B 区	9,248.68	9,761.84
	合计	36,318.55	39,761.84
2017 年	五一花苑 B 区	27,775.09	30,000.00
	合计	27,775.09	30,000.00

资料来源：公司提供

目前公司主要在建工程项目包括公园提升改造、滨江新城整体城镇化一期项目等。截至2019年末，公司主要在建项目计划总投资合计25.20亿元，代建项目已投资6.08亿元，尚需投资4.10亿元，未来随着代建工程项目完工结算，可为公司带来一定业务收入。

表10 截至 2019 年末公司主要在建工程项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资
公园提升改造	2,000.00	277.30

滨江新城整体城镇化一期项目	223,300.00	186,525.71
中医院东区分院	26,700.00	24,220.49
合计	252,000.00	211,023.50

注：滨江新城整体城镇化一期项目中包含土地整理成本 15.02 亿元，其中 8.20 亿元已确认收入。

资料来源：公司提供

受政府安置计划、商品房销售情况等因素影响，近年公司房屋销售收入存在一定波动；公司待回购及销售的安置房规模较大，业务收入较有保障，但收入实现时间存在一定不确定性

公司房屋销售业务分为安置房和商品房销售业务。除了上述的委托代建模式外，公司通过定向销售实现相关收益，即按照协议约定的价格向拆迁户销售，此外超过安置需求的安置房由公司面向市场销售。安置房项目中新北花苑项目由新城镇人民政府代为向拆迁户定向销售，新城镇财政部门归集拆迁户购房款后划转至公司。

近年公司销售的安置房项目包括五一花苑B区和C区、新北花苑和惠民花园，2017-2019年公司分别实现安置房销售收入4.95亿元、7.67亿元和2.92亿元。受政府指导价格影响，公司安置房销售价格一般低于市场价格，毛利率水平不高。截至2019年末，公司安置房项目已基本完工，公司存货中五一花苑C区、滨江新村二期等安置房项目开发成本共计16.52亿元，公司待销售或待政府回购的安置房项目规模较大，未来业务收入较有保障，但考虑到相关收入实现受到销售计划、委托方资金安排等因素影响，收入实现时间尚存在不确定性。

公司商品房销售业务主要由子公司江苏晟泰置业有限公司（以下简称“晟泰置业”）负责，公司以自有资金作为项目启动金，在市场上通过招拍挂购买土地并建设，按照市场价格对外销售。2018-2019年公司商品房晟泰一品项目分别实现收入0.83亿元和3.98亿元。截至2019年末，公司在建房产项目为商品房项目晟泰一品，计划总投资11.00亿元，已投资7.40亿元，可供出售面积为11.30万平方米，已售5.68万平方米，此外考虑到该项目尚需投资3.60亿元，公司建设资金压力有所加大，需关注未来业务可持续情况。

近年来公司在资本注入和财政补贴等方面获得了外部的大力支持

作为仪征市重要的土地整理和基础设施建设主体，公司在资本注入和财政补贴方面得到了外部的大力支持。资本注入方面，2017-2019年公司股东、仪征市政府通过股权划拨等方式净增加公司资本公积40.35亿元，显著提升了公司的资本实力；财政补贴方面，2017-2019年及2020年1-9月公司分别获得来自仪征市政府的补贴收入1.50亿元、1.58亿元、2.01亿元和1.03亿元，有效提升了公司的盈利水平。

表11 近年来公司资本公积变动情况（单位：亿元）

年份	单位	内容	金额
2019 年	仪征城发	28 亿元往来款转作资本性投入	28.00
	仪征市国资办	扬州市建和城市建设发展集团有限公司、仪征市教育发展投资有限公司等公司股权划入	13.26
	仪征市国资办	仪征市扬子江融资担保有限公司股权无偿划出	-2.55
2018 年	仪征市国资办	仪征智新投资发展有限公司股权等公司股权划转	1.65

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2017-2019年三年连审审计报告，以及未经审计的2020年三季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。近年公司合并报表范围变化情况见下表。

表12 2017-2019 年合并报表范围子公司变化情况

时间	子公司名称	变动情况
2017 年	扬州鸿泰置业有限公司	新增，新设
2018 年	仪征市建设工程交易中心	新增，非同一控制下合并
	仪征市工业企业贷款担保有限责任公司	新增，非同一控制下合并
	仪征市兴业房地产开发有限公司	新增，非同一控制下合并
	仪征市房屋拆迁服务有限公司	新增，非同一控制下合并
	仪征市恒宇房地产网络咨询服务有限公司	新增，非同一控制下合并
	仪征市恒信房屋安全鉴定技术服务有限公司	新增，非同一控制下合并
	仪征建华建设工程质量检测有限公司	新增，非同一控制下合并
	仪征市建辰工程项目管理咨询有限公司	新增，非同一控制下合并
	仪征市贵华工程测量业务咨询服务中心	新增，非同一控制下合并
	仪征市建辰市政公用工程设计有限公司	新增，非同一控制下合并
	仪征市建伟施工图审查有限公司	新增，非同一控制下合并
	仪征市维安建筑工程安全技术咨询服务有限公司	新增，非同一控制下合并
	仪征智新投资发展有限公司	新增，同一控制下企业合并
	仪征水和机电设备安装维护工程有限公司	减少，无偿划出
	仪征市水务建设发展有限公司	减少，无偿划出
	仪征市水达供水有限公司	减少，无偿划出
	仪征市水达工程建设有限公司	减少，无偿划出
	仪征市建泰物业有限公司	减少，无偿划出
2019 年	扬州鼎轩建设工程有限公司	新增，非同一控制下合并

泰州市联衡建设工程有限公司

新增，非同一控制下合并

仪征市扬子江融资担保有限公司

减少，无偿划出

注：2020年1-9月公司合并范围内子公司未变更。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年公司资产规模增长较快，流动资产占总资产比重极高，但流动资产中存货和应收款项占比较大，整体资产流动性较弱

近年公司资产规模增长较快，截至2019年末资产总额为214.17亿元，2017-2019年年均复合增长率达12.84%。从资产结构看，公司资产以流动资产为主，2019年末流动资产占总资产的92.98%。2020年9月末，公司总资产账面价值259.15亿元，流动资产占比进一步增至94.16%。

2019年末公司货币资金账面余额为22.33亿元，2017-2019年年均复合增长率达65.65%，其中10.64亿元系票据保证金而使用受限，受限比例为47.63%；2020年9月末，公司货币资金同比增长41.24%至31.54亿元，主要系公司成功发行20亿元“20仪征01”和“20仪征02”两只债券，筹资活动现金流入规模较大，债券募集资金均用于偿还公司有息债务。近年公司应收账款规模存在一定波动，2019年末账面价值14.38亿元，公司主要应收对象包括新城镇人民政府、仪征市财政局和恒耀投资，应收上述单位的款项合计占公司应收账款余额的99.93%，集中度较高；截至2019年末，公司账面价值6.24亿元的应收账款已用于借款抵押，占比43.39%。

其他应收款主要系公司应收其他单位往来款项，近年公司其他应收款规模持续增长，2017-2019年年均复合增长率达15.98%，2019年末账面价值为93.09亿元，占总资产的比重为43.46%，公司主要应收对象包括恒耀投资、仪征城投、仪征城发和仪征市鼓楼街商业广场（以下简称“鼓楼广场”），应收上述单位的款项合计占公司其他应收款余额的73.67%；其中公司应收的恒耀投资和仪征城投往来款主要用于推进地方基建项目的建设，根据恒耀投资和仪征城投出具的偿付计划说明，将分别于2023年内偿还借款33.29亿元和15.85亿元；鼓楼广场主要负责仪征市鼓楼街商铺的租赁管理，为加强完善其市场管理服务，公司对其进行资金支持，根据鼓楼广场出具的偿付计划说明，将于2021年内偿还借款9.60亿元；2020年9月末公司其他应收款增至124.32亿元，较2019年末增长33.55%，主要系公司应收恒耀投资、仪征市城东投资发展有限公司等单位的往来款增加所致；考虑到公司应收款项的应收对象主要为地方政府和国有企业，款项回收风险不大，但回款周期较长，对营运资金形成较大占用。

截至2019年末，公司存货账面价值达63.93亿元，占总资产的29.85%，主要由开发成本（20.38亿元）、土地使用权（30.74亿元）和市政基础设施项目（12.82亿元）构成，其中开发成本包括安置房和商品房建设投入，市政基础设施项目包括代建基础设施投入和土地整理成本；2019年末公司土地面积合计87.89万平方米，全部为出让用地，土地用途多为商住，且均已缴纳土地出让金，期末账面价值8.54亿元的土地已用于抵押，占土地资产账面价值的27.77%；2020年9月末公司存货账面价值增至66.35亿元，较2019年末增长3.77%。

2019年公司可供出售金融资产增长较快，期末账面价值13.26亿元，同比大幅增长，主要系当期仪征市国资办将扬州市建和城市建设发展集团有限公司等²多家公司股权划入所致。截至2019年末，公司使用权受限资产合计25.41亿元，占总资产的比重为11.86%。

表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	315,357.68	12.17%	223,273.23	10.42%	210,117.98	12.12%	81,367.15	4.84%
应收账款	157,643.17	6.08%	143,755.74	6.71%	159,331.74	9.19%	74,267.57	4.42%
其他应收款	1,243,214.47	47.97%	930,890.40	43.46%	748,926.29	43.20%	692,016.34	41.14%
存货	663,450.06	25.60%	639,339.33	29.85%	534,833.60	30.85%	618,424.96	36.77%
流动资产合计	2,440,226.28	94.16%	1,991,470.24	92.98%	1,715,074.36	98.93%	1,602,822.61	95.29%
可供出售金融资产	132,550.26	5.11%	132,550.26	6.19%	0.00	0.00%	4,005.00	0.24%
非流动资产合计	151,241.64	5.84%	150,274.51	7.02%	18,596.33	1.07%	79,155.25	4.71%
资产总计	2,591,467.93	100.00%	2,141,744.75	100.00%	1,733,670.69	100.00%	1,681,977.85	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告以及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

整体上看，近年公司资产规模增长较快，但资产中存货和应收款项占比较大，应收款项回款周期较长，对营运资金形成较大占用，存货主要由项目建设成本及土地资产组成，项目建设成本变现依赖于项目结算安排及房屋销售进度，土地资产难以短期集中变现且部分已抵押，整体资产流动性较弱。

盈利能力

近年公司营业收入存在一定波动，主营业务盈利能力尚可，近年财政补贴有效提升了公司的盈利水平

近年公司营业收入主要来源于土地整理、房屋销售和代建工程业务，2017-2019年分

² 根据仪征市国资办文件，同意将仪征建阳市政公用设施养护有限公司、扬州市建和城市建设发展集团有限公司、仪征市教育发展投资有限公司等股权交由公司托管，但仍由仪征市国资办行使经营和财务决策权，故上述公司未纳入合并范围。

别实现营业收入15.70亿元、20.78亿元和16.95亿元，存在一定波动；2020年1-9月，公司营业收入为6.39亿元。截至2019年末，公司已投资未确认收入的土地整理成本、基础设施项目和房产项目投入合计为33.20亿元，未来收入较有保障。毛利率方面，2017-2019年及2020年1-9月公司综合毛利率分别为20.87%、20.34%、23.38%和32.28%，毛利率处于良好水平，主营业务具备一定的盈利能力。

作为仪征市重要的土地整理和基础设施建设主体，2017-2019年及2020年1-9月公司分别获得补助收入1.50亿元、1.58亿元、2.01亿元和1.03亿元，占同期利润总额的比例分别为47.96%、50.12%、65.90%和98.43%，财政补贴有效提升了公司的盈利水平。

表14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
营业收入	63,871.11	169,452.47	207,836.97	157,034.42
其他收益	10,276.80	20,117.03	15,000.00	15,000.00
营业利润	10,979.37	30,538.00	30,798.73	31,278.43
利润总额	10,440.32	30,527.05	31,573.61	31,273.61
综合毛利率	32.28%	23.38%	20.34%	20.87%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告以及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流整体表现不佳，面临一定资金压力

2017-2019年公司经营业务回款情况持续改善，收现比分别为0.64、0.79和0.92；2020年1-9月公司收现比为0.60，主要系公司主营业务回款多于年末进行。2018年公司部分在建项目已完工或进入建设尾期，主营业务现金收支平衡较好；2019年公司购置土地流出现金规模较大，主营业务现金净流出规模有所扩大。公司收到、支付的其他与经营活动有关的现金主要系公司往来款流入流出，2019年及2020年1-9月往来款净流出规模较大。综合来看，2017-2019年及2020年1-9月公司经营活动现金流净额分别为-10.65亿元、13.96亿元、-22.86亿元和-18.65亿元，经营性现金流整体表现不佳。

近年公司投资活动主要为理财产品的购买与回收、对其他单位的有息资金拆借及对子公司的投资等，2017-2019年及2020年1-9月投资活动产生的现金流净额分别为1.19亿元、0.11亿元、-0.23亿元和-1.38亿元，其中2017年公司投资活动现金流入规模较大，主要系当期公司收回对仪征市美地实业投资有限公司的5.45亿元有息借款；2020年1-9月公司投资活动现金净流出规模扩大，主要系当期公司向民营企业东晟兴诚集团有限公司提供1.20亿元借款。

筹资活动方面，公司主要通过银行借款、债券发行、融资租赁等途径进行融资，2017-2019年及2020年1-9月公司筹资活动现金流净额分别为4.81亿元、-4.83亿元、20.98亿元和26.74亿元，波动较大，2018年公司筹资活动现金呈净流出状态主要系当期公司股票融资保证金支出增加，随着公司融资力度加大，2019年及2020年1-9月公司筹资活动现金呈大规模净流入状态。考虑到公司经营活动现金流整体表现不佳，且2019年末主要在建项目尚需投资7.70亿元，加之土地整理项目尚需资金投入，公司面临一定资金压力。

表15 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
收现比	0.60	0.92	0.79	0.64
销售商品、提供劳务收到的现金	38,560.74	155,920.74	163,464.73	100,429.01
收到的其他与经营活动有关的现金	518,696.92	620,853.21	342,407.61	675,195.67
经营活动现金流入小计	557,257.76	776,773.95	505,872.34	775,624.68
购买商品、接受劳务支付的现金	52,199.94	208,294.03	40,107.74	170,891.06
支付的其他与经营活动有关的现金	685,867.90	792,018.71	318,827.59	702,330.42
经营活动现金流出小计	743,792.78	1,005,360.98	366,295.37	882,147.98
经营活动产生的现金流量净额	-186,535.02	-228,587.03	139,576.98	-106,523.30
投资活动产生的现金流量净额	-13,849.07	-2,304.27	1,140.88	11,874.94
筹资活动产生的现金流量净额	267,448.54	209,753.55	-48,324.03	48,128.70
现金及现金等价物净增加额	67,064.46	-21,137.75	92,393.83	-46,519.66

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告以及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增长较快，偿债压力有所加大

近年公司外部融资力度持续加大，2020年9月末负债总额为168.13亿元，较2017年末增长44.52%。随着子公司股权划转以及股东资本注入，近年公司所有者权益有所波动，但整体呈现增长态势，2020年9月末公司所有者权益为91.02亿元。整体来看，公司产权比率存在一定波动，2020年9月末为184.72%，公司所有者权益对负债的保障程度较弱。

表16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
负债总额	1,681,272.30	1,242,015.08	1,245,982.17	1,163,365.12
所有者权益	910,195.63	899,729.67	487,688.52	518,612.73
产权比率	184.72%	138.04%	255.49%	224.32%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告以及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2020年9月末公司流动负债占比58.13%。

公司短期借款主要用于补充流动资金，2019年末账面余额9.66亿元，包括保证借款（7.66亿元）、质押借款（1.00亿元）和多种担保方式组合（1.00亿元）；2020年9月末公司短期借款增至14.30亿元，较2019年末增长48.02%。公司应付票据主要用于融资及工程结算，近年持续增加，2019年末账面余额为9.79亿元，包括银行承兑汇票（5.50亿元）和商业承兑汇票（4.29亿元）；2020年9月末公司应付票据账面余额增至12.00亿元。公司预收账款主要为预收的安置房和商品房销售款，2020年9月末账面余额5.06亿元。公司其他应付款主要是公司与其他单位的往来款，2019年末账面余额为28.43亿元，同比下降42.56%，主要系股东仪征城发将2017年1月至2019年6月累计转入公司的28亿元作为资本性投入，增加公司资本公积；2020年9月末公司其他应付款增至39.12亿元，主要应付对象包括股东仪征城发、鼓楼广场等地方国有企业，款项偿付时间具有一定弹性。2020年9月末，公司一年内到期的非流动负债账面余额25.33亿元，给公司带来较大的即期偿付压力。

为满足项目长期建设资金需求，公司长期借款规模较大，2019年末公司长期借款账面余额为28.75亿元，包括保证借款（18.45亿元）和多种担保方式组合借款（10.30亿元）；2020年9月末公司长期借款账面余额增至32.85亿元，较2019年末增长14.25%。需注意的是，公司一年内到期的非流动负债及长期借款中存在信托借款、债权融资计划等非标债务。2020年1-9月，公司成功发行“20仪征01”和“20仪征02”，2020年9月末公司新增应付债券20.00亿元。2020年9月末公司长期应付款账面余额为9.49亿元，其中应付融资租赁款8.51亿元。2019年末其他非流动负债账面余额7.57亿元，包括长期债权融资计划（3.60亿元）、资产收益权（3.92亿元）和应收账款收益权产品（0.05亿元）；2020年9月末其他非流动负债进一步增至8.07亿元。

表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	143,000.00	8.51%	96,611.00	7.78%	53,150.00	4.27%	52,106.00	4.48%
应付票据	120,000.00	7.14%	97,850.00	7.88%	59,926.00	4.81%	17,000.00	1.46%
预收款项	50,642.46	3.01%	62,065.40	5.00%	77,178.91	6.19%	45,236.50	3.89%
其他应付款	391,158.68	23.27%	284,348.64	22.89%	495,028.87	39.73%	453,715.74	39.00%
一年内到期的非流动负债	253,345.72	15.07%	232,214.68	18.70%	190,793.38	15.31%	203,028.64	17.45%
流动负债合计	977,249.56	58.13%	794,575.01	63.97%	896,435.02	71.95%	803,187.22	69.04%
长期借款	328,490.00	19.54%	287,514.42	23.15%	225,050.00	18.06%	288,418.00	24.79%
应付债券	200,000.00	11.90%	-	-	-	-	-	-
长期应付款	94,855.75	5.64%	84,230.65	6.78%	54,864.14	4.40%	71,759.90	6.17%
其他非流动负债	80,677.00	4.80%	75,695.00	6.09%	69,633.00	5.59%	0.00	0.00%

非流动负债合计	704,022.75	41.87%	447,440.08	36.03%	349,547.14	28.05%	360,177.90	30.96%
负债合计	1,681,272.30	100.00%	1,242,015.08	100.00%	1,245,982.17	100.00%	1,163,365.12	100.00%
其中：有息债务	1,090,568.47	64.87%	766,465.76	61.71%	589,490.52	47.31%	609,842.55	52.42%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告以及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

近年公司有息债务规模波动增长，2020 年 9 月末达 109.06 亿元，较 2017 年末增长 78.83%，占负债总额的 64.87%，其中短期有息债务规模为 39.63 亿元，公司短期有息债务规模相对较大。从偿债指标看，公司资产负债率有所波动，受益于 2019 年公司应付仪征城发往来款项转为股东资本注入，2019 年末公司资产负债率下降至 57.99%，但随着融资力度加大，2020 年 9 月末公司资产负债率增至 64.88%，负债经营程度较高。2020 年 9 月末公司现金短期债务比为 0.80，考虑到部分货币资金作为票据保证金使用受限，公司短期债务偿还能力弱于账面表现；2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.92，有息债务与 EBITDA 之比增至 14.97，公司偿债压力有所加大。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	64.88%	57.99%	71.87%	69.17%
现金短期债务比	0.80	0.68	0.86	0.32
EBITDA 利息保障倍数	-	0.92	1.44	1.10
有息债务/EBITDA	-	14.97	11.57	13.57

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告以及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目收益是本期债券按时还本付息资金的主要来源。本期债券募投项目建成后，将面向社会公开提供服务，根据可行性研究报告，在本期债券存续期内，预计可实现收入 7.17 亿元，为本期债券本息的偿付提供了一定资金来源。但值得关注的是，募投项目净收益无法覆盖本期债券本息，且本期债券募投项目在建设过程中可能存在成本价格上涨以及其他不可抗拒的问题，将导致募投项目实际投资超出预算、无法按时顺利完工等情况，此外受市场需求和价格波动等因素影响，募投项目可能存在无法实现预期收益的风险。

公司经营活动获取的现金是本期债券还本付息资金的重要来源。近年公司营业收入主要来源于土地整理、房屋销售和代建工程业务，2017-2019 年分别实现营业收入 15.70 亿元、20.78 亿元和 16.95 亿元，存在一定波动，目前公司已投入但尚未确认收入项目规模较大，土地储备较丰富，未来业务收入较有保障，公司经营活动将成为本期债券偿还的重要保障，

但考虑到公司未来收入规模及实现时间受多重因素影响，存在一定不确定性，且公司经营现金流稳定性较弱，使经营现金流对本期债券的保障存在不确定性。

公司的资产变现是本期债券的另一项偿债资金来源。截至2019年末，公司存货中土地资产共计30.74亿元，其中未抵押土地账面价值22.20亿元，在极端情况下，以上资产可以通过变现提供偿债资金。需要注意的是，公司土地资产短期内集中处置难度较大，且变现价值存在一定的不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

江苏再担保为公司拟发行的本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用及其他应支付的费用。江苏再担保承担保证责任的期限为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

江苏再担保原名为江苏省信用再担保有限公司，成立于2009年12月，初始注册资本30亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省属再担保机构，2017年1月更名为现名。2018年9月，江苏再担保资本公积和未分配利润分别转增资本2.27亿元和3.46亿元，注册资本由57.34亿元增加至63.08亿元。2019年3月，江苏再担保注册资本增加至72.75亿元，新增注册资本9.67亿元由宿迁市人民政府、扬州龙川控股金融投资有限公司、新沂市人民政府、徐州市贾汪城市建设投资有限公司、江苏润城资产经营集团有限公司、江苏裕华投资开发集团有限公司和淮安高新技术产业开发区管理委员会分别缴纳2.75亿元、2.00亿元、1.00亿元、1.00亿元、1.00亿元、1.00亿元和0.92亿元。2019年12月，江苏再担保注册资本增加至73.75亿元，新增注册资本1亿元由南京溧水国资经营集团有限公司缴纳；同时，江苏省人民政府将其持有江苏再担保的全部股权无偿划转至江苏省财政厅。2020年2月，江苏再担保注册资本增加至75.63亿元，新增注册资本1.88亿元由金湖县金宁资产经营管理有限公司和泰州医药高新技术产业投资发展有限公司分别缴纳1.00亿元和0.88亿元。经过多次增资和股权转让，截至2020年3月末江苏再担保注册资本和实收资本均为75.63亿元，控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅，其持股比例为28.13%，其他股东主要为江苏省地方各级政府和国有企业。

表19 截至2020年3月31日江苏再担保股权结构

股东名称	出资额（万元）	持股比例（%）
江苏省财政厅	212,763.10	28.13

江苏省国信集团有限公司	44,000.00	5.82
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	4.36
常州市新北区人民政府	33,000.00	4.36
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	4.36
宿迁市人民政府	27,522.94	3.64
丹阳市人民政府	22,000.00	2.91
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	22,000.00	2.91
扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	2.91
如皋市人民政府	22,000.00	2.91
常州市钟楼新城投资建设有限公司	22,000.00	2.91
扬州经济技术开发区开发总公司	22,000.00	2.91
扬州龙川控股金融投资有限公司	20,000.00	2.64
其他 25 名股东	221,023.87	29.22
合计	756,309.91	100.00

资料来源：江苏再担保提供，中证鹏元整理

江苏再担保主要从事直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款、典当等业务。担保业务收入、利息收入和融资租赁业务收入是江苏再担保的三大收入来源，2019年分别占营业总收入的56.10%、23.20%和18.30%。江苏再担保的担保业务收入以直接担保业务收入为主，利息收入主要来自信托产品、委托贷款、小额贷款、典当业务等。随着各主要业务的发展，2017-2019年江苏再担保营业总收入持续增长，分别为11.26亿元、13.31亿元和18.26亿元，年均复合增长率为27.38%。

表20 2017-2019 年江苏再担保营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	102,460.75	56.10%	65,680.96	49.36%	55,230.46	49.07%
其中：直接担保业务收入	78,574.04	43.02%	55,802.55	41.93%	50,813.02	45.14%
再担保业务收入	23,886.71	13.08%	9,878.41	7.42%	4,417.44	3.92%
利息收入	42,375.41	23.20%	40,656.03	30.55%	31,731.11	28.19%
融资租赁业务收入	33,428.39	18.30%	21,996.44	16.53%	13,725.66	12.19%
其他收入	4,371.70	2.39%	4,737.44	3.56%	11,876.88	10.55%
合计	182,636.25	100.00%	133,070.87	100.00%	112,564.11	100.00%

注：2017年财务数据采用2018年审计报告的上期数。

资料来源：江苏再担保 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年12月31日，江苏再担保资产总额为172.17亿元，所有者权益合计104.52亿元；2019年度，江苏再担保实现营业总收入18.26亿元，利润总额6.40亿元。

表21 江苏再担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	174.97	172.17	143.93	122.24
所有者权益合计	104.82	104.52	75.27	71.73
营业总收入	3.79	18.26	13.31	11.26
担保业务收入	1.78	10.25	6.57	5.52
利息收入	-	4.24	4.07	3.17
投资收益	0.06	0.92	0.56	0.75
利润总额	1.26	6.40	5.04	4.41
净资产收益率	-	5.35%	5.15%	4.51%
担保余额*	-	1,230.43	1,215.72	1,036.64
融资担保责任余额*	-	664.72	476.60	623.94
其中：融资性直接担保责任余额*	-	509.60	452.98	452.04
融资性再担保责任余额*	-	155.12	23.62	171.90
当期担保发生额*	-	860.16	1,021.87	901.56
准备金覆盖率*	-	2.44%	3.04%	2.09%
融资担保放大倍数（合计）（倍）*	-	9.00	8.59	8.70
其中：融资担保放大倍数（直保）（倍）*	-	6.90	8.17	6.30
融资担保放大倍数（再保）（倍）*	-	2.10	0.43	2.40
当期担保代偿率*	-	0.04‰	0.04‰	0.97‰

注1：2017年财务数据采用2018年审计报告的上期数。

注2：“*”表示数据为母公司口径。

注3：自2018年起融资担保责任余额和融资担保放大倍数按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：江苏再担保2018-2019年审计报告、2020年一季度财务报表及江苏再担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2021年2月3日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，公司各项债务融资工具无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额为6.09亿元，占同期末所有者权益的比重为6.77%。

公司对外担保对象均为地方国有企业，或有负债风险总体可控。

表22 截至2019年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保事项	担保类型
仪征市鼓楼街商业广场	19,800.00	贷款	保证担保
仪征市水达供水有限公司	1,000.00	贷款	保证担保
仪征市恒耀建设投资有限公司	8,000.00	银行承兑汇票、贷款	保证担保
仪征临江建设发展有限公司	4,500.00	贷款	保证担保
仪征市城市发展投资控股集团有限公司	22,932.50	贷款	保证担保
仪征市城市发展投资控股集团有限公司	4,689.28	贷款	抵押担保
合计	60,921.78	-	-

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年9月	2019年	2018年	2017年
货币资金	315,357.68	223,273.23	210,117.98	81,367.15
其他应收款	1,243,214.47	930,890.40	748,926.29	692,016.34
存货	663,450.06	639,339.33	534,833.60	618,424.96
资产总计	2,591,467.93	2,141,744.75	1,733,670.69	1,681,977.85
短期借款	143,000.00	96,611.00	53,150.00	52,106.00
其他应付款	391,158.68	284,348.64	495,028.87	453,715.74
一年内到期的非流动负债	253,345.72	232,214.68	190,793.38	203,028.64
长期借款	328,490.00	287,514.42	225,050.00	288,418.00
应付债券	200,000.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	94,855.75	84,230.65	54,864.14	71,759.90
负债合计	1,681,272.30	1,242,015.08	1,245,982.17	1,163,365.12
有息债务	1,090,568.47	766,465.76	589,490.52	609,842.55
所有者权益合计	910,195.63	899,729.67	487,688.52	518,612.73
营业收入	63,871.11	169,452.47	207,836.97	157,034.42
营业利润	10,979.37	30,538.00	30,798.73	31,278.43
利润总额	10,440.32	30,527.05	31,573.61	31,273.61
经营活动产生的现金流量净额	-186,535.02	-228,587.03	139,576.98	-106,523.30
投资活动产生的现金流量净额	-13,849.07	-2,304.27	1,140.88	11,874.94
筹资活动产生的现金流量净额	267,448.54	209,753.55	-48,324.03	48,128.70
财务指标	2020年9月	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	32.28%	23.38%	20.34%	20.87%
收现比	0.60	0.92	0.79	0.64
产权比率	184.72%	138.04%	255.49%	224.32%
资产负债率	64.88%	57.99%	71.87%	69.17%
现金短期债务比	0.80	0.68	0.86	0.32
EBITDA（万元）	-	51,183.28	50,952.79	44,957.02
EBITDA 利息保障倍数	-	0.92	1.44	1.10
有息债务/EBITDA	-	14.97	11.57	13.57

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告以及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2020 年 9 月末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
仪征市建泰房地产开发有限公司	28,000.00	100.00%	房地产开发经营；物业服务；建材销售
仪征智新投资发展有限公司	5,000.00	100.00%	建筑工程施工、土地平整等
仪征市建设工程交易中心	53.50	100.00%	建设工程技术咨询,为建设双方交易提供商务后勤服务
仪征市工业企业贷款担保有限责任公司	30,000.00	90.08%	融资性担保业务等
仪征市滨江实业投资有限公司	5,000.00	100.00%	实业投资；自有资产管理；房屋租赁；受委托房产管理；建设工程投资与管理；土地开发；房屋拆除（不含爆破）；园林绿化工程、市政工程、房屋建筑工程、建筑装饰工程施工；建材（不含危险化学品）、苗木销售
江苏晟泰置业有限公司	24,000.00	60.00%	房地产开发经营；装饰装潢工程施工；房屋租赁；物业服务；建材、五金、机电设备、低压电器销售
仪征恒泰置业有限公司	5,000.00	60.00%	房地产开发经营；装饰装潢工程施工；房屋租赁；物业服务；建材、五金、机电设备、低压电器销售
扬州鸿泰置业有限公司	18,900.00	100.00%	房地产开发经营；建筑工程、装饰装潢工程施工；物业服务；建材、装饰装潢材料、五金、机电设备、低压电器销售
仪征市兴业房地产开发有限公司	800.00	100.00%	房地产开发、经营
仪征市房屋拆迁服务有限公司	150.00	100.00%	房屋拆迁服务
仪征市恒宇房地产网络咨询服务有限公司	100.00	100.00%	房地产网络信息咨询服务、房地产登记代理服务
仪征市恒信房屋安全鉴定技术服务有限公司	10.00	100.00%	房屋安全鉴定技术咨询服务
仪征建华建设工程质量检测有限公司	186.60	100.00%	土建二级工程质量检测服务
仪征市建辰工程项目管理咨询有限公司	30.00	100.00%	建设工程项目管理咨询、工程质量鉴定咨询等
仪征市贵华工程测量业务咨询服务中心	63.00	100.00%	工程测量咨询等
仪征市建辰市政公用工程设计有限公司	5.00	100.00%	道路、桥梁、给排水、园林绿化工程设计、咨询服务
仪征市建伟施工图审查有限公司	50.0	100.00%	房屋建筑与市政基础设施工程的施工图设计、审查
仪征市维安建筑工程安全技术咨询服务有限公司	10.00	100.00%	建筑施工企业安全技术服务咨询等
扬州鼎轩建设工程有限公司	5,000.00	100.00%	工程施工等
泰州市联衡建设工程有限公司	4,000.00	100.00%	工程施工

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + 1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{长期应付款 (有息部分)} + \text{其他非流动负债}$

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。