

信用等级通知书

东方金诚债评字【2021】224号

扬州化工产业投资发展有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“2021年第一期扬州化工产业投资发展有限公司绿色债券”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二一年八月十二日

信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与扬州化工产业投资发展有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、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。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司
2021年8月12日

2021年第一期扬州化工产业投资发展有限公司 绿色债券信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA	稳定	AAA	2021/8/12	谢延松	李英博 魏正阳

主体概况

公司是扬州市重要的基础设施建设主体，主要从事扬州化学工业园区及江苏省仪征经济开发区范围内的基础设施及安置房建设，以及扬州化学工业园区范围内的供热业务。扬州市人民政府国有资产监督管理委员会是公司控股股东和实际控制人。

债券概况

本期债券发行规模：7亿元
发行期限：7年
偿还方式：按年付息，分期还本
资金用途：项目建设、补充营运资金
增信措施：连带责任保证担保
保证人：江苏省信用再担保集团有限公司/AAA/稳定

评级模型

1.基础评分模型										
一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分			
地区 综合 实力	区域层级	20.00%	14.00	企业 经营 与 财务 实力	资产总额	36.00%	28.80			
	GDP 总量	32.00%	32.00		净资产总额	36.00%	28.80			
	GDP 增速	4.00%	1.60		资产负债率	9.00%	7.20			
	人均 GDP	4.00%	4.00		全部债务资本化比率	9.00%	5.40			
	一般公共预算收入	32.00%	25.60		补助收入/利润总额	5.00%	3.00			
	一般公共预算收入增速	4.00%	0.80		(实收资本+资本公积) /资产总额	5.00%	1.00			
	上级补助收入	4.00%	3.20							
2.二维矩阵映射				3.评级调整因素						
维度	地区综合实力								基础模型参考等级	AA+
	1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档		
企业 经营 与 财务 实力	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-
	2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-
	3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-
	4 档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+
	5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	8 档	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+
基础模型参考等级								AA+		
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。										
3.评级调整因素										
基础模型参考等级								AA+		
评级调整因素										
公司治理								-1		
4.主体信用等级								AA		
5.增信措施								连带责任保证担保		
6.本期债券信用等级								AAA		

评级观点

东方金诚认为，扬州市经济实力很强；公司主营业务具有很强的区域专营性，得到实际控制人及相关各方的支持；江苏省信用再担保集团有限公司对本期债券的连带责任保证担保具有很强的增信作用。同时，东方金诚也关注到，公司资产流动性一般，面临一定的集中偿付压力，经营活动现金流存在不确定性，公司对新划入的子公司管控力度有待加强。综合分析，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

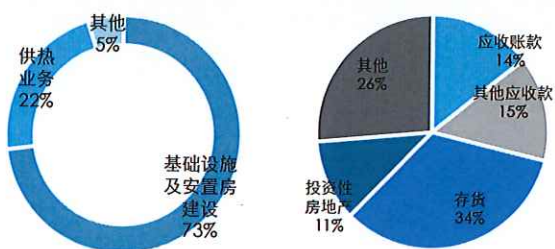
同业对比

项目	扬州化工产业投资发展有限公司	扬州新盛投资发展有限公司	温州市瓯江口开发建设投资集团有限公司	泰州华诚医学投资集团有限公司	淮安经济技术开发区经济发展集团有限公司
地区	扬州市	扬州市	温州市	泰州市	淮安市
GDP (亿元)	6048.33	6048.33	6870.90	5312.77	4025.37
GDP 增速 (%)	3.5	3.5	3.4	3.6	3.2
人均 GDP (万元)	13.26	13.26	7.18	11.50	8.83
一般公共预算收入 (亿元)	337.30	337.30	602.00	375.20	264.20
一般公共预算支出 (亿元)	668.33	668.33	1027.20	627.54	568.50
资产总额 (亿元)	360.61	164.79	378.30	242.75	364.30
所有者权益 (亿元)	149.31	73.60	163.60	75.34	179.31
营业收入 (亿元)	13.38	8.31	21.60	8.78	9.57
利润总额 (亿元)	2.52	1.14	4.05	1.95	1.68
资产负债率 (%)	58.60	55.34	56.75	68.96	50.78
全部债务资本化比率 (%)	55.19	43.80	53.27	66.40	46.29

数据来源：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2020 年，东方金诚整理

主要指标及依据

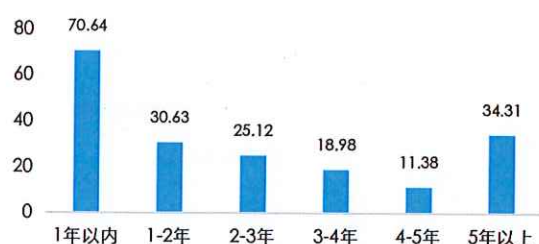
2020 年公司营业收入构成 2020 年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 Q1
资产总额	208.12	245.94	360.61	362.76
所有者权益	91.24	100.07	149.31	151.29
营业收入	15.51	17.72	13.38	5.00
利润总额	2.75	4.83	2.52	2.12
全部债务	96.30	127.03	183.93	191.05
资产负债率	56.16	59.31	58.60	58.29
全部债务资本化比率	51.35	55.94	55.19	55.81

2021 年 3 月末公司全部债务期限结构 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2018 年	2019 年	2020 年
地区	扬州市		
GDP 总量	5466.17	5850.08	6048.33
GDP 增速	6.7	6.8	3.5
人均 GDP (万元)	12.09	12.89	13.26
一般公共预算收入	340.03	328.79	337.30
一般公共预算收入增速	6.2	-3.3	2.6
上级补助收入	147.41	175.69	171.14

优势

- 扬州市是长江三角洲城市群重要城市之一, 经济总量居江苏省中游水平, 地区经济保持较快增长, 经济实力很强;
- 公司主要从事扬州化学工业园区及江苏省仪征经济开发区范围内的基础设施及安置房建设, 以及扬州化学工业园区范围内的供热业务, 主营业务具有很强的专营性;
- 作为扬州市重要的基础设施建设主体, 公司在增资、资产注入和财政补贴等方面得到实际控制人及相关各方的支持;
- 江苏省信用再担保集团有限公司对本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

关注

- 公司资产以流动资产为主, 但流动资产中以土地整理、项目建设成本为主的存货及应收类款项占比较高, 资产流动性一般;
- 公司短期有息债务规模占比较高, 面临一定的集中偿付压力;
- 公司经营活动现金流受项目结算款和往来款影响较大, 存在一定的不确定性;
- 公司对新划入的子公司管控力度有待加强。

评级展望

预计扬州市经济将保持增长, 公司主营业务将保持很强的区域专营性和竞争优势, 能够获得股东及相关各方的持续支持, 评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

历史评级信息

债券简称	主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
-	-	-	-	-	-	-

主体概况

扬州化工产业投资发展有限公司（以下简称“扬州化投”或“公司”）前身为扬州市华海建设投资有限公司，是由仪征市国有资产管理中心¹、扬州市扬子江投资发展集团有限责任公司（以下简称“扬子江投资”）、江苏金茂化工医药集团有限公司²（以下简称“金茂化工”）于2005年10月12日共同出资成立的国有公司，分别持有公司50.00%、35.00%和15.00%的股权，初始注册资本为人民币1.00亿元，实收资本为0.60亿元。2008年，扬州化学工业园区管理办公室（以下简称“扬州化工园管委会”）以土地使用权出资，增加公司注册资本5.26亿元，持有公司74.50%的股权；后经过多次增资，扬州化工园管委会持有公司89.01%股权。2019年8月，扬州化工园管委会将其持有的公司股权无偿划转至扬州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“扬州国资委”）。2020年11月，金茂化工将其持有的公司0.87%股权无偿划转至扬子江投资。截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本均为人民币17.18亿元，扬州国资委、仪征市扬子江投资发展集团有限责任公司（以下简称“扬子投资”）、扬子江投资分别持有公司89.01%、8.08%、2.91%的股权；扬州国资委是公司控股股东及实际控制人。

公司作为扬州市重要的基础设施建设主体，原主要从事扬州化学工业园区（以下简称“扬州化工园”）范围内的基础设施及安置房建设、供热业务。2020年，仪征市国有资产管理中心将所持有的仪征经济开发集团有限公司³（以下简称“仪征经开集团”）51%股权无偿划转至公司，仪征经开集团主要负责江苏省仪征经济开发区（以下简称“仪征经开区”）范围内的基础设施及安置房建设业务。目前，公司主要从事扬州化工园及仪征经开区范围内的基础设施及安置房建设，以及扬州化工园范围内的供热业务。

截至2021年3月末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共有10家，详见下表。

图表1 截至2021年3月末公司纳入合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	简称	注册资本	持股比例		取得方式	取得年份
			直接	间接		
扬州市华茂化工实业有限公司	华茂化工	20000.00	92.50	-	设立	2007
扬州化工产业园公共管廊有限公司	公共管廊	37350.00	98.13	1.73	设立	2007
扬州华泰石化物流有限公司	华泰石化	11000.00	90.00	10.00	设立	2010
江苏华海房地产开发有限公司	华海房地产	5000.00	60.00	-	设立	2011
扬州化工产业园华煦供热有限公司	华煦供热	16000.00	50.10	-	设立	2013
扬州华滋生态建设有限公司	华滋生态	10000.00	100.00	-	设立	2013
扬州华涵置业有限公司	华涵置业	35600.00	48.31	3.93	设立	2015
扬州华源供热管网有限公司	华源供热	4000.00	100.00	-	设立	2015
扬州华昇能源有限公司	华昇能源	3000.00	55.00	-	设立	2017
仪征经济开发集团有限公司	仪征经开集团	184964.50	51.00	-	划拨	2020

资料来源：公司提供，东方金诚整理

¹原名为仪征市国有资产管理公司。

²原名为扬州市化工资产经营管理有限责任公司，股东为扬州市人民政府国有资产监督管理委员会。

³原名为仪征市十二圩新区建设有限公司，2021年7月更为现名。2020年末仪征经济开发集团有限公司总资产为92.86亿元，全部债务为42.14亿元，资产负债率为48.88%；2020年实现营业收入6.45亿元，利润总额1.05亿元。

本期债券主要条款及募集资金用途

本期债券主要条款

公司计划发行7亿元的“2021年第一期扬州化工产业投资发展有限公司绿色债券”（以下简称“本期债券”）。本期债券为7年期固定利率债券，面值100元，按面值平价发行。本期债券设置本金提前偿还条款，即在本期债券存续期的第3年末到第7年末，每年分别偿还债券本金金额的20%。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，后五期利息随本金一起支付。

本期债券由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

募集资金用途

本期债券募集资金中的3.50亿元拟用于扬州化学工业园区集中供热管网完善项目（以下简称“本期债券募投项目”）建设，剩余3.50亿元拟用于补充营运资金。

本期债券募投项目位于扬州化学工业园内，建设内容包括化工园区华电、华煦供热中心两个热源点至园区企业的蒸汽管道，计划新敷设蒸汽管道32344米，按照压力划分，其中高压管道19650米，中压管道6347米，低压管道6347米。根据《扬州化学工业园区集中供热管网完善项目可行性研究报告》，本期债券募投项目总投资为5.68亿元，资金主要来源于公司自有资金和外部融资（含本期债券募集资金）。

本期债券募投项目计划建设期为24个月，已于2019年7月开工，截至2021年3月末已投资1.16亿元；受疫情影响，竣工时间将有所延迟。预计项目完工后通过销售高压、中压和低压蒸汽形成收入。本期债券募投项目的建设将为扬州化工园快速增长的热负荷提供优质热力服务，对完善扬州化工园的热力基础设施、提高人民生活质量等起到重要的作用。

截至本报告出具日，本期债券募投项目已取得《江苏省投资项目备案证》和《建设项目选址意见书》等相关批复。

图表2 本期债券募投项目批复文件

批复文件名称	文号	发文机关	印发时间
江苏省投资项目备案证	仪发改备〔2018〕191号	扬州仪征市发展改革委	2018/10/19
建设项目选址意见书	选字第321081201800028号	仪征市城乡建设局	2018/11/07
关于扬州化学工业园区集中供热管网完善项目用地情况的说明	-	仪征市国土资源局	2018/11/19
扬州化学工业园区集中供热管网完善项目环境影响报告表的批复	仪环审〔2018〕159号	仪征市环境保护局	2018/11/28
关于“扬州化学工业园区集中供热管网完善项目”社会稳定风险评估备案意见	仪稳办〔2018〕56号	仪征市维护稳定工作领导小组办公室	2018/11/12

资料来源：公司提供，东方金诚整理

宏观经济与政策环境

二季度宏观经济延续修复势头，出口拉动工业生产是经济复苏的主动力

二季度 GDP 同比增长 7.9%，增速较一季度大幅回落主要源于上年同期基数变化；二季度 GDP 两年平均增速为 5.5%，比上季度加快 0.5 个百分点，表明经济修复过程持续推进。受海外疫情高发带动，二季度出口异常强劲，带动工业生产“领跑”，是当前经济修复的主动动力。当季消费延续缓慢复苏势头，投资增长动能有所增强，但内部分化明显。其中，制造业投资受到企业利润改善和融资政策支持，二季度修复节奏明显加快；财政支出节奏放缓，基建投资走势温和；调控加码背景下，房地产投资韧性仍然较强，但 6 月增长动能开始“拐头向下”。

受上年基数变化影响，预计三季度 GDP 增速将回落至 6.2% 左右，两年平均增长率则会升至 5.7%，将基本达到今年潜在经济增长水平。接下来消费将更多替代出口，成为拉动经济增长的主要动力。值得注意的是，受国际大宗商品价格上升影响，二季度 PPI 大幅冲高，消费不振叠加猪肉价格大跌，CPI 低位运行。我们判断，三季度 PPI 涨幅回落有限，物价“剪刀差”格局将会延续。四季度 CPI 同比有望升至 2.5% 至 3.0% 区间，全面高通胀风险依然不大。

全面降准标志着货币政策向稳增长方向微调，“紧信用”过程有望告一段落，下半年财政政策发力空间很大

7 月全面降准意外落地，在改善小微企业融资环境的同时，也将激励银行贷款投放。这意味着上半年持续推进的“紧信用”过程接近尾声，下半年信贷和社融增速将触底回升，市场利率也有望“下一个台阶”，有利于企业信用债融资。综合考虑经济和物价形势，本次降准并不代表货币政策全面转向宽松，但客观上会增强经济修复的韧性。上半年财政支出进度为近 9 年以来最慢，专项债发行明显延后，这为下半年财政发力预留了很大空间。

整体上看，今年宏观政策在向常态化回归，“有保有压”的结构性特征凸显，“保”的重点是小微企业、绿色发展和科技创新，“压”则主要指向房地产金融和城投平台融资。上半年房企违约有所增加，下半年部分弱质平台信用风险值得关注。

行业及区域经济环境

行业分析

随着宏观政策进一步向常态回归，城投行业政策及再融资环境将边际收紧

受新冠疫情影响，2020 年宏观经济面临较大冲击，政策逆周期调节力度进一步加大，城投债发行和净融资规模均创出历史新高。2021 年，随着国内经济运行进入“后疫情”时期，宏观政策将进一步向常态回归，城投行业政策及再融资环境亦边际收紧。从政府层面，2021 年 3 月财政部发布的预算报告以及 4 月国务院出台的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》都再次强调，要坚持防范化解地方政府隐性债务风险不动摇，坚决遏制隐性债务增量。从城投债的监管和发行层面，4 月 22 日上交所和深交所同步发布了公司债券审核重点关注事项的相关指引，并对公司债券募集资金用途的管控趋严。但东方金诚亦关注到，政策调整也强调“稳字当头、不急转弯”的总基调，以避免出现政策悬崖。

城投公司信用风险进一步分化，非标违约或仍将常态化

2021 年，在政策“不急转弯”的总基调下以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。但在城投再融资环境边际收紧而债务到期兑付压力不减的背

景下，投资者对于违约风险上升的担忧将使得其风险偏好承压，这在抑制需求总量的同时，也将加剧城投债市场分化。预计城投行业非标违约仍将常态化，私募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。

地区经济

1. 扬州市

扬州市地处江苏省中部，位于长江北岸、江淮平原南端，西南部与省会南京市相连。扬州市有 2490 年文字可考的历史，兴盛于汉、鼎盛于唐、繁盛于清，历史文化底蕴丰厚。截至 2020 年末，扬州市下辖三区一县及两个县级市⁴，总面积 6591.21 平方千米，户籍总人口 454.71 万人，户籍人口城镇化率为 69.2%。

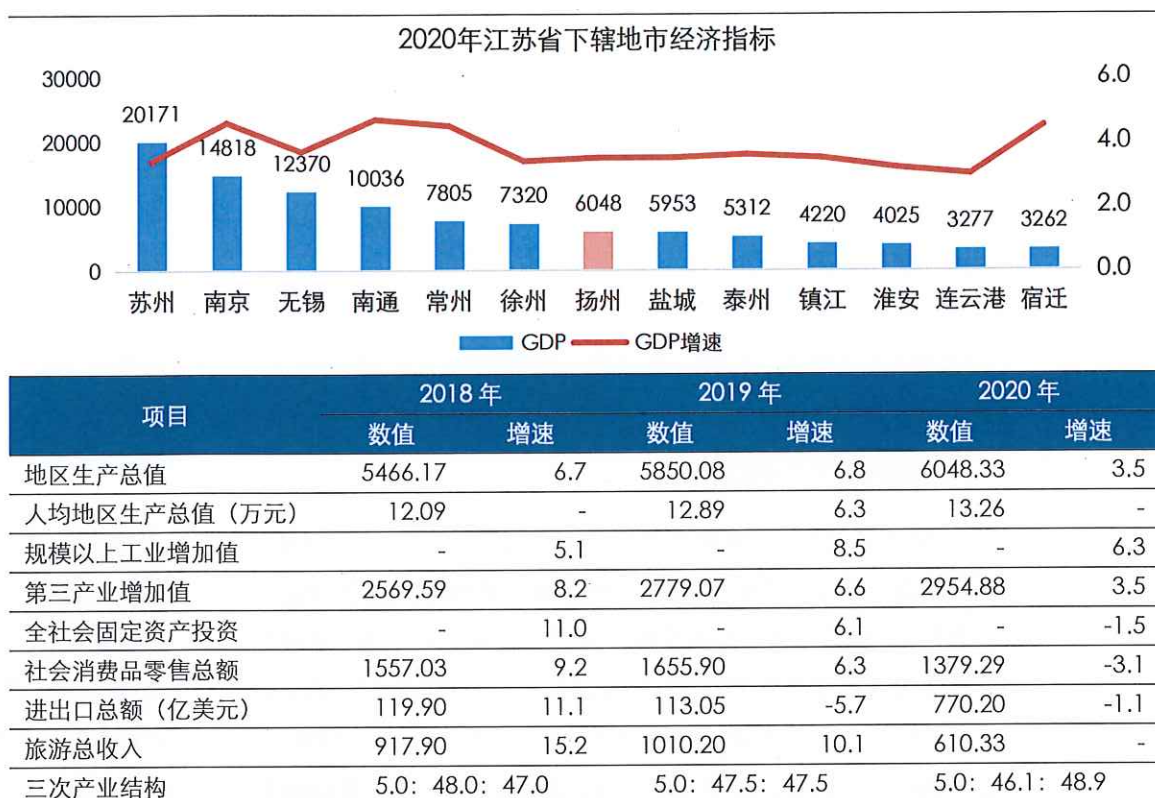
扬州市高速路网及水运交通发达，但铁路运输相对薄弱。公路方面，京沪和宁通高速公路构成扬州市一横一纵“T 型”高速公路骨架。航空方面，扬州泰州国际机场（4C 级），已实现一类航空口岸开放。水路方面，扬州处于我国东西大动脉（长江）和南北大动脉（京杭大运河）交汇处，现有航道 184 条。目前，扬州市仅有宁启铁路建成通车，需换乘方可连接至全国主要干线上。未来随着连淮扬镇铁路、宁扬城际等建成通车，扬州市铁路交通将有所改善。

扬州市是长江三角洲城市群重要城市之一，近年来，扬州市工业经济发展较好，第三产业占比不断提高，地区经济保持较快增长，经济实力很强

长江三角洲城市群为我国目前规模最大的城市群，产业结构及交通基础设施的升级使得扬州逐步融入长三角核心区，成为长江三角洲城市群的重要城市之一。2014 年，江苏省发布《宁镇扬同城化发展规划》，在基础设施、产业布局、创新体系、公共服务、城乡统筹、生态环境、改革开放等七个方面提出了区域协调发展要求，规划到 2020 年宁镇扬一体化格局基本形成。该规划发布以来，扬州市建成开通了宁启铁路，并先后从南京市引进和合作共建各类研究所、研究院，在原料、技术、项目等方面进行合作。此外，宁镇扬三市公交卡已实现联通，部分景点已经实行联票制，异地长居参保人员可异地就医结算，未来扬州市在交通、教育、产业、民生等多方面面临较好的发展机遇。

⁴广陵区、邗江区、江都区、宝应县、仪征市、高邮市。

图表3 扬州市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）



数据来源：公开资料，东方金诚整理

注：2020年人均GDP系使用江苏省第七次全国人口普查公报披露的扬州市常住人口计算所得

近年来，扬州市地区经济保持较快增长，第三产业占比不断提高。扬州市石油化工、汽车船舶和机械装备三大传统支柱产业发展仍较好，2020年受疫情影响，扬州市规模以上工业增加值增速降至6.3%，其中高新技术产业产值占规上工业产值比重48%。扬州市石油化工、汽车船舶和机械装备三大传统支柱产业发展仍较好。扬州市石油、天然气储量位居江苏省前列，扬州化学工业园区是江苏省3个省级专业化工园区之一，已形成以烯烃、芳烃为龙头的产业链。在汽车及零部件领域，扬州市形成了4个省级汽车及零部件产业基地，扬州市是国家新能源汽车推广应用城市，已引入了上汽大众、潍柴（扬州）亚星汽车、上汽仪征等整车生产企业，2020年，扬州市企业及零部件（含新能源汽车）产业增长13.3%。机械装备产业为扬州市传统优势产业，以数控成形机床、电气机械、液压机械、建材机械等产业集群为主，扬州市拥有5个国家火炬计划特色产业基地、3个省级新型工业化示范基地和5个省高端装备示范和特色基地。

扬州市以旅游业和房地产业为主的第三产业持续发展，预计未来第三产业将保持较快增长，房地产业将持续高房价、严调控的状态

扬州市以旅游业和房地产业为主的第三产业持续发展，2020年，扬州市实现第三产业增加值同比增长3.5%。

旅游业方面，2018年~2019年旅游总收入实现快速增长，但2020年受新冠疫情影响旅游总收入有所下降。2020年，扬州市接待境内外游客3840.95万人次，实现旅游业总收入610.33亿元，扬州市拥有国家A级景区57家，近年来扬州市举办了首届大运河文化旅游博览会、世界运河大会暨世界运河城市论坛等活动，中国大运河博物馆建成投入运营，省市共建的京杭运

河扬州段绿色现代航运示范区启动建设，隋炀帝墓、仙鹤寺、西方寺大殿入选全国重点文保单位，荣获“世界美食之都”“东亚文化之都”称号。

近年来，扬州市房地产业实现较快发展，自2016年9月以来每月住宅价格指数同比实现连续上涨。2020年，扬州市房地产开发投资完成833.97亿元，同比增长19.8%；商品房销售面积同比增长12.4%；商品房销售额同比增长19.3%。政策方面，扬州市先后出台了银行住房贷款收紧、加强用地市场管理、规范二手房市场交易行为等政策，预计未来扬州市房地产将延续保持严调控的状态。

2021年第一季度，扬州市实现地区生产总值1543.21亿元，同比增长17.0%；规模以上工业增加值同比增长29.4%；固定资产投资同比增长26.1%；社会消费品零售总额398.93亿元，同比增长34.3%。

2.扬州化学工业园区

2003年10月，扬州市和仪征市两级政府采取“市县联动”的开发模式，共同规划打造扬州化工园；并于2006年5月，由国家发展和改革委员会正式批准设立为省级化工产业园，规划面积62平方公里，分设原料工业区、仪征化纤厂区、精细化工区、物流仓储区、公用工程区、生态建设区和生活配套区等七大区域。作为江苏省仅有的三家经批准的专业化工园区之一（另两家为南京化学工业园、连云港化工产业园），在园区政策方面得到了省市的大力支持。同时，进入扬州化工园落户的企业能享受到更多的国家和江苏省出台的各项优惠政策。

扬州化工园区位条件优越。扬州化工园依江而建，是集公路、铁路、水路、油路、气路五大运输方式于一体的石化物流枢纽。公路方面，园区主干道北与宁通高速公路相连，南与沿江高等级公路以及规划中的长江过江隧道相接；铁路方面，宁启铁路的余家营站为园区专用铁路分组站，可根据园区企业的入驻情况设立专线入厂，同华北、东北、西北地区的铁路网紧密相连；水路方面，园区内建有长江最大的石化港口——扬州港仪征石化港区，现建有码头18座，大小泊位33个，其中万吨级以上泊位8个，年吞吐量3000万吨；油路、气路方面，鲁宁输油管道、甬沪宁输油管道、仪长输油管道、日仪输油管道等在园区内中转集散，向各地中转输送的原油数量约为1600万吨/年；同时，园区内现建有仓储总量达200万立方米的中石化战略石油储备库，还建有西气东输工程过江门站，丰富的石油、天然气资源在园区内中转集散，对园区化工产业的集聚和发展起着很好的推动与促进作用。

依托优越的区位条件，扬州化工园经济保持增长，经济实力较强

依托优越的区位条件，2018年~2019年扬州化工园地区生产总值保持增长。2020年，扬州化工园实现规模以上工业总产值持续增长至761.0亿元。2020年10月，在中国石油和化学工业联合会公布的2020年中国化工园区30强名单中，扬州化工园位列第8位。

图表4 扬州化工园主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	196.0	8.9	200.0	2.0	-	-
规模以上工业总产值	720.0	8.0	742.0	3.0	761.0	2.6

资料来源：公司提供，东方金诚整理

招商引资方面，目前，扬州化工园已吸引包括香港建滔集团、台湾远东集团、台湾大连化学、中化国际、日本住友精化、德国安美特等一批世界知名大型石化企业入驻，初步构建了以乙烯、丙烯、芳烃为龙头的产业链，以及石油化工、基础化工、合成材料、精细化工和化工新材料、石化物流等五大产业集聚发展的态势。

近年来，扬州化工园加大力度清理整顿园区内化工生产企业，对使用国家明令淘汰落后工艺和设备的、逾期未完成限期治理任务和经限期治理不能稳定达标排放的企业予以关闭。此外，扬州化工园持续开展加强治污设施运行管理、规范危险废物贮存处置和强化环境质量监测预警体系建设等方面的工作，提升园区环境风险防控和应急处置能力。

3.江苏省仪征经济开发区

仪征经开区于1992年成立，于1993年获批为省级经济开发区。仪征经开区地处物流枢纽城市仪征市东南部，南濒长江黄金水道，北靠宁通高速公路，东近润扬长江大桥，沿江高等级公路横穿东西，境内长江深水岸线近20公里，2002年被列为江苏省14个重点发展的开发区之一。

仪征经开区园区总体规划面积86.1平方公里，由新区和汽车工业园组成。仪征经开区新区规划面积43.2平方公里，已开发面积15平方公里，包含临江产业园、新兴产业园、科教产业园三大“园中园”，重点发展节能环保、现代信息技术、新材料、临港物流和临江重工等主导产业。汽车工业园规划面积38.9平方公里，是呼应上汽集团战略布局而设立的省级特色产业园区，是上汽集团重要的整车生产基地，包括整车制造、零部件生产、市场物流、综合服务配套、生态保护等五大功能分区，集聚了上海大众仪征分公司、上海汽车商用车仪征分公司、大众联合发展、金陵船舶、润海重工、江苏国信热电、飞利浦照明（中国）、中兴派能、万事通通讯、史福特光电等一批大体量项目。

近年来，园区内建成道路60余公里，铺设水、气等各类管网100余公里，架设电力设施约100公里，建成各类安置区、保障房约32万平方米，园区内服务配套功能日臻完善，项目承载力、产业承载能力逐步增强。

财政状况

近年来，扬州市一般公共预算收入有所波动，政府性基金收入快速增长，财政实力很强

近年来，扬州市一般公共预算收入规模有所波动，税收收入占比较高。2019年，由于扬州市实施较大力度的减税降费政策，一般公共预算收入同比小幅下降，2020年有所回升。近三年，扬州市以国有土地使用权出让收入为主的政府性基金收入大幅增长，考虑到土地出让易受房地产市场和相关政策等因素影响，未来该项收入的持续增长存在较大的不确定性。

图表 5 扬州市财政收入、支出情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
一般公共预算收入	340.03	328.79	337.30
一般公共预算收入增速（%）	6.2	-3.3	2.6
其中：税收收入	272.11	263.81	264.50
非税收入	67.93	64.98	72.80
上级补助收入	147.41	175.69	171.14
政府性基金收入	252.36	401.33	505.42
财政收入 ⁵	739.80	905.81	1013.86
一般公共预算支出	563.57	611.95	668.33
其中：刚性支出	267.25	248.48	308.92
政府性基金支出	319.62	433.85	572.99

资料来源：公开资料，东方金诚整理

扬州市加大对职业教育培训、社会保障、住房保障、生态环境保护等方面的投入，一般公共预算支出逐年大幅增长。2018 年~2020 年，扬州市刚性支出⁶占一般公共预算支出的比重分别为 47.42%、40.60%和 46.22%，财政支出弹性一般。同期，扬州市地方财政自给率⁷分别为 60.34%、53.73%和 50.47%，呈逐年下降趋势。

截至 2020 年末，扬州市地方政府债务余额为 905.63 亿元，其中一般债务余额 386.08 亿元，专项债务余额为 467.44 亿元。

据初步统计，2021 年 1~4 月，扬州市一般公共预算收入为 129.76 亿元，同比增长 25.2%。

业务运营

经营概况

公司营业收入主要来源于基础设施及安置房建设业务，近年来营业收入和毛利率有所波动；随着仪征经开集团的划入，未来公司营业收入或将有所增长

公司作为扬州市重要的基础设施建设主体，主要从事扬州化工园及仪征经开区范围内的基础设施及安置房建设，以及扬州化工园范围内的供热业务。

2018 年~2020 年，公司的营业收入有所波动，收入构成较为稳定⁸，主要来自基础设施及安置房建设业务和供热业务。公司其他业务主要包括码头和公共管廊管位出租、房屋租赁等经营性收入，近年来收入规模相对较小。同期，公司毛利润和毛利率均保持波动。

2021 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.00 亿元，毛利率为 17.95%。

⁵ 财政收入=一般公共预算收入+上级补助收入+政府性基金收入。

⁶ 刚性支出包括一般公共预算收入、教育、社会保障和就业、医疗卫生 4 项支出。

⁷ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

⁸ 由于子公司仪征经开集团于 2020 年 12 月 30 日纳入合并范围，公司 2020 年营业收入和成本未包含仪征经开集团。

图表 6 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施及安置房建设	13.30	85.70	13.53	76.38	9.76	72.94
供热业务	1.99	12.84	3.86	21.79	2.96	22.16
其他	0.23	1.46	0.33	1.84	0.66	4.90
营业收入	15.51	100.00	17.72	100.00	13.38	100.00
项目	毛利润		毛利润		毛利润	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施及安置房建设	2.22	16.71	3.10	22.91	1.71	17.55
供热业务	-0.21	-10.55	1.25	32.48	0.16	5.46
其他	0.15	68.03	0.24	75.14	0.22	34.05
合计	2.17	13.96	4.60	25.95	2.10	15.68

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

基础设施及安置房建设

公司主要承担扬州化工园和仪征经开区范围内的基础设施及安置房建设，业务具有很强的区域专营性；公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临一定的资本支出压力

公司基础设施及安置房建设业务主要是围绕园区招引项目落户和总体规划的需要，进行产业项目相配套的各类基础设施和民生安置工程建设，区域专营性很强。该业务主要由公司本部和子公司仪征经开集团负责，公司本部负责扬州化工园范围内的基础设施及安置房建设，仪征经开集团主要负责仪征经开区范围内的基础设施及安置房建设。

公司基础设施及安置房建设资金主要来源于财政配套资金、公司自有资金及外部融资。根据公司本部与扬州化工园管委会签订的《项目建设合作协议书》，公司负责受托项目的融资、开发建设和管理。扬州化工园管委会每年根据项目完工进度，按实际成本加成一定比例（一般为 20%）与公司进行结算，公司据此确认收入和结转成本。

根据仪征经开集团与委托方仪征高新技术产业投资发展有限公司（以下简称“仪征高投”）就仪征经开区内的部分项目签订的项目合同，仪征经开集团作为代建方负责项目建设，仪征高投负责为代建方提供项目建设的必要条件，协议未明确收入确认和成本结转方式。

近年来，公司相继建成中央大道、园区水环境治理工程和扬州长江石化物流中心市场交易区工程、节能减排管网工程等民生项目，建设完成农歌新村安置房、青山沿江安置小区一期、二期和浦西安置小区等安置房项目。2018 年~2020 年，公司分别实现基础设施及安置房建设业务收入 13.30 亿元、13.53 亿元和 9.76 亿元，其中 2020 年收入大幅下降主要系当期完工项目较少所致；毛利率分别为 16.71%、22.91%和 17.55%，有所波动主要系每年完工项目的结算款加成比例有所波动所致。

截至 2021 年 3 月末，公司主要在建基础设施及安置房项目包括实友防护区、远东仪化 PTA 项目和古涓家苑安置小区 B 区工程等，计划总投资 51.50 亿元，尚需投资 5.54 亿元。公司拟建的项目主要包括园区环境综合整治提升、仪征市长江岸线生态修复工程等基础设施项目，无拟建的安置房项目，上述项目计划总投资 7.19 亿元，其中 2021 年计划投资 2.20 亿元。整体来看，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

图表 7 截至 2021 年 3 月末公司主要在建基础设施及安置房项目情况（单位：年、亿元）

项目	建设期间	计划总投资	累积投资	尚需投资
实友防护区	2016-2021	10.10	9.89	0.21
远东仪化 PTA 项目	2016-2021	7.55	7.39	0.16
园区总体项目	2013-2023	4.85	4.38	0.47
纬二路	2016-2021	2.70	2.68	0.02
胥浦河东侧生态防护林带	2016-2021	2.45	2.33	0.12
东联化学	2016-2021	1.35	1.32	0.03
古湄家苑安置小区 B 区工程	2017-2023	17.00	15.46	1.54
青山沿江安置房三期工程	2018-2022	5.50	1.51	3.99
合计	-	51.50	44.96	6.54

资料来源：公司提供，东方金诚整理

供热业务

随着园区内燃煤锅炉逐步关停，公司供热对象将覆盖园区所有企业，供热业务垄断性进一步提升

公司供热业务主要由子公司华煦供热、华昇能源和华源供热负责，供热对象为园区内企业。随着环保要求的提高，园区内燃煤锅炉逐步关停，预计园区内化工企业对集中供热需求进一步提升。

2018 年~2020 年，公司分别实现供热业务收入 1.99 亿元、3.86 亿元和 2.96 亿元，毛利率分别为-10.55%、32.48%和 5.46%。受下游部分重点客户尚未竣工投产影响，公司供热产能利用率不足导致 2018 年业务有所亏损；2019 年供热业务收入及毛利率明显增长主要系远东联石化（扬州）有限公司等园区内相关企业向华煦供热一次性支付以前年度销售差价合计 1.49 亿元所致。为进一步响应国家号召，园区持续推进“263”减煤专项行动，预计公司的供热对象将覆盖园区所有企业，业务垄断性将进一步提升。

截至 2020 年末，公司主要在建的供热项目主要为本期债券募投项目，预计项目完工后通过销售高压、中压和低压蒸汽形成收入。

外部支持

作为扬州市重要的基础设施建设主体，公司在增资、资产注入、财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的支持

除公司外，扬州市其他基础设施建设主体包括扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司（以下简称“扬州城控”）、扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司（以下简称“瘦西湖旅发”）、扬州经济技术开发区开发（集团）有限公司（以下简称“扬州经开”）和扬州绿色产业投资发展控股（集团）有限责任公司（以下简称“扬州绿投”）。公司作为扬州市重要的基础设施建设主体，业务具有很强的区域专营性，得到了实际控制人及相关各方的支持。

图表 8 扬州市主要基础设施建设主体情况 (单位: 亿元、%)

公司名称	控股股东	业务范围	资产总额	资产负债率	营业收入	利润总额
扬州化投	扬州国资委	扬州化工园及仪征经开区范围内的基础设施及安置房建设, 以及扬州化工园范围内的供热业务	360.61	58.60	13.38	2.52
扬州城控	扬州国资委	以水务、燃气、交通运输、基础设施建设、房地产开发、建筑施工为主体, 同时涵盖电力投资、金融投资、商贸流通、旅游服务等多个领域的业务运营体系	1523.36	64.18	238.60	14.63
瘦西湖旅发	扬州市政府	扬州市蜀冈-瘦西湖景区项目建设及运营	272.76	58.21	12.46	3.19
扬州经开	扬州市政府	扬州经济技术开发区范围内的基础设施建设及土地开发整理	598.60	58.69	20.07	4.08
扬州绿投	扬州市政府	扬州经济技术开发区范围内的基础设施建设	369.09	61.59	9.88	3.35

数据来源: 自各企业公开披露的 2020 年数据, 东方金诚整理

增资方面, 公司实收资本从成立之初的 0.60 亿元, 增长至 2020 年末的 17.18 亿元。

资产注入方面, 自成立以来, 扬州化工园管委会及相关方通过无偿注入房屋、道路、管网、土地使用权和公司股权等资产的方式对公司进行支持, 具体支持如下图表所示。

图表 9 自 2010 年起公司主要获得的资产注入 (单位: 亿元)

年份	注入资产	资产价值
2010 年	扬州化工园管委会注入房屋、道路、管网及土地使用权	12.20
2011 年	扬州化工园管委会注入土地使用权	7.63
2012 年	扬州化工园管委会注入土地使用权等相关资产	10.07
2014 年	扬州化工园管委会划拨土地使用权 2.33 亿元, 苗木资产 0.62 亿元	2.95
2015 年	仪征市国有资产监督管理办公室划入房屋与土地使用权	1.11
2018 年	扬州化工园管委会以 11.35 亿元货币资金置换前期注入的 9.53 亿元土地使用权等资产	-
2019 年	扬州化工园管委会划拨 4.39 亿元房产	4.39
2020 年	仪征市国有资产管理中心无偿划入仪征经开集团 51% 股权 ⁹	24.11

资料来源: 审计报告及公司提供, 东方金诚整理

财政补贴方面, 2018 年~2020 年, 公司分别获得政府补助 1.94 亿元、2.28 亿元和 1.45 亿元。

考虑到公司将继续在扬州化工园和仪征经开区的基础设施和安置房建设等领域中发挥重要作用, 预计未来仍将得到实际控制人及相关各方提供的支持。

企业管理

产权结构

截至 2021 年 3 月末, 公司注册资本和实收资本均为人民币 17.18 亿元, 扬州国资委、扬子投资、扬子江投资分别持有公司 89.01%、8.08%、2.91% 的股权, 扬州国资委是公司控股股东和实际控制人。

⁹ 《扬州化工产业投资发展有限公司关于重大资产重组的公告》、《市政府第 37 次常务会议纪要》(仪征市人民政府办公室编·第 38 期)。

治理结构

公司设立了股东会、董事会、监事和经理层。

股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。董事会对股东会负责，共由 5 人组成，任期三年，届满可连选连任；董事会设董事长 1 人，由董事会选举产生。公司不设监事会，设监事 2 人，由股东会选举产生；监事任期三年，届满可连选连任。

公司设经理，由董事长提名任命，负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议等。

管理水平

公司下设综合管理部、财务部、投资发展部、公用事业部、工程建设部共 5 个职能部门，部门设置合理，职责清晰。

制度建设方面，公司制定了各项内部管理制度，对财务管理、项目管理、子公司管理、人事管理、会议管理等方面做了相应规定，管理制度相对健全。

综合来看，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，管理制度相对健全，管理情况良好。同时，东方金诚关注到，根据 2020 年 7 月仪征市政府《市政府第 37 次常务会议纪要》，仪征经开集团划入后，与扬州化投原有行政管理体制和业务管理模式将保持不变。公司对新划入的子公司仪征经开集团管控力度有待加强。

财务分析

财务质量

公司提供了 2018 年~2020 年以及 2021 年 1~3 月合并财务报表。亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对 2018 年~2020 年财务数据分别进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2021 年 1~3 月合并财务报表未经审计。

截至 2021 年 3 月末，公司合并报表范围内子公司有 10 家（见图表 1）。2018 年~2019 年公司合并范围内的二级子公司无变化；2020 年公司合并范围内新增二级子公司仪征经开集团；2021 年 1~3 月公司合并范围的二级子公司无变化。

资产构成与资产质量

近年来，公司资产规模保持较快增长，以流动资产为主；但流动资产中以土地整理、项目建设成本为主的存货及应收类款项占比较高，回款情况受外部影响较大，资产流动性一般

2018 年~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司资产规模增长较快，流动资产占比保持在 70% 左右。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。公司货币资金有所波动，2019 年以来大幅增长主要系公司扩大融资规模所致；2020 年末受限金额为 18.24 亿元，占货币资金总额的 56.63%，主要为汇票保证金及定期存单质押。公司应收账款保持增长，2020 年末主要为应收扬州化工园管委会项目结算款 45.97 亿元、仪征高投项目结算款 4.04 亿元和仪征经开区管委会的项目结算款 1.36 亿元。公司其他应收款主要为与相关各方的往来款，2020 年大幅增长主要系子公司仪征经开集团纳入合并范围所致；2020 年末，公司主要的应收对象包

括仪征高投（30.90 亿元）、扬州海峡两岸绿色石化产业投资有限公司（10.36 亿元）和仪征经开区管委会（6.86 亿元）。

公司存货近年来总体保持增长态势，是公司资产最重要的组成部分，主要由土地开发及配套设施、在建项目开发成本构成，2020 年末上述两者账面价值分别为 91.04 亿元和 26.26 亿元，合计占存货的比重为 96.89%。其中，土地开发及配套设施包括未完成审计故未结转的基础设施建设项目和已完工但尚未形成收入的土地整理项目¹⁰。

图表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
资产总额	208.12	245.94	360.61	362.76
流动资产	140.80	177.33	261.88	263.68
货币资金	6.95	22.36	32.22	30.56
应收账款	30.93	40.33	51.70	55.61
其他应收款	10.33	7.94	52.15	46.85
存货	87.50	100.70	121.06	116.89
非流动资产	67.32	68.61	98.73	99.08
投资性房地产	31.88	36.57	40.73	40.73
无形资产	18.04	12.90	34.12	33.83

资料来源：审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动资产主要由投资性房地产和无形资产构成。公司投资性房地产主要为公司购入的扬州市内商业用地、商业金融用地和房产等资产，其中土地使用权均已缴纳土地出让金。公司无形资产以扬州化工园和仪征经开区内土地使用权为主，使用权类型多为工业用地和商业用地，2020 年大幅增长主要系子公司仪征经开集团纳入合并范围所致。

截至 2020 年末，公司受限资产合计 53.25 亿元，占资产总额的 14.77%，规模较大；主要为货币资金 18.24 亿元，以及因抵押借款受限的投资性房地产 14.96 亿元、无形资产 12.13 亿元、固定资产 4.54 亿元和存货 3.37 亿元。

资本结构

得益于政府无偿注入子公司股权等资产，公司所有者权益持续增长

2018 年~2020 年末及 2021 年 3 月末，得益于实际控制人及相关方无偿注入子公司股权等资产，公司所有者权益持续增长。公司实收资本保持不变；资本公积增长较快，主要为扬州化工园管委会划入的土地使用权及房屋建筑物、子公司股权等资产；未分配利润持续增加，主要是公司经营产生的净利润累积；2020 年末公司少数股东权益大幅增长，主要系当期未划入仪征经开集团全部股权所致。

¹⁰土地整理项目收入确认及回款方式暂未明确。

图表 11 公司所有者权益情况 (单位: 亿元)

指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
所有者权益	91.24	100.07	149.31	151.29
实收资本	17.18	17.18	17.18	17.18
资本公积	37.77	42.16	66.45	66.45
未分配利润	21.94	25.23	26.75	28.70
少数股东权益	1.23	1.90	24.93	24.95

资料来源: 审计报告及合并财务报表, 东方金诚整理

近年来, 公司债务规模逐年增长, 债务率小幅波动; 短期有息债务占比较高, 面临一定的集中偿付压力

2018 年~2020 年末及 2021 年 3 月末, 公司负债总额保持增长, 非流动负债占比保持在 55%左右。随着公司加大融资力度及子公司划入, 2019 年以来公司债务保持快速增长。

公司流动负债以短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。公司短期借款快速增长, 2020 年末大幅增长主要系合并范围扩大所致, 构成以保证借款和质押借款为主, 保证人主要包括公司本部和仪征城市发展投资控股集团有限公司。公司应付票据快速增长, 主要为银行承兑汇票。公司其他应付款主要为与相关企业的往来款, 2020 年末前五名应付对象分别为江苏华瑞贸易有限公司、远东联石化(扬州)有限公司、仪征市青山镇财政所、江苏奥克化学有限公司和华伦新材料(扬州)有限公司, 上述款项合计 9.78 亿元, 占其他应付款总额的 92.65%。公司一年内到期非流动负债规模较高, 近年来波动较大, 2020 年末包括一年内到期的应付债券 20.40 亿元、长期借款 17.93 亿元和长期应付款 3.70 亿元。

图表 12 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
负债总额	116.88	145.87	211.30	211.47
流动负债	56.96	60.18	101.49	87.01
短期借款	6.74	8.34	22.87	25.44
应付票据	3.00	3.40	13.27	15.35
其他应付款	11.64	8.60	13.32	5.80
一年内到期的非流动负债	30.35	28.63	42.03	29.85
非流动负债	59.92	85.69	109.81	124.46
长期借款	25.16	42.45	49.60	53.24
应付债券	26.75	30.21	47.06	57.83
长期应付款	2.60	7.62	7.39	7.64

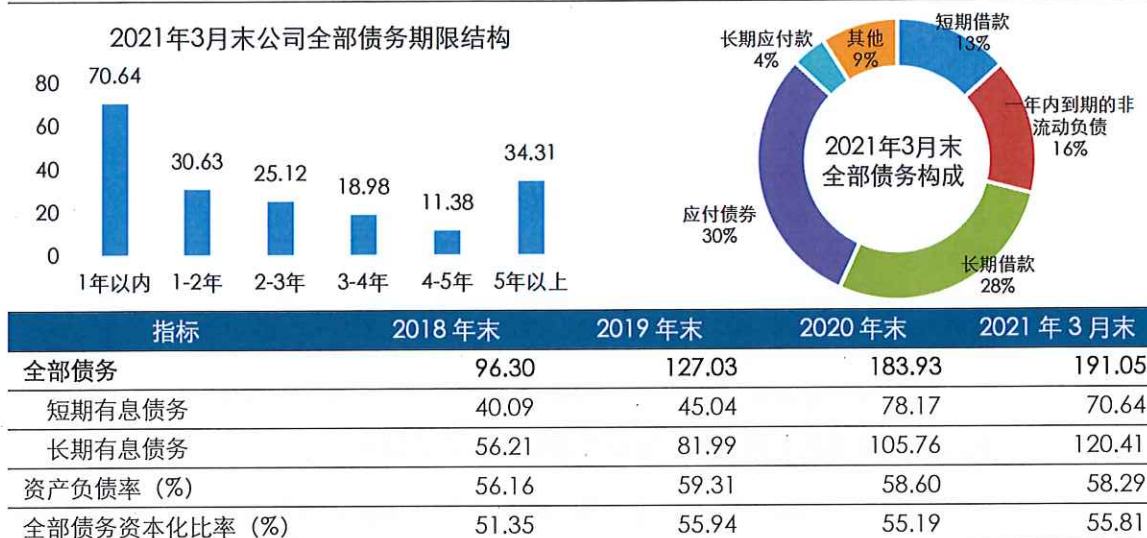
资料来源: 审计报告及合并财务报表, 东方金诚整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。公司长期借款近年来增长较快, 2020 年末主要包括保证借款和信用借款, 保证人以公司本部和仪征市众鑫建设开发有限公司为主。公司应付债券快速增长, 主要为公司本部及子公司仪征经开集团发行的公司债券和债务融资工具。公司长期应付款全部为融资租赁款, 近年来有所波动。

2018 年~2020 年末及 2021 年 3 月末, 公司全部债务规模增长较快, 资产负债率及全部债务资本化比率保持波动。同期末, 公司短期有息债务占全部债务的比例分别为 41.63%、35.46%、

42.50%和 36.97%，占比较高，面临一定的集中偿付压力。公司将以营业收入、发行债券、银行续贷等作为主要偿债资金来源。

图表 13 公司全部债务情况（单位：亿元）



资料来源：审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保金额为 50.12 亿元，担保比率¹¹为 33.13%。公司担保对象全部为当地国有企业，主要包括仪征市众鑫建设开发有限公司（8.65 亿元）、仪征市众联建设开发有限公司（8.07 亿元）、扬州通达水务有限公司（5.70 亿元）和仪征市枣林湾文化体育旅游发展有限公司（5.69 亿元），整体风险相对可控。

盈利能力

公司营业收入有所波动，利润对政府补助存在一定依赖，总体盈利能力较弱

公司营业收入主要来自基础设施及保障房建设、供热业务，近年来保持波动，营业利润率亦有所波动。公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2020 年占营业收入的比重为 17.56%。2018 年~2020 年，公司收到的财政补贴规模较大，占利润总额的比重分别为 70.59%、47.28% 和 57.64%，公司利润对政府补助存在一定依赖。公司总资产收益率和净资产收益率维持较低水平，总体盈利能力较弱。

¹¹按担保金额/当期末净资产计算。

图表 14 公司主要盈利指标情况 (单位: 亿元)

指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1~3 月
营业收入	15.51	17.72	13.38	5.00
营业利润率 (%)	13.09	25.19	15.16	16.79
期间费用	2.27	1.94	2.35	1.00
利润总额	2.75	4.83	2.52	2.12
其中: 财政补贴	1.94	2.28	1.45	-
总资本收益率 (%)	2.04	2.48	1.14	-
净资产收益率 (%)	2.58	4.43	1.30	-

资料来源: 审计报告及合并财务报表, 东方金诚整理

现金流

公司经营活动现金流受往来款影响较大, 存在一定的不确定性; 随着公司扩大融资力度和偿还债务需求的不断增长, 筹资性净现金流波动较大

2018 年~2020 年, 公司经营活动现金流入主要为收到的项目结算款、供热及往来款等形成的现金流入; 公司现金收入比率较低。经营活动现金流出主要为支付项目建设成本、供热及往来款形成的现金流出。公司经营性现金流受项目结算款和往来款影响较大, 存在一定的不确定性。

图表 15 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 审计报告及合并财务报表, 东方金诚整理

公司投资活动现金流主要为购买、收回短期理财产品形成的现金流, 近年来公司投资活动净现金流有所波动。公司筹资活动现金流入主要为外部融资所形成的现金流入; 筹资活动现金流出主要为偿还债务形成的现金流出。随着公司扩大融资力度偿还债务需求的不断增长, 筹资活动现金流由净流出转为净流入。

偿债能力

公司作为扬州市重要的基础设施建设主体, 业务具有很强的区域专营性, 获得了实际控制人及相关各方的支持, 公司的综合偿债能力很强

从短期偿债能力指标看, 近三年及一期, 公司流动比率和速动比率保持较高水平, 但公司

资产以变现能力较弱的存货和应收类款项为主，对流动负债的实际保障能力一般。公司现金比率较低，且受限的货币资金规模较高，现金类资产对流动负债的保障程度较弱。同期，公司货币资金对短期有息债务的覆盖程度较低。

从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率有所波动；EBITDA 对债务的覆盖能力有所下降。

图表 16 公司偿债能力主要指标

指标	2018 年 (末)	2019 年 (末)	2020 年 (末)	2021 年 3 月 (末)
流动比率 (%)	247.20	294.67	258.04	303.06
速动比率 (%)	93.59	127.33	138.75	168.72
现金比率 (%)	12.21	37.15	31.74	35.13
货币资金/短期有息债务 (倍)	0.17	0.50	0.41	0.43
经营现金流动负债比率 (%)	1.01	1.36	4.04	-
长期债务资本化比率 (%)	38.12	45.03	41.46	42.33
全部债务/EBITDA (倍)	18.44	18.51	35.20	-

资料来源：审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

截至 2021 年 3 月末，公司获得的银行授信总额为 119.20 亿元，其中尚未使用的授信额度为 25.79 亿元。

本期债券募集资金按 7.00 亿元计算，分别是公司 2020 年末负债总额和全部债务的 0.03 倍和 0.04 倍。本期债券拟用于项目建设和补充营运资金，发行后对公司现有债务结构存在一定影响。

考虑到公司业务具有很强的区域专营性，以及公司在增资、资产注入和财政补贴等方面获得实际控制人及相关各方的支持，东方金诚认为公司的偿债能力很强。

同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA 的园区开发建设主体，对 2020 年度地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比。

与行业对比组企业相比，公司所在的扬州市经济总量处于较高水平，财政实力中等；公司资产规模在对比组中处于中等水平，营业收入和利润总额较高，资产负债率水平较高。

图表 17 同业对比情况 (单位: 亿元、%)

指 标	扬州化投	扬州新盛投资发展有限公司	温州市瓯江口开发建设投资有限公司	泰州华诚医学投资集团有限公司	淮安经济技术开发区经济发展集团有限公司
地区	扬州市	扬州市	温州市	泰州市	淮安市
GDP	6048.33	6048.33	6870.90	5312.77	4025.37
GDP 增速	3.5	3.5	3.4	3.6	3.2
人均 GDP (万元)	13.26	13.26	7.18	11.50	8.83
一般公共预算收入	337.30	337.30	602.00	375.20	264.20
一般公共预算支出	668.33	668.33	1027.20	627.54	568.50
资产总额	360.61	164.79	378.30	242.75	364.30
所有者权益	149.31	73.60	163.60	75.34	179.31
营业收入	13.38	8.31	21.60	8.78	9.57
利润总额	2.52	1.14	4.05	1.95	1.68
资产负债率	58.60	55.34	56.75	68.96	50.78
全部债务资本化比率	55.19	43.80	53.27	66.40	46.29

数据来源: 自各企业公开披露的 2020 年数据, 东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告, 截至 2021 年 8 月 6 日, 公司本部未结清信贷中无关注类/不良类贷款, 已结清信贷中有 13 笔关注类贷款¹²。截至本报告出具日, 公司在资本市场已发行的各类债务融资工具均按期支付本息。

抗风险能力

基于对扬州市、扬州化工园地区经济及财政、相关各方对公司各项支持以及公司专营地位、自身经营和财务风险的综合判断, 公司抗风险能力很强。

增信措施

根据江苏再担保出具的《担保函》, 江苏再担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围包括本期债券债项本金及利息, 以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

江苏再担保综合财务实力极强, 对本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用

江苏再担保集团是江苏省委、省政府基于促进中小微企业和实体经济发展、支持创新创业、服务中小企业、“三农”为经济目的而设立的省级政策性再担保机构。江苏再担保集团成立于 2009 年 12 月, 由江苏省人民政府、江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏乾明投资有限公司、波司登股份有限公司和江苏雨润食品产业集团有限公司共同出资组建, 初始注册资本为 30.00 亿元。经过多次股东增资和转增资本, 截至 2020 年末, 江苏再担保集团实收资本为 88.17 亿元, 其中江苏省财政厅直接持股 25.42%, 为江苏再担保集团实际控制人。

¹²上述关注类贷款均发生在 2016 年及以前。根据公司提供的说明, 13 笔关注类贷款均为银行系统自动划分导致, 公司无逾期、欠息等违约情况。

江苏再担保集团以贷款担保、债券担保等融资性担保业务和再担保业务为主业，并以自有资金在监管许可范围内开展投资业务。同时，江苏再担保集团通过下属子公司开展多元化金融服务。截至2020年末，江苏再担保集团共有15家并表子公司，业务范围覆盖担保、再担保、融资租赁、小额贷款、资产管理、典当等金融服务领域。

截至2020年末，江苏再担保集团资产总额223.40亿元，净资产136.36亿元，融资性担保责任余额626.99亿元，融资性担保放大倍数5.01倍。2020年，江苏再担保集团实现营业收入21.57亿元，净利润为5.47亿元。

江苏省经济发展状况良好，2020年生产总值达到10万亿元以上，位居全国第二，财政实力雄厚，为融资担保行业的发展创造了良好的外部环境；江苏再担保集团承担着构建江苏省再担保体系的政策性职能，在业务发展、资本补充、风险补偿等方面能够获得省政府的大力支持；江苏再担保集团再担保业务主要与国担基金、省内国有背景担保机构合作，建立了完善的风险分担机制，整体风险控制情况较好，未来业务空间较大；通过持续增资，江苏再担保集团2020年末实收资本达到88.17亿元，在全国同业中处于较高水平，为担保代偿提供强力支撑。

受区域内部分中小企业经营承压影响，江苏再担保集团担保业务代偿风险有所上升，同时租赁业务和小贷业务资产质量亦有所下滑；江苏再担保集团直接担保业务、委托贷款业务和信托产品投资所涉及的融资主体都以江苏省内区县级及以上城投公司为主，客户集中度较高；江苏再担保集团投资资产规模较大，其中委托贷款、信托产品、权益工具等占比较高，面临的信用风险和流动性风险有所上升。

东方金诚评定江苏再担保集团的主体信用等级为AAA，评级展望稳定。江苏再担保集团的担保代偿能力极强，对本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

结论

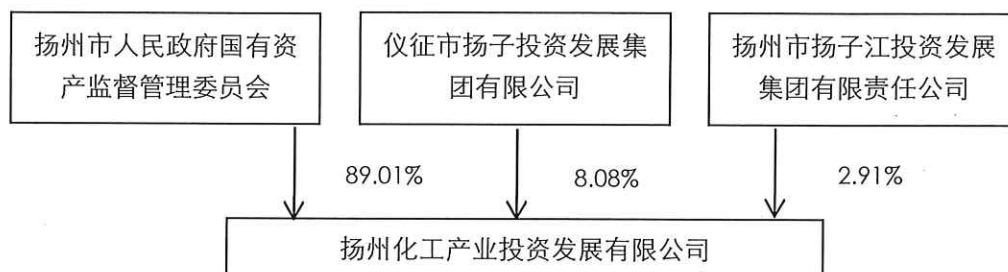
东方金诚认为，扬州市是长江三角洲城市群重要城市之一，经济总量居江苏省中游水平，地区经济保持较快增长，经济实力很强；公司主要从事扬州化学工业园区及江苏省仪征经济开发区范围内的基础设施及安置房建设，以及扬州化学工业园区范围内的供热业务，主营业务具有很强的专营性；作为扬州市重要的基础设施建设主体，公司在增资、资产注入和财政补贴等方面得到实际控制人及相关各方的支持；江苏省信用再担保集团有限公司对本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，公司资产以流动资产为主，但流动资产中以土地整理、项目建设成本为主的存货及应收类款项占比较高，资产流动性一般；公司短期有息债务规模占比较高，面临一定的集中偿付压力；公司经营活动现金流受项目结算款和往来款影响较大，存在一定的不确定性；公司对新划入的子公司管控力度有待加强。

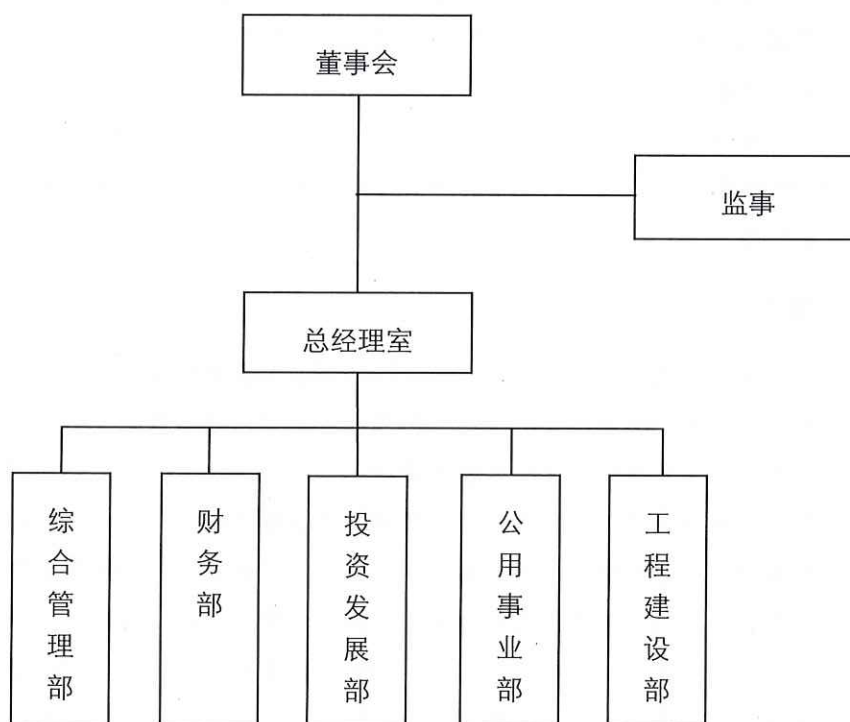
综上所述，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2020 年末公司股权结构和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2018 年（末）	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年 3 月（末）
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	208.12	245.94	360.61	362.76
其中：存货	87.50	100.70	121.06	116.89
应收账款	30.93	40.33	51.70	55.61
投资性房地产	31.88	36.57	40.73	40.73
无形资产	18.04	12.90	34.12	33.83
负债总额	116.88	145.87	211.30	211.47
全部债务	96.30	127.03	183.93	191.05
其中：短期有息债务	40.09	40.37	78.17	70.64
所有者权益	91.24	100.07	149.31	151.29
营业收入	15.51	17.72	13.38	5.00
利润总额	2.75	4.83	2.52	2.12
经营活动产生的现金流量净额	0.58	0.82	4.10	1.16
投资活动产生的现金流量净额	12.04	-1.78	0.55	-4.18
筹资活动产生的现金流量净额	-17.06	11.79	-4.47	1.90
主要财务指标				
营业利润率（%）	13.09	25.19	15.16	16.79
总资本收益率（%）	2.04	2.48	1.14	-
净资产收益率（%）	2.58	4.43	1.30	-
现金收入比率（%）	44.29	53.21	37.03	55.57
资产负债率（%）	56.16	59.31	58.60	58.29
长期债务资本化比率（%）	38.12	45.03	41.46	44.32
全部债务资本化比率（%）	51.35	55.94	55.19	55.81
流动比率（%）	247.20	294.67	258.04	303.06
速动比率（%）	93.59	127.33	138.75	168.72
现金比率（%）	12.21	37.15	31.74	35.13
经营现金流动负债比率（%）	1.01	1.36	4.04	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.70	0.69	0.55	-
全部债务/EBITDA（倍）	18.78	18.76	35.20	-

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务
 短期有息债务=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+其他短期有息债务
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“2021年第一期扬州化工产业投资发展有限公司绿色债券”的存续期内密切关注扬州化工产业投资发展有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向扬州化工产业投资发展有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，扬州化工产业投资发展有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如扬州化工产业投资发展有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。



权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。