

扬州市鑫源产业投资集团有限公司

2012 年公司债券 2015 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

扬州市鑫源产业投资集团有限公司 2012 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2015】跟踪第
【1060】号 01

增信方式：保证担保以
及银行流动性支持

担保方：扬州市江都沿
江开发有限公司

债券剩余规模：6.4 亿元

债券到期日期：
2019 年 03 月 23 日

债券偿还方式：
每年付息一次，在本期
债券存续期的第 3-7 年
分别按照债券发行总额
20%偿还债券本金

分析师

姓名：
刘书芸 张旻烁

电话：
021-51035670

邮箱：
zhangmy@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 12 月 11 日	2014 年 08 月 21 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对扬州市鑫源产业投资集团有限公司（以下简称“扬州鑫源”或“公司”）及其 2012 年 3 月 23 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2015 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑扬州市以及江都区整体经济、财政实力均持续稳定增长，地方政府对公司支持力度较大，公司承建的回购项目较多，未来收入较有保障以及扬州市江都沿江开发有限公司（以下简称“江都沿开”）为本期债券提供保证担保、南京银行为本期债券提供流动性支持，同时我们也关注到了土地出让收入对地方财力影响较大，公司营业利润持续亏损、利润总额对政府补助依赖较大，有息债务规模较大、存在一定偿债压力，以及面临较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 扬州市以及江都区整体经济、财政实力均持续稳定增长。2014 年扬州市全年实现地区生产总值 3,697.89 亿元，同比增长 11.00%；实现全口径财政收入 638.69 亿元，同比增长 11.98%。2014 年江都区实现地区生产总值 784.58 亿元，同比增长 11.10%；实现财政收入 103.38 亿元，同比增长 38.13%。
- 地方政府支持力度较大。2014 年江都区对公司进行了拨款，公司当年资本公积增加 28,603.03 万元；2014 年公司收到政府补助 26,185.08 万元。
- 公司承建的回购项目较多，未来收入较有保障。公司计入存货中的库存商品和开发成本-在建项目科目中的安置房和城市基础设施建设项目均由政府回购。截至

2014 年底，公司存货中库存商品和开发成本中的在建工程合计 247,587.48 万元。

- **江都沿开为本期债券提供保证担保，南京银行为本期债券提供流动性支持。**江都沿开为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以及银行流动性支持能够继续有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **土地出让收入对地方财力影响较大。**2014 年江都区土地出让收入增长至 35.65 亿元，同比增长 107.74%，占江都区财政收入的 34.49%，土地出让收入对地方财力影响较大，且未来土地出让收入能否持续增长存在不确定性。
- **公司营业利润持续亏损，利润总额对政府补助依赖较大。**公司营业利润持续亏损，2014 年为-14,148.82 万元；公司利润对政府补贴有较大依赖性，2014 年收到政府补助合计 26,185.08 万元，实现利润总额 13,632.53 万元。
- **公司有息债务规模较大，存在一定偿债压力。**2014 年底，公司有息负债规模达 448,502.56 万元，同比增长 0.25%，占负债总额的 34.40%。
- **公司面临较大的或有负债风险。**2014 年底公司及其子公司为其他公司和单位提供未到期的担保金额合计为 607,034.14 万元，占 2014 年末公司所有者权益的 106.01%。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	1,876,566.92	1,550,964.52	1,449,511.77
所有者权益合计（万元）	572,593.64	531,736.77	531,885.37
有息债务（万元）	448,502.56	447,373.64	407,443.00
资产负债率	69.49%	65.72%	63.31%
流动比率	1.53	1.76	1.82
主营业务收入（万元）	166,317.20	114,333.75	71,537.19
政府补助（万元）	26,185.08	20,898.90	25,503.45
利润总额（万元）	13,632.53	13,502.83	24,080.47
主营业务毛利率	5.31%	2.71%	2.72%
总资产回报率	1.48%	1.16%	1.92%
EBITDA（万元）	33,081.35	17,475.55	27,384.48
EBITDA 利息保障倍数	0.98	0.94	1.00
经营活动净现金流净额（万元）	-20,160.43	27,736.11	-16,682.12

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金【2012】631号文件批准，公司于2012年3月23日公开发行人8亿元公司债券，发行利率为8.10%。本期债券起息日为2012年3月23日，本期债券的付息日为2013年至2019年每年的3月23日，本期债券每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，自本期债券存续期第三年起，即2015年起至2019年，逐年分别按照债券发行总额20%的比例等额偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

截至2015年9月末，本期债券已支付利息三次，兑付本金1.60亿元，募集资金已全部使用完毕，本期债券本息兑付情况及募集资金使用情况如表1、表2所示。

表1 截至2015年9月30日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013年3月25日	80,000	-	6,480	80,000
2014年3月24日	80,000	-	6,480	80,000
2015年3月24日	80,000	16,000	6,480	64,000
合计	-	16,000	19,440	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

表2 截至2015年4月30日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	计划		实施进度	
	总投资	拟使用募集资金	已投资	已使用募集资金
江都市区域供水（中闸供水圈）项目	55,276	16,000	55,276	16,000
江都市高水河两岸滨河地带综合改造工程	200,674	48,000	200,674	48,000
补充营运资金	-	16,000	-	16,000
合计	255,950	80,000	255,950	80,000

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

2014年，公司名称变更为“扬州市鑫源产业投资集团有限公司”，注册资本、控股股东、最终实际控制人未发生变化，仍为扬州市江都区国有资产管理所；主营业务亦未发生重大变化；2014年公司新纳入公司合并范围的子公司4家，截至2014年12月31日，公司纳入合并报表范围的子公司共14家。

表3 2014年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
-------	------	------	------

扬州市江都区诚信建设工程监理有限公司	100.00	100.00%	工业与民用建筑、市政道路、排水管道、驳岸、码头、设备安装与公用事业工程的监理、咨询，工程招标代理，工程造价咨询。
扬州市新天地汽车贸易有限公司	100.00	100.00%	汽车销售，汽车检测设备及配件、GPRS 导航设备销售，房屋中介、汽车中介服务。
扬州市江都区镇村公共交通有限公司	100.00	100.00%	县内班车客运。
扬州市江都公共交通公司	10.90	100.00%	公交客运。

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

截至2014年12月31日，公司资产总额为187.66亿元，所有者权益合计为57.26亿元，资产负债率为69.49%；2014年度，公司实现营业收入16.63亿元，利润总额1.36亿元，经营活动现金净流出2.02亿元。

三、区域经济与财政实力

扬州市经济基础较好，2014年继续保持较快增速，支柱产业主导作用明显

2014年扬州市全年实现地区生产总值3,697.89亿元，同比增长11.00%，继续保持较快增速，分别比江苏省、全国的增速水平高2.30、3.60个百分点。

扬州市经济以第二产业、第三产业为主，2014年扬州市第二产业和第三产业增加值分别为1,886.26亿元和1,571.63亿元，分别同比增长11.00%、12.10%，增速较快。扬州市三次产业结构继续优化，三大产业结构比从2013年的6.9:52.1:41.0调整为2014年的6.5:51.0:42.5。

工业方面，经过多年发展，扬州市拥有机械装备、石化、汽车、新能源和新光源、船舶五大千亿级产业，2014年累计完成产值6,951.6亿元，同比增长11.2%，占全市规模以上工业总产值的73.51%。同时扬州市重视新兴产业的发展，加大引导和扶持力度，2014年新兴产业完成产值2,808.5亿元，同比增长14.2%。其中，新能源、新光源、新材料“三新”产业完成产值1,145.10亿元，同比增长15.5%，占全市规模以上工业总产值的12.11%。

固定资产投资方面，2014年投资仍是拉动扬州市经济增长的重要因素，2014年扬州市完成固定资产投资2,416.66亿元，增长19.3%，其中，建设项目投资2,056.22亿元，增长20.3%；房地产开发投资360.44亿元，增长14.1%。从产业来看，第一产业投资15.15亿元，增长1.2%；第二产业投资1,330.68亿元，增长15.0%；第三产业投资1,070.83亿元，增长25.0%。一、二、三产业投资占投资的比重为0.63：55.06：44.31。

表4 2013-2014年扬州市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2014年		2013年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	3,697.89	11.00%	3,252.01	12.00%

第一产业增加值	240.00	3.80%	224.47	4.60%
第二产业增加值	1,886.26	11.00%	1,693.70	12.30%
第三产业增加值	1,571.63	12.10%	1,333.84	12.70%
规模以上工业总产值	9,457.17	11.50%	8,499.39	16.80%
固定资产投资	2,416.66	19.30%	2,025.20	20.30%
社会消费品零售总额	1,232.00	12.10%	1,099.51	13.60%
进出口总额（亿美元）	100.12	5.30%	95.10	-6.60%
存款余额	4,296.75	11.30%	3,836.87	15.90%
贷款余额	2,732.42	16.70%	2,341.85	16.70%

资料来源：2013-2014年扬州市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2014年江都区地区生产总值继续稳步增长，产业结构持续优化，整体经济实力仍较强

2014年江都区实现地区生产总值784.58亿元，同比增长11.10%，继续保持较高的增速。根据2014年扬州市江都区国民经济和社会发展统计公报显示，江都区区域综合实力入围2014年度中国市辖区百强、列第40位。

产业结构方面，2014年第一、二、三产业产值分别占比6.93%、50.16%和42.91%，第二产业仍然处于主导地位，第三产业比重同比上升1.8个百分点。

工业方面，扬州市江都区目前已形成沿沪宁高速公路的以IT产业为主的高新技术产业带和沿江的重化工业产业带，其中医药化工、特钢生产加工、车船及配件制造、机械电子、智能电网、节能环保等为支柱产业。2014年江都区规模以上工业企业实现工业总产值2,281.79亿元，同比增长12.4%。其中，轻、重工业分别实现产值423.92亿元、1,857.87亿元，增长14.80%、11.90%，重工业继续占主导地位。从支柱产业来看，医药化工产业完成产值414.20亿元，增长11.40%，保持较快增长；特钢产业完成产值196.89亿元，增长5.80%，增速有所下降；车船制造及配套件产业完成产值271.14亿元，增长10.60%，增速较平稳；机械电子产业完成产值1,105.77亿元，增长14.30%，产值占比最大且增速较快；智能电网产业完成产值223.03亿元，增长14.80%，增速最快；节能环保产业完成产值174.52亿元，增长9.80%，规模仍然相对较小，但前景较好。

固定资产投资方面，江都区2014年实现固定资产投资444.29亿元，增长20.8%。其中，三次产业投资分别为7.39亿元、284.12亿元、152.78亿元，分别同比增长57.80%、10.40%、33.60%。

表5 2013-2014年扬州市江都区主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2014年		2013年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	784.58	11.10%	713.06	12.00%
第一产业增加值	54.41	3.50%	50.90	5.00%

第二产业增加值	393.51	10.90%	369.06	11.40%
第三产业增加值	336.66	12.60%	293.10	14.00%
规模以上工业总产值	2,281.79	12.40%	2,035.2	17.00%
固定资产投资	523.18	19.60%	444.29	20.80%
社会消费品零售总额	212.25	12.10%	224.43	14.30%
进出口总额（亿美元）	14.72	12.90%	13.04	7.00%
存款余额	859.2	14.10%	752.82	17.50%
贷款余额	485.75	17.70%	412.67	20.90%

资料来源：2013-2014年扬州市江都区国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2014年扬州市财政实力持续增强，但国有土地出让收入对地方财力的影响仍然较大

近年，扬州市经济总量持续扩大，财政收入保持增长。2014年扬州市全口径和市本级财政收入分别为638.69亿元、126.80亿元，分别同比增长11.98%、1.40%。扬州市财政收入仍以公共财政收入、政府基金收入为主，其中全口径公共财政收入、政府基金收入占比分别为46.22%、32.87%，市本级公共财政收入、政府基金收入占比分别为24.56%、55.27%。

2014年扬州市全口径和市本级公共财政收入分别为295.19亿元、31.14亿元，分别同比增长13.86%、12.82%。其中，税收收入占比分别为82.06%、73.36%，公共财政收入的质量和可持续性较好。上级补助收入是财政收入的重要补充，2014年扬州市全口径和市本级上级补助收入分别为106.74亿元、18.10亿元，分别同比增长6.31%、13.74%。得益于国有土地使用权出让金的逐年增长，政府性基金收入已成为扬州市财政收入的重要来源之一，2014年扬州市全口径和市本级政府性基金收入分别为209.94亿元、70.08亿元，分别同比增长26.70%、下降5.44%。国有土地使用权出让收入在一定程度上增强了扬州市的财政调节能力，但考虑到土地市场的不确定性，未来国有土地使用权出让收入能否持续增长存在较大的不确定性。

扬州市财政支出方面，2014年全市口径和市本级公共财政支出分别为367.73亿元和73.88亿元，分别同比增长12.82%、下降10.35%。近年全市口径公共财政收入与公共财政支出的比例均在80%左右，公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度尚可。市本级公共财政收入与公共财政支出的比例在40%左右，公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度较弱。

表6 2013-2014年扬州市全口径及市本级财政收支情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	全口径	本级	全口径	本级
财政收入	6,386,865	1,267,978	5,703,389	1,250,512
（一）公共财政收入	2,951,918	311,364	2,592,606	275,991
其中：税收收入	2,422,247	228,420	2,127,196	226,771
非税收收入	529,671	82,944	465,110	49,220

(二) 上级补助收入	1,067,369	180,978	1,004,000	159,116
其中：返还性收入	208,064	65,564	203,320	65,234
一般性转移支付收入	353,135	52,339	295,603	-8,074
专项转移支付	506,170	63,075	505,077	101,956
(三) 政府性基金收入	2,099,368	700,758	1,657,011	741,046
(四) 预算外财政专户收入	268,210	74,878	449,772	74,359
财政支出	5,967,085	1,373,913	5,289,095	1,532,461
(一) 公共财政支出	3,677,273	738,769	3,192,774	721,368
(二) 政府性基金支出	2,028,282	572,667	1,682,869	755,154
(三) 预算外财政专户支出	261,530	62,477	413,452	55,939
公共财政收入/公共财政支出	80.27%	42.15%	81.20%	38.26%

注：财政收入=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外财政专户收入；

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出+预算外财政专户支出。

资料来源：扬州市财政局，鹏元整理

由于土地出让收入增加，2014年江都区综合财力有大幅增强，未来土地出让收入能否持续增长存在较大的不确定性

随着江都区经济的发展，江都区财政收入规模逐步增长，2014年江都区实现财政收入103.38亿元，同比增长38.13%，增长较快，主要系土地出让收入大幅增长所致。从财政收入结构来看，江都区财政收入仍以公共财政收入、政府基金收入为主，2014年占比分别为46.41%、37.29%。

2014年江都区实现公共财政收入47.98亿元，同比增长15.34%，其中税收收入占比82.10%。2014年江都区上级补助收入同比增长14.66%，主要系返还性收入增长所致。得益于国有土地使用权出让金的逐年增长，政府性基金收入已成为江都区财政收入的重要来源之一，2014年江都区土地出让收入增长至35.65亿元，同比增长107.74%，占江都区财政收入的34.49%。国有土地使用权出让收入在一定程度上增强了江都区的财政调节能力，但考虑到土地市场的不确定性，未来国有土地使用权出让收入能否持续增长存在较大的不确定性。

财政支出方面，2014年江都区财政支出96.23亿元，同比增长38.94%，主要系政府基金支出增长较快所致。近年来江都区公共财政收入对公共财政支出的覆盖比率不断提升，2014年为84.85%，同比提高1.40个百分点，财政自给能力尚可。

表7 2013-2014年扬州市江都区财政收支情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
财政收入	1,033,764	748,375
(一) 公共财政收入	479,810	415,993
其中：税收收入	393,924	341,436

非税收收入	85,886	74,557
(二) 上级补助收入	168,414	146,884
其中：返还性收入	156,579	135,564
一般性转移支付收入	11,835	11,280
(三) 政府基金收入	385,540	185,538
其中：土地出让收入	356,523	171,622
财政支出	962,264	692,558
(一) 公共财政支出	565,466	498,468
(二) 政府基金支出	396,798	194,090
公共财政收入/公共财政支出	84.85%	83.45%

注：财政收入=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外财政专户收入；
 财政支出=公共财政支出+政府性基金支出+预算外财政专户支出。

资料来源：公司提供

四、经营与竞争

公司是扬州市江都区安置房建设、基础设施建设的重要主体，主营业务包括安置房建设、基础设施建设、粮食、公路运输、自来水等业务。公司主营业务收入及营业利润主要来自于安置房建设收入、基础设施建设收入以及粮食收入。2014年公司实现主营业务收入166,317.20万元，同比增长45.47%，主要系基础设施建设收入以及粮食收入大幅增长所致。随着各业务收入占比以及各业务毛利率的变动，公司毛利率有所变动，2014年公司主营业务毛利率为5.31%，主要系安置房建设业务、基础设施建设业务毛利率提高所致。

表8 2013-2014年公司主营业务收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
安置房建设	60,952.42	13.39%	64,836.58	7.98%
基础设施建设	58,305.86	6.85%	21,303.41	-6.99%
粮食	30,863.41	3.71%	16,032.73	9.19%
公路运输	9,670.27	-12.75%	7,062.99	-21.14%
自来水	6,525.24	-49.62%	5,098.04	-11.15%
合计	166,317.20	5.31%	114,333.75	2.71%

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

2014年公司承建的回购项目仍较多，未来收入较有保障，但在建工程后续仍需投入资金，公司仍面临一定资金压力

公司作为江都区城市基础设施建设主体之一，主要负责江都区城区的道路桥梁等基础设施设计施工（不包括省道、国道）和安置房建设。公司按项目与江都区城乡建设局签订委托建设合同，规定由公司自筹资金进行相关的安置房、基础设施代建，代建工程竣工验收

收后由江都区城乡建设局回购，回购款为工程决算成本加成一定比例，加成比例依项目不同而不同，回购款根据当年财政情况支付，回收时间存在较大的不确定性。公司将工程建设成本计入存货科目，一般按工程进度确认成本与收入。

安置房方面，2014年公司安置房建设业务收入主要来源于勤丰安置区和金桥石油苑项目，以勤丰安置区销售收入为主。由于勤丰安置区和金桥石油苑项目均为定向建设项目，回购金额较高，受此影响公司安置房建设毛利率由上年的7.98%上升至13.39%。

表9 2014年公司安置房收入构成明细（单位：万元）

项目	项目开发成本	确认收入	毛利率
勤丰安置区	46,588.67	53,913.61	13.59%
金桥石油苑	4,883.85	5,651.71	13.59%
其他项目	1,321.04	1,387.10	4.76%
合计	52,793.56	60,952.42	13.39%

资料来源：公司提供，鹏元整理

基础设施建设方面，2014年公司确认收入的基础设施建设项目包括张正路二期（江佳电子段）工程、垃圾处理场、泰州路东延、站前大道、淮江路、北环一路、泰州路等项目。2014年该类业务实现收入58,305.86万元。2013年惠民区域供水项目完成但尚未进行回购，供水管道成本2,518.13万元计入基础设施建设成本，导致公司基础设施建设业务亏损，2014年公司基础设施建设业务毛利率有所回升，除惠民区域供水项目外的项目均按工程决算成本加成5%向公司支付工程款。

表10 2014年公司基础设施建设收入构成明细（单位：万元）

项目	确认成本	确认收入	毛利率
张正路二期（江佳电子段）工程	8,815.29	9,256.06	4.76%
垃圾处理场	7,903.52	8,298.70	4.76%
泰州路东延	7,397.75	7,767.64	4.76%
站前大道	6,412.28	6,732.89	4.76%
淮江路	5,608.87	5,889.31	4.76%
北环一路	4,799.40	5,039.37	4.76%
泰州路	4,548.97	4,776.42	4.76%
其他项目	8,827.77	10,545.47	16.29%
合计	54,313.85	58,305.86	6.85%

资料来源：公司提供，鹏元整理

目前公司所承建的安置房和城市基础设施建设项目大部分均为委托建设合同范围内项目，计入存货中的库存商品和开发成本科目。截至2014年12月31日，公司存货中库存商品和开发成本中的在建工程合计247,587.48万元，目前大部分已基本完工，后续投资所需资金

规模较小。公司以上项目皆为委托在建合同范围内的建设项目，公司相关收入的持续性较好。

另外，公司下属交通和水务公司承建的交通等基础设施也均属于政府项目，但由于暂未签订回购合同，故计入公司的在建工程，待签订回购协议之后会逐步转入存货或确认收入。截至2014年12月31日，公司计入在建工程的仍在建的基础项目涉及总投资约14.97亿元，已投入12,11亿元，后续仍需投入2.06亿元，公司仍面临一定资金压力。

表11 截至2014年底公司计入在建工程的在建项目情况（单位：万元）

项目	预计总投资额	已投资
农村公路建设	66,975.08	60,239.08
237省道江都段改建工程	82,718.41	68,870.41
合计	149,693.49	129,109.49

资料来源：公司提供，鹏元整理

2014年粮食贸易业务收入规模有所增长，为公司收入的有益补充；自来水、交通运输业务和粮食贸易业务发展相对稳定，但盈利情况仍不佳

公司粮食业务由子公司江都万源粮食购销有限公司（以下简称“江都万源”）负责经营，主要履行政策粮食收购职能，实际收储有各个粮管所具体实施。2014年粮食收储120,150吨，销售粮食117,933吨，实现粮食业务收入30,863.41万元。尽管2014年销售量上升，但受粮食市场价格影响，该业务当年毛利率大幅下滑。

表12 近年公司粮食收储情况

粮食收储类型	2014年		2013年	
	收储量（吨）	销售量（吨）	收储量（吨）	销售量（吨）
自营销收储	120,150	117,933	107,673	63,308

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司自来水业务主要由江都市惠民区域供水投资有限公司（以下简称“惠民供水”）和江都市自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）负责。自来水公司作为江都区的龙头供水企业，下辖有两个水厂，日供水能力24万吨，自来水公司年度售水3,451.45万吨；实现自来水收入6,525.24万元。由于2014年自来水公司管网折旧较大，导致公司自来水业务继续亏损。公司自来水业务具有公益性质，盈利能力较差。

表13 2013-2014年公司自来水业务情况

项目	2014年	2013年
供水面积（平方公里）	1,032.54	1,032.54
服务人口（万人）	88.42	88.42
供水能力（万立方米/日）	24.00	24.00
供水量（万立方米/年）	6,810.94	6,551.00

售水量（万立方米/年）

3,451.45

3,067.47

资料来源：公司提供，鹏元整理

下属子公司江都公路运输总公司（以下简称“江都运输”）是扬州市江都区唯一的专业客运中型企业，主营业务为公路运输，拥有营运车辆500辆左右，其中：高级车105辆，中级车25辆，普通车357辆；城区设有汽车客运站4座，在乡镇设有三、四级汽车客运站23座，经营线路共121条，覆盖京、津、沪等18个省市。2014年公司实现公路运输业务收入9,670.27万元。受高速通行免费、燃油价格调整和人工成本提高等因素影响，2014年公司交通运输业务继续处于亏损状态。

2014年江都区政府继续通过资产注入、财政补贴等方式给予公司支持，公司资本实力进一步增强

由于公司所承担建设项目的公益性，以及投资金额较大等原因，为保障江都区城市基础设施建设和公司的可持续发展，江都区政府对公司的支持力度不断加大。2014年江都区政府对公司进行了拨款，公司当年资本公积增加28,603.03万元；2014年公司收到政府补助26,185.08万元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年审计报告。公司的财务报表按照旧会计准则进行编制。2014年公司新纳入公司合并范围的子公司4家，截至2014年12月31日，公司纳入合并报表范围的子公司共14家。

资产结构与质量

2014年公司资产规模继续快速增长，整体资产流动性仍一般

2014年公司资产规模继续保持快速增长，截至2014年底，公司资产合计1,876,566.92万元，同比增长20.99%，主要系流动资产中的应收账款、其他应收款大幅增长所致。从公司资产结构看，截至2014年末，公司资产仍以流动资产为主，占比73.24%。

表14 2013-2014年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比

货币资金	176,242.44	9.39%	187,502.15	12.09%
应收账款	246,854.52	13.15%	176,974.36	11.41%
其他应收款	431,622.22	23.00%	219,312.23	14.14%
预付账款	104,820.74	5.59%	118,456.45	7.64%
存货	362,149.33	19.30%	352,351.71	22.72%
流动资产合计	1,374,463.26	73.24%	1,067,776.72	68.85%
固定资产	122,941.82	6.55%	130,119.59	8.39%
在建工程	237,696.92	12.67%	213,320.55	13.75%
其他长期资产	114,711.72	6.11%	114,711.72	7.40%
非流动资产合计	502,103.65	26.76%	483,187.80	31.15%
资产总计	1,876,566.92	100.00%	1,550,964.52	100.00%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

2014年公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款、预付账款和存货。公司货币资金中的其他货币资金规模为11.13亿元，占货币资金总额的63.16%，主要系定期存款以及银行承兑汇票、国内信用证保证金，货币资金中无抵押、冻结等对变现有限制或存在潜在回收风险的款项。应收账款主要为应收扬州市江都区建设局的基础设施建设及拆迁安置房款。近年来随着公司承建项目的增加，公司应收账款增长较快，2014年底应收账款规模为246,854.52万元，同比增长39.49%。其他应收款主要是应收扬州市江都区建设局、江苏永通投资发展有限公司、江苏省江都经济开发区管理委员会、小纪镇万顷良田建设工程项目管理办公室、江都市土地储备中心等单位的往来款。2014年底公司其他应收款规模为431,622.22万元，同比增长96.81%。公司应收账款、其他应收款对象主要为江都区政府及相关单位，回收风险较小，但公司应收账款、其他应收款合计占总资产的36.16%，对公司资金形成较大占用。预付款主要为公司承担的安置房和基础设施建设预付的拆迁费、土地款及工程款等，2014年公司项目进度继续放缓，预付款规模继续同比下降。公司存货主要是库存商品、开发成本，主要为拆迁安置房、基础设施建设工程项目的建设成本以及土地资产，其中在建项目235,479.41万元，待开发土地使用权113,817.70万元，其中账面价值69.61%的土地已被用于抵押。

表15 2013-2014年公司存货构成情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
原材料	732.18	570.93
低值易耗品	11.97	8.15
库存商品	12,108.07	11,740.42
开发成本	349,297.11	340,032.20
开发成本—在建项目	235,479.41	-

开发成本—待开发土地使用权	113,817.70	-
合计	362,149.33	352,351.71

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

非流动资产主要为固定资产、在建工程、其他长期资产构成。公司固定资产主要是供水管网、房屋建筑物和运输设备。在建工程主要是城乡公路建设及区域供水工程，绝大部分为公益工程，该类资产盈利能力不强。其他长期资产主要系用于政府办公房屋用地和政府收储的土地，由于不符合无形资产定义，故将其放入其他长期资产中。

整体来看，公司资产规模增长较快，但应收账款、其他应收款占比较大，公司整体资产流动性一般。

盈利能力

2014年快速增长的财务费用进一步削弱了公司的盈利能力，公司营业利润继续亏损，利润总额对财政补贴依赖度较高

2014年公司实现主营业务收入166,317.20万元，同比增长45.47%，主要系基础设施建设收入快速增长所致；主营业务毛利率为5.31%，同比提高5.09个百分点，主要系基础设施建设、安置房建设业务毛利率提高所致。随着公司负债规模的增长，公司财务费用增长较快，2014年期间费用增加至19,709.73万元，同比增长50.68%，公司营业利润亏损规模同比增大，为-14,148.82万元。

公司投资收益来自于现金股利以及权益法核算确认的投资收益，以后者为主。2014年公司投资收益主要来源于公司长期股权投资中的扬州石化有限责任公司的权益增加。2014年政府补贴收入仍是公司利润总额的主要来源，公司利润对政府补贴有较大依赖性，公司当年收到政府补助合计26,185.08万元，实现利润总额13,632.53万元。

综合来看，公司整体盈利能力较差，2014年快速增长的财务费用进一步削弱了公司的盈利能力，公司营业利润亏损规模继续增长，利润总额对财政补贴依赖度较高。

表16 2013-2014年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014年	2013年
主营业务收入	166,317.20	114,333.75
主营业务利润	4,847.80	775.61
营业利润	-14,148.82	-11,437.28
投资收益	1,757.51	4,366.69
补贴收入	26,185.08	20,898.90
利润总额	13,632.53	13,502.83
净利润	12,253.84	13,017.17

主营业务毛利率	5.31%	2.71%
期间费用率	11.85%	11.44%
总资产回报率	1.48%	1.16%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

现金流

2014年公司经营活动现金流表现欠佳，投资活动现金流持续净流出，对外部融资依赖较大，目前在建项目较多，仍面临一定的资金压力

随着公司在建项目建设的推进，公司2014年经营性现金流呈净流出，公司经营现金流表现欠佳。投资活动方面主要为公司承担的非回购基础设施建设项目的投入，2014年公司投资活动现金流仍为净流出。为满足经营活动和投资活动资金需求，2014年公司筹资活动力度仍较大，筹资活动现金流净流入19,193.70万元。

目前公司承建项目较多，未来公司仍面临一定的资金压力。考虑到公司建设项目回款时间存在一定的不确定性，经营活动现金流波动性较大。公司未来投资资金需求较大，存在一定的资金压力。

表17 2013-2014年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	94,797.27	62,418.70
收到的其他与经营活动有关的现金	77,619.55	555,196.27
经营活动现金流入小计	172,416.82	617,614.97
购买商品、接受劳务支付的现金	129,071.04	153,409.80
支付的其他与经营活动有关的现金	8,918.54	416,221.88
经营活动现金流出小计	192,577.25	589,878.85
经营活动产生的现金流量净额	-20,160.43	27,736.11
投资活动产生的现金流量净额	-37,692.98	-11,613.13
筹资活动产生的现金流量净额	19,193.70	-96,417.04
现金及现金等价物净增加额	-38,659.71	-80,294.06

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2014年公司资本实力持续增强，但有息债务规模较大，仍面临一定的还本付息压力

近年来江都区政府通过拨款增加资本公积、提供补贴等方式增强公司的资本实力，截至2014年底，公司所有者权益合计为572,593.64万元，同比增长7.68%。为满足项目建设的需要，公司负债规模增长迅速，2014年底达1,303,973.28万元，同比增长27.94%，高于所有

者权益增速，公司权益对负债的保障程度有所下降。

表18 2013-2014年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014年	2013年
负债总额	1,303,973.28	1,019,227.74
所有者权益	572,593.64	531,736.77
负债与所有者权益比率	227.73%	191.68%

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，截至2014年末，流动负债占比为68.75%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款以及一年内到期的长期负债构成，以其他应付款为主。2014年底，公司短期借款包括抵押借款、保证借款、质押借款以及信用借款；应付票据主要系应付银行承兑汇票；应付账款主要为应付扬州市通达建设发展有限公司、中铁四局集团有限公司、江都市拆迁安置办公室、北京市政集团公司等三家联合体、扬州市建科置业发展有限公司等公司的工程款和拆迁安置款；其他应付款主要系应付扬州市江都区财政局、扬州市江都区民生水务有限公司、扬州市龙川产业投资发展有限公司、扬州市通达建设发展有限公司、江苏通盛交通有限公司等公司的往来款，公司其他应付款规模增长较快，2014年底公司其他应付款规模为637,079.03万元，同比增长72.42%。

非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款以及专项应付款构成。2014年底，长期借款主要为抵质押及保证借款；应付债券主要为应付本期债券；长期应付款主要系应付的售后回租赁款；专项应付款为公司供水、公路等工程的专项资金。

表19 2013-2014年公司主要负债构成情况（单位：万元）

负 债	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	72,024.00	5.52%	56,296.00	5.52%
应付票据	25,400.00	1.95%	59,700.00	5.86%
应付账款	63,418.98	4.86%	58,084.43	5.70%
其他应付款	637,079.03	48.86%	369,500.66	36.25%
一年内到期的长期负债	71,300.00	5.47%	38,425.00	3.77%
流动负债合计	896,434.29	68.75%	608,180.59	59.67%
长期借款	155,905.00	11.96%	190,505.00	18.69%
应付债券	80,000.00	6.14%	80,000.00	7.85%
长期应付款	43,873.56	3.36%	22,447.64	2.20%
专项应付款	127,760.42	9.80%	118,094.51	11.59%
长期负债合计	407,538.98	31.25%	411,047.15	40.33%
负债合计	1,303,973.28	100.00%	1,019,227.74	100.00%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

2014年公司有息负债规模仍较大，偿债压力仍主要来自于长期借款、应付债券。2014年底，公司有息负债规模达448,502.56万元，同比增长0.25%，占负债总额的34.40%。公司仍存在一定的还本付息压力。

表20 2013-2014年公司有息债务（单位：万元）

项目	2014年	2013年
短期：		
短期借款	72,024.00	56,296.00
应付票据	25,400.00	59,700.00
一年内到期的非流动负债	71,300.00	38,425.00
长期：		
长期借款	155,905.00	190,505.00
应付债券	80,000.00	80,000.00
长期应付款	43,873.56	22,447.64
有息债务	448,502.56	447,373.64

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

截至2014年底，公司资产负债率为69.49%，同比有所提升；由于其他应付款规模增长较快，公司流动比率、速动比率均有所下降，流动资产、速动资产对流动负债的覆盖保障程度有所下降；EBITDA利息保障倍数有所上升但处于较低水平，主要系有息债务规模较大、利息支出较多所致，公司盈利对利息支出的保障能力不强。

整体来看，2014年公司资本实力持续增强，但有息债务规模较大，仍面临一定的还本付息压力。

表21 2013-2014年公司偿债能力指标

项目	2014年	2013年
资产负债率	69.49%	65.72%
流动比率	1.53	1.76
速动比率	1.13	1.18
EBITDA（万元）	33,081.35	17,475.55
EBITDA 利息保障倍数	0.98	0.94
有息债务/EBITDA	13.56	25.60

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

2014年江都沿开经营状况良好，由其提供全额无条件不可撤销连带责任的保证担保以及银行流动性支持能够继续为本期债券的偿还提供保障，有效提升本期债券的信用水平

本期债券由江都沿开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次债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

江都沿开是江都经济开发区的土地开发和基础设施建设主体，主要业务包括开发区内土地的开发、回迁安置房建设和基础设施工程建设。2014年，江都沿开的经营状况表现正常，实现主营业务收入4.28亿元，同比下降11.77%，其中土地出让收入为3.47亿元，同比增长4.98%；安置房销售收入0.82亿元，同比下降18.34%；2014年没有发生代建业务收入。此外，为了支持江都沿开的基础设施建设，政府每年均给予一定量的财政补贴，2014年江都沿开获得基础设施建设补贴1.73亿元。

表22 2013-2014年江都沿开主营业务收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地收入	34,667.83	24.99%	33,024.41	17.90%
安置房收入	8,169.02	-76.47%	10,004.00	-41.12%
代建收入	-	-	5,523.50	5.00%
合计	42,836.85	5.64%	48,551.92	4.27%

资料来源：江都沿开2014年审计报告，鹏元整理

截至2014年12月31日，江都沿开资产总额为95.68亿元，归属于母公司的所有者权益为34.75亿元，资产负债率为63.68%；2014年度，江都沿开实现营业收入4.28亿元，利润总额0.84亿元，经营活动现金流净出3.5亿元。整体财务表现较稳定。

2014年江都区经济保持快速发展，财政收入大幅增长，江都经济开发区招商工作进展顺利，开发区经济产值持续增长。江都沿开继续得到政府的财政支持，土地开发业务的可持续性较好。另一方面，江都沿开的整体业务盈利能力较差，对财政补助的依赖性较强；2014年各项业务的投入加快，负债水平快速上升，短期偿债压力加大。江都沿开对外担保余额较大，或有负债风险较高。

表23 2013-2014年江都沿开主要财务指标

项目	2014年	2013年
总资产（万元）	956,803.15	743,867.75
所有者权益（万元）	347,476.82	339,111.20
有息债务（万元）	229,760.00	99,680.00
资产负债率	63.68%	54.41%
流动比率	1.66	1.77
主营业务收入（万元）	42,836.85	48,551.92
补贴收入	17,361.67	18,924.27
利润总额（万元）	8,365.62	6,638.94
主营业务毛利率	5.64%	4.27%

总资产回报率	1.76%	3.94%
EBITDA（万元）	16,578.04	16,154.92
EBITDA 利息保障倍数	2.50	2.02
经营活动现金流净额（万元）	-34,952.05	-27,848.53

资料来源：江都沿开 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

综上，2015年6月经鹏元评定，江都沿开主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。

此外，公司与南京银行扬州分行签订了《流动性支持贷款协议》，双方约定：本期债券存续期内，当公司对本期债券本息偿付发生资金流动性不足时，南京银行扬州分行在不违反国家法律、法规，并在符合其相关内部授信管理规定的前提下，同意在各年付息或兑付首日前五个工作日给予公司合计不超过11亿元的流动性支持贷款（具体金额依据每一期偿债资金缺口为准），该流动性支持贷款仅限于为本期债券偿付本息，以解决公司本期债券本息偿付资金流动性不足。

整体来看，江都沿开其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保以及银行流动性支持能够继续为本期债券的偿还提供保障，有效提升本期债券的信用水平。

七、或有事项分析

截至2014年12月31日，公司及其子公司为其他公司和单位提供未到期的担保金额合计为607,034.14万元，占2014年末公司所有者权益的106.01%。总体来看，担保金额较大，公司存在较大的或有负债风险。

表24 截至2014年12月31日公司对外保证担保情况（单位：万元）

被担保单位名称	担保余额	担保公司	担保方式
江苏奔宇车身制造有限公司	3,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	抵押
江苏泓舜建设工程有限公司	2,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
江苏龙腾坤鑫建设发展有限公司	1,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
江苏润江精细化工有限公司	1,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州安康产业投资有限公司	14,280.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州龙泉建设工程有限公司	14,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证、质押
扬州普达贸易有限公司	2,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州融通建设有限公司	3,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州融远贸易有限公司	3,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州邵伯湖文化旅游开发有限公司	15,100.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州市惠康投资发展有限公司	3,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州市江都滨江水务有限公司	3,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证

扬州市江都区安居建设投资有限公司	33,400.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证、抵押
扬州市江都区保障性住房开发中心	31,692.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州市江都区汇江水利建设发展有限公司	6,500.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州市江都区惠达水利建设发展有限公司	3,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州市江都区交通工程公司	7,500.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州市江都区临江建设发展有限公司	3,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州市江都区民生水务有限公司	88,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证、抵押
扬州市江都区园林工程有限公司	9,800.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州市江都沿江开发有限公司	40,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州市江都沿江开发有限公司	20,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州市金桥建筑安装工程有限公司	2,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州市龙川产业投资发展有限公司	83,500.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证、抵押
扬州市通达建设发展有限公司	26,800.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证、抵押、质押
扬州鑫域建设工程有限公司	7,000.00	扬州市鑫源产业投资集团有限公司	保证
扬州龙泉建设工程有限公司	3,000.00	扬州市惠民区域供水投资有限公司	保证
扬州市江都区安居建设投资有限公司	3,000.00	扬州市惠民区域供水投资有限公司	保证
江苏海润化工有限公司	3,000.00	扬州市江都区自来水有限公司	保证
扬州奥申建设工程有限公司	1,600.00	扬州市江都区自来水有限公司	保证
扬州市江都区土地储备中心	9,875.00	扬州市亿发土地投资开发有限公司	抵押
扬州市江都区育才中学	4,000.00	扬州市龙都城市发展有限公司	保证
扬州市江都区实验小学	3,000.00	扬州市龙都城市发展有限公司	保证
扬州龙泉建设工程有限公司	11,107.74	扬州市龙都城市发展有限公司	抵押
扬州市江都区民生水务有限公司	17,479.40	扬州市龙都城市发展有限公司	抵押
扬州市江都区交通工程公司	3,000.00	扬州市江都公路运输有限公司	保证
扬州龙泉建设工程有限公司	6,000.00	江都市鑫盛投资控股有限公司	保证、抵押
扬州市江都滨江水务有限公司	24,000.00	江都市鑫盛投资控股有限公司	保证
扬州市江都区民生水务有限公司	1,500.00	江都市鑫盛投资控股有限公司	保证
扬州安康产业投资有限公司	36,900.00	江都市鑫盛投资控股有限公司	保证、抵押
扬州市金桥建筑安装工程有限公司	4,000.00	江都市鑫盛投资控股有限公司	保证、抵押
扬州市江都区安居建设投资有限公司	10,000.00	江都市鑫盛投资控股有限公司	抵押
扬州市江都区职业教育集团	23,000.00	江都市鑫盛投资控股有限公司	抵押
扬州市江都区仙女基础设施建设有限公司	4,000.00	江都市鑫盛投资控股有限公司	抵押
江苏舜天国际集团江都工具有限公司	4,000.00	江都市鑫盛投资控股有限公司	抵押
江苏泓舜建设工程有限公司	2,000.00	江都市鑫盛投资控股有限公司	抵押
江苏江都路桥工程有限公司	6,000.00	扬州市江都区宏图交通产业有限公司	抵押

合计

607,034.14

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

八、评级结论

2014年扬州市以及江都区整体经济、财政实力均持续稳定增长，地方政府对公司支持力度仍较大，公司承建的回购项目较多，未来收入较有保障，2014年江都沿开经营状况良好，由其提供全额无条件不可撤销连带责任的保证担保以及银行流动性支持能够继续为本期债券的偿还提供保障，有效提升本期债券的信用水平。

同时我们也关注到了土地出让收入对地方财力影响较大，公司营业利润持续亏损、利润总额对政府补助依赖较大，有息债务规模较大、存在一定偿债压力，以及面临较大的或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
货币资金	176,242.44	187,502.15	175,596.21
应收账款	246,854.52	176,974.36	113,189.92
其他应收款	431,622.22	219,312.23	252,904.59
预付账款	104,820.74	118,456.45	150,566.01
存货	362,149.33	352,351.71	240,502.55
待摊费用	-	-	19.23
其他流动资产	52,774.02	13,179.83	-
流动资产合计	1,374,463.26	1,067,776.72	932,778.52
长期股权投资	24,528.08	22,766.81	17,373.94
长期投资合计	24,528.08	22,766.81	17,373.94
固定资产原价	149,438.44	149,587.09	122,232.57
减：累计折旧	26,496.62	19,467.50	14,460.70
固定资产净值	122,941.82	130,119.59	107,771.87
固定资产净额	122,941.82	130,119.59	107,771.87
在建工程	237,696.92	213,320.55	256,135.84
固定资产合计	360,638.74	343,440.14	363,907.72
无形资产	2,225.10	2,269.13	135,451.60
其他长期资产	114,711.72	114,711.72	-
无形资产及其他资产合计	116,936.83	116,980.85	135,451.60
资产总计	1,876,566.92	1,550,964.52	1,449,511.77
短期借款	72,024.00	56,296.00	18,918.00
应付票据	25,400.00	59,700.00	35,600.00
应付账款	63,418.98	58,084.43	53,045.29
预收账款	12,085.30	10,427.51	3,293.99
应付工资	369.35	307.50	60.00
应交税金	4,723.99	4,198.80	1,496.10
其他应交款	4.05	8.13	80.05
其他应付款	637,079.03	369,500.66	332,598.29
预提费用	5,006.47	6,700.18	5,112.00
其他流动负债	5,023.15	4,532.38	5,850.04
一年内到期的长期负债	71,300.00	38,425.00	57,185.00
流动负债合计	896,434.29	608,180.59	513,238.75
长期借款	155,905.00	190,505.00	215,740.00
应付债券	80,000.00	80,000.00	80,000.00
长期应付款	43,873.56	22,447.64	-
专项应付款	127,760.42	118,094.51	108,647.66

长期负债合计	407,538.98	411,047.15	404,387.66
负债合计	1,303,973.28	1,019,227.74	917,626.41
股本	101,088.00	101,088.00	101,088.00
股本净额	101,088.00	101,088.00	101,088.00
资本公积	380,326.24	351,723.21	345,888.97
盈余公积	11,018.78	9,793.40	8,490.04
未分配利润	80,160.62	69,132.16	76,418.36
股东权益合计	572,593.64	531,736.77	531,885.37
负债和所有者权益总计	1,876,566.92	1,550,964.52	1,449,511.77

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、主营业务收入	166,317.20	114,333.75	71,537.19
减：主营业务成本	157,493.09	111,238.15	69,587.97
主营业务税金及附加	3,976.30	2,320.00	321.14
二、主营业务利润	4,847.80	775.61	1,628.08
加：其他业务利润	713.11	868.04	461.43
减：营业费用	1,642.46	1,949.87	513.52
管理费用	6,964.32	7,919.19	5,056.78
财务费用	11,102.95	3,211.86	610.35
三、营业利润	-14,148.82	-11,437.28	-4,091.13
加：投资收益	1,757.51	4,366.69	2,962.20
补贴收入	26,185.08	20,898.90	25,503.45
营业外收入	235.76	110.28	66.85
减：营业外支出	397.00	435.77	360.91
四、利润总额	13,632.53	13,502.83	24,080.47
减：所得税	1,378.69	485.67	327.04
五、净利润	12,253.84	13,017.17	23,753.42

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	94,797.27	62,418.70	30,006.82
收到其他与经营活动有关的现金	77,619.55	555,196.27	83,401.38
经营活动现金流入小计	172,416.82	617,614.97	113,408.21
购买商品、接受劳务支付的现金	129,071.04	153,409.80	72,153.32
支付给职工以及为职工支付的现金	9,399.51	6,234.26	6,073.79
支付的各项税费	45,188.17	14,012.91	568.31
支付其他与经营活动有关的现金	8,918.54	416,221.88	51,294.91
经营活动现金流出小计	192,577.25	589,878.85	130,090.32
经营活动产生的现金流量净额	-20,160.43	27,736.11	-16,682.12
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	-	60.00	-
取得投资收益收到的现金	29.18	13.82	9.86
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	6.01	230.20	2.34
收到其他与投资活动有关的现金	-	-	15,624.29
投资活动现金流入小计	35.18	304.03	15,636.50
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	36,232.67	10,917.16	44,277.46
投资支付的现金	1,495.49	1,000.00	710.00
投资活动现金流出小计	37,728.16	11,917.16	44,987.46
投资活动产生的现金流量净额	-37,692.98	-11,613.13	-29,350.96
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	185,882.00	164,428.00	211,158.00
收到其他与筹资活动有关的现金	233,941.62	183,650.00	82,930.48
筹资活动现金流入小计	419,823.62	348,078.00	294,088.48
偿还债务支付的现金	150,392.07	171,821.28	85,664.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	33,868.41	28,473.76	28,167.36
支付其他与筹资活动有关的现金	216,369.43	244,200.00	48,800.00
筹资活动现金流出小计	400,629.91	444,495.04	162,631.36
筹资活动产生的现金流量净额	19,193.70	-96,417.04	131,457.12
五、现金及现金等价物净增加额	-38,659.71	-80,294.06	85,424.04

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	12,253.84	-	23,753.42
加：计提的资产减值准备	270.91	-	100.64
固定资产折旧	7,729.53	-	2,539.44
待摊费用减少（减：增加）	-	-	-19.23
无形资产摊销	44.03	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-1.89	-	-1.76
固定资产报废损失	23.35	-	-
财务费用	11,812.54	-	620.33
投资损失（减：收益）	-1,757.51	-	-2,962.20
存货的减少（减：增加）	-8,817.77	-	3,059.83
经营性应收项目的减少（减：增加）	-97,185.81	-	-84,754.60
经营性应付项目的增加（减：减少）	95,237.02	-	40,982.00
其他	-39,768.66	-	-
经营活动产生的现金流量净额	-20,160.43	-	-16,682.12
现金的期末余额	87,332.44	-	175,596.21
减：现金的期初余额	125,992.15	-	90,172.17
现金及现金等价物净增加额	-38,659.71	-	85,424.04

注：2013年公司审计报告附注中无合并现金流量表补充资料
 资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
主营业务毛利率	5.31%	2.71%	2.72%
期间费用率	11.85%	11.44%	8.64%
总资产回报率	1.48%	1.16%	1.92%
负债与所有者权益比率	227.73%	191.68%	172.52%
资产负债率	69.49%	65.72%	63.31%
流动比率	1.53	1.76	1.82
速动比率	1.13	1.18	1.35
EBITDA (万元)	33,081.35	17,475.55	27,384.48
EBITDA 利息保障倍数	0.98	0.94	1.00
有息债务/EBITDA	13.56	25.60	14.88
有息债务 (万元)	448,502.56	447,373.64	407,443.00

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2014年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	经营范围
江都市鑫盛投资控股有限公司	151,700.00	100.00%	股权投资，产业投资，地产开发，对城市基础设施、基础产业、能源、交通及市政公用事业项目投资。
江都市自来水有限公司	3,000.00	100.00%	集中式供水，自来水工程安装、维修，自来水器材销售
江都源头水务投资有限公司	2,760.00	100.00%	对水利基础设施、基础产业及水利公用事业项目投资
江都市惠民区域供水投资有限公司	15,000.00	100.00%	对区域供水项目基础设施建设的投资，区域供水项目基础设施建设
扬州市江都公路运输有限公司	5,000.00	100.00%	县内班车客运、县际班车客运市际班车客运、省际班车客运、县内包车客运、县际包车客运、市际包车客运、省际包车客运、出租客运、、旅游客运、保险兼业代理。五金、日用百货、化工产品（不含危险品）、汽车配件销售，停车厂服务，汽车维修
扬州市江都区工业资产经营管理有限公司	5,000.00	100.00%	资产投资、管理及咨询服务
江都市亿发土地投资开发有限公司	3,000.00	100.00%	资产投资、对城市基础设施项目投资、地产开发
江都市龙都城市发展有限公司	41,988.39	100.00%	房地产开发、市政公用基础设施建设
江都万源粮食购销有限公司	200.00	100.00%	粮食、食用油脂、食用油料、粮油副产品收储、预包装食品批发兼零售。生鲜食用农产品销售
江都市宏图交通产业有限公司	11,000.00	100.00%	道路、桥梁工程建设、工程监理，道路、桥梁设计，建筑材料销售
扬州市江都区诚信建设工程监理有限公司	100.00	100.00%	工业与民用建筑、市政道路、排水管道、驳岸、码头、设备安装与公用事业工程的监理、咨询，工程招标代理，工程造价咨询。
扬州市新天地汽车贸易有限公司	100.00	100.00%	汽车销售，汽车检测设备及配件、GPRS 导航设备销售，房屋中介、汽车中介服务。
扬州市江都区镇村公共交通有限公司	100.00	100.00%	县内班车客运。
扬州市江都公共交通公司	10.90	100.00%	公交客运。

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

盈利能力	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	主营业务利润率	$\text{主营业务利润} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{主营业务收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{主营业务收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期主营业务成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{主营业务成本} / 360)$
	固定资产周转天数(天)	$[(\text{期初固定资产余额} + \text{期末固定资产余额}) / 2] / (\text{主营业务收入} / 360)$
	净主营业务周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{主营业务收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{主营业务收入}$

附录七 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。