

2014 年仪征市城市建设发展有限公司
公司债券 2020 年跟踪
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：

谭璇

报告编号：中鹏信评
【2020】跟踪第【453】号
01

债券简称：
14 仪征债/PR 仪城发
债券剩余规模：2 亿元
债券到期时间：
2021 年 01 月 09 日
债券偿还方式：
单利按年计息，在本期债券存续期的第 3 年至第 7 年末分别偿还本金总额的 20%

分析师

姓名：
党雨曦 田珊
电话：
021-51035670
邮箱：
dangyx@cspengyuan.com

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

2014 年仪征市城市建设发展有限公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	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	2020 年 06 月 23 日	2019 年 06 月 24 日

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”）对仪征市城市发展投资控股集团有限公司¹（以下简称“仪征城发”或“公司”）及其 2014 年 1 月 9 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为 AA+，发行主体长期信用等级上调为 AA+，评级展望维持为稳定。本次评级上调主要是基于仪征市经济实力较强，公司是仪征市规模最大的城投公司，持续获得较大力度的外部支持，资本实力不断增强；得益于政府资产注入，公司业务发展多元，业务可持续性较好；同时中证鹏元关注到公司整体资产流动性偏弱；公司有息债务增长较快，整体负债水平有所上升以及对外担保规模较大，存在一定或有负债等风险因素。

正面：

- 仪征经济发展稳健，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；2019 年仪征市实现地区生产总值 791.72 亿元，同比增长 6.9%，经济实力在县域经济中较为靠前，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务发展多元，土地整理业务和代建工程业务可持续性较好。得益于政府资产注入，公司业务发展多元，包括土地整理、代建工程、房屋销售、工程施工、保安服务、供水服务和客运业务。截至 2019 年末，公司正在整理的土地面积 2017 亩，随着这些地块的逐步出让，未来可以获得土地出让金返还收入；公司在建及拟

¹ 公司原名仪征市城市建设发展有限公司，2019 年 5 月变更为江苏恒源投资控股集团有限公司，2019 年 10 月变更为仪征市城市发展投资控股集团有限公司。

建基础设施项目计划总投资 28.19 亿元，业务持续性较好。

- **公司持续获得外部大力支持，资本实力不断增强。**公司持续获得外部大力支持，2018 年和 2019 年仪征市国有资产监督管理委员会（以下简称“仪征国资办”）以股权划拨的方式分别增加公司资本公积 24.03 亿元和 22.53 亿元；2020 年 5 月，公司收到仪征市国有资产管理中心（以下简称“仪征国管中心”）货币注资 20.00 亿元，公司资本实力不断得到增强，成为仪征市业务规模最大的城投公司；此外，2018 年和 2019 年仪征市政府分别给予公司补贴 3.40 亿元和 4.23 亿元，有效提升了公司利润水平。

关注：

- **公司整体资产流动性偏弱。**截至 2019 年末，公司应收款项账面价值为 159.33 亿元，占资产总额的 39.50%，应收款项回款时间不确定，占用公司较多资金；存货账面价值为 144.80 亿元，占资产总额的 35.90%，主要由安置房、基础设施投入以及土地使用权构成，集中变现难度较大；已用于借款和对外担保抵押的受限资产规模为 69.58 亿元，占总资产的 17.25%，整体资产流动性偏弱。
- **公司整体负债水平有所上升。**2019 年末公司资产负债率为 62.62%，负债水平依然较高，有息债务规模增至 176.18 亿元，较上年末增长 31.25%，EBITDA 利息保障倍数下降至 0.96，其中短期有息债务规模为 68.89 亿元，占有息债务总额的 39.10%，现金短期债务比下降至 0.61，公司整体负债水平有所上升。
- **公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。**截至 2019 年 12 月 31 日，公司及下属子公司对外担保余额为 55.78 亿元，占同期所有者权益的 36.99%，对外担保余额较大，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）：

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	4,033,759.33	3,323,549.66	2,658,469.64
所有者权益合计	1,507,921.52	1,264,210.97	995,894.17
有息债务	1,761,773.68	1,342,319.68	1,205,208.50
资产负债率	62.62%	61.96%	62.54%
现金短期债务比	0.61	0.66	0.53
营业收入	271,072.07	249,574.36	189,933.60
其他收益	42,387.76	34,000.00	33,000.00
利润总额	25,210.22	19,339.94	19,514.08

综合毛利率	18.46%	19.22%	19.32%
EBITDA	77,399.89	74,327.16	64,471.62
EBITDA 利息保障倍数	0.96	1.07	0.90
经营活动现金流净额	-173,428.16	145,620.54	-187,892.24
收现比	0.81	0.87	0.88

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

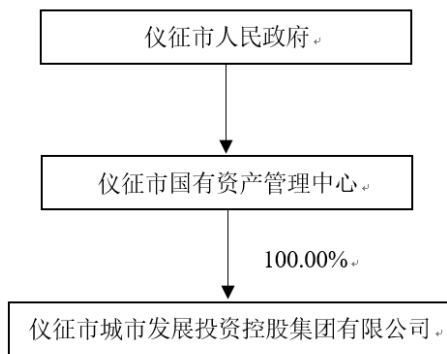
一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2014 年 1 月 9 日发行 7 年期 10 亿元公司债券，募集资金原计划用于仪征市居民安置及保障性住房项目-红旗花苑二期工程项目和仪征市城东区水环境综合整治项目。截至 2020 年 4 月 1 日，本期债券募集资金专项账户余额为 36.19 万元。

二、发行主体概况

2019 年 10 月，公司注册资本由 35,333.00 万元变更为 500,000.00 万元，同期公司名称由江苏恒源投资控股集团有限公司变更为仪征城发；2020 年 5 月，公司收到股东货币注资 200,000.00 万元，公司实收资本增加至 235,333.00 万元；控股股东仍为仪征国管中心，持有公司 100.00% 股份，实际控制人仍为仪征市人民政府。公司产权关系及控制关系如下图 1。

图 1 截至 2020 年 5 月 31 日公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019 年度，公司合并范围内增加 24 家子公司，主要系政府无偿划入及非同一控制下合并，具体情况见附录二。

三、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

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、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，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，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投资建设增长较快，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，基础设施投资建设预计将会回暖，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。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，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），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。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。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

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

仪征市经济保持稳步增长，固定资产投资增速较快，但石油化工等传统工业增速乏力

2019年仪征市实现地区生产总值791.72亿元，按可比价格计算，同比增长6.9%，保持稳步增长。其中2019年仪征市第一产业增加值23.03亿元，可比价增长2.5%；第二产业增加值423.03亿元，可比价增长5.4%，增速较为平稳；第三产业增加值345.66亿元，可比价增长9.1%，第三产业保持较快增长，三次产业结构由上年的3.5：51.6：44.9²调整为2.9：53.4：43.7，第三产业占比继续上升，产业结构继续优化。2019年仪征市人均地区生产总值138,558元，同比增长17.24%，是全国人均GDP同期水平的195.45%，区域经

² 该数据来源于2018年仪征市国民经济和社会发展统计公报。

济发展水平持续向好。

工业方面，2019 年全市规模以上工业实现产值 1,070.17 亿元，增长 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，其中规模以上石油化工产业实现产值 358.2 亿元，下降 11.9%；规模以上汽车及零部件产业实现产值 385.47 亿元，增长 16.9%。此外，仪征市 2019 年建筑业实现总产值 351.97 亿元，增长 4.4%，仪征市建筑业保持稳定增长。

固定资产投资方面，2019 年市本级全社会固定资产投资增速为 9.1%，增速较上年下滑 3 个百分点，但增速仍较快。其中：第一产业投资下降 8.1%，第二产业投资增长 0.2%，第三产业投资增长 14.9%，第三产业投资规模的高速增长是对地方经济形成重要支撑。2019 年社会消费品零售总额为 136.96 亿元，增速为 5.7%，保持增长但增速有所下滑。2019 年仪征市进出口总额 15.10 亿美元，其中出口 7.35 亿美元，对外贸易规模有所下降。

表 1 2018-2019 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	
	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%
第一产业增加值	23.03	2.5%	23.84	2.6%
第二产业增加值	423.03	5.4%	347.49	5.8%
第三产业增加值	345.66	9.1%	302.61	8.1%
固定资产投资	-	9.1%	307.95	12.1%
社会消费品零售总额	136.96	5.7%	129.57	8.0%
进出口总额（亿美元）	15.10	-	17.08	26.3%
存款余额	721.02	10.1%	655.11	0.8%
贷款余额	511.45	13.0%	452.44	12.3%
人均 GDP（元）	138,558		118,401	
人均 GDP/全国人均 GDP	195.45%		183.16%	

注：上表中固定资产投资为市本级固定资产投资

资料来源：仪征市 2018-2019 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019 年仪征市实现一般公共预算收入 50.37 亿元，其中税收收入 42.21 亿元，占公共财政收入比重为 83.8%。

四、经营与竞争

得益于政府注入的仪征市水交投资有限公司、扬州市建和城市建设发展集团有限公司等公司股权，公司业务结构更加多元，2019 年公司新增工程施工、保安服务和客运服务等

业务，分别实现收入 0.56 亿元、0.34 亿元和 0.11 亿元，使得同期公司主营业务收入增加至 26.63 亿元，同比增长 8.31%。从收入构成来看，土地整理业务、代建工程和房屋销售仍然是公司主要收入来源，分别占主营业务收入的 33.23%、32.46%和 28.29%。其中，2019 年土地整理业务收入为 8.85 亿元，毛利率为 30.06%，收入及毛利率均有所下降，主要受政府规划、出让地块的区域位置、拆迁成本存在差异等因素影响；受委托方结算安排影响，2019 年公司确认代建工程收入 8.64 亿元，较上年增长 69.34%，毛利率较去年亦有所上升，主要系当年度确认项目加成比例较高；2019 年房屋销售收入 7.53 亿元，较去年减少 20.81%，主要系预收房款结转减少所致，由于当年度毛利率较高的商品房收入增加较多，毛利率较上年大幅上升至 16.45%。整体来看，由于 2019 年合并范围新增导致工程施工、客运等低毛利业务收入大幅增加，使得当年度主营业务毛利率较上年略有下降至 17.86%。

表 2 2018-2019 年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	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	88,488.97	30.06%	96,070.60	35.11%
代建工程	86,442.48	13.88%	51,047.27	8.38%
房屋销售	75,336.78	16.45%	95,150.41	9.07%
工程施工收入	5,620.06	8.60%	0.00	-
保安服务收入	3,448.37	29.90%	0.00	-
供水服务	2,018.24	-32.86%	1,852.73	-26.53%
客运收入	1,101.70	-356.19%	0.00	-
租赁及管理费	1,074.01	17.41%	1,135.23	-2.79%
物业费收入	701.53	-54.63%	0.00	-
检测收入	656.43	4.65%	0.00	-
担保收入	548.98	-3.05%	160.24	-23.48%
服务费收入	425.07	33.61%	0.00	-
酒店服务	146.15	6.92%	342.86	22.05%
商品销售	69.08	2.51%	0.00	-
其他	195.17	-167.89%	76.70	-284.11%
主营业务合计	266,273.02	17.86%	245,836.04	18.69%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

目前正在整理的土地规模较大，区域位置优越，土地整理业务持续性较好，但土地出让易受政策因素影响，未来收入可能存在一定波动

公司土地开发业务主要由本部和下属子公司仪征市建设发展有限公司（以下简称“建发公司”）负责经营，主要的开发区域位于滨江新城。公司根据仪征市政府的整体规划，

通过征地拆迁形成可供政府出让的土地，提升现有土地的价值，并支付土地整理的相关费用，待土地出让后，根据公司与仪征市人民政府签订的土地整理协议，将土地出让金的一定比例返还公司，公司将其确认为土地出让业务的收入。另外，建发公司与仪征市恒耀建设投资有限公司（以下简称“恒耀建设”）签订委托土地整理协议，后者委托前者进行拆迁和土地平整等工作，公司按照相关法律法规进行上述拆迁及土地整理，其发生的成本由仪征市审计局审定，恒耀建设采用成本加成的方式支付回购款。

2019年确认土地整理收入8.85亿元(主要为建发公司确认收入),较上年减少7.89%，主要出让地块为滨江新城及区域内道路，出让地块性质主要为商业、住宅用地，当年公司实际收到土地返还款11.98亿元。受出让地块的区域位置，拆迁成本存在差异等因素影响，2019年公司土地整理业务毛利率为30.06%，较上年下降5.05个百分点。

截至2019年末，公司正在整理的土地面积2017亩，均为商住用地，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，近年来，随着区域内道路、学校、医院等基础设施逐步完善，人口流入增多，深圳宝能集团的CBD项目、碧桂园集团的碧桂园项目、扬州恒景房产有限公司的帝景蓝湾项目和扬州荣润房地产开发有限公司的东方曼哈顿项目等大型项目陆续入驻，区域房地产开发市场持续向好，土地升值潜力较大。

整体来看，公司目前正在整理的土地规模较大，区域位置优越，土地升值潜力较大，若未来土地顺利出让，可为公司带来可观收入。但受国家对房地产行业的调控、土地政策的调整以及当地政府未来土地出让计划影响，公司未来土地整理收入实现可能存在一定波动。

表3 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	土地性质
真州东路以北、石桥河以东、建安路以西	322	11.27	商住
真州东路以北、G328以南、江城路以东	383	13.4	商住
江城以东、S125以西、文兴路以南、古运河路以北	280	9.8	商住
建安路以东、国民路以南、仪泗河以北	172	6.02	商住
江城以东、S125以西、S356以南、宝船路以北	345	12.07	商住
江城以西、建安路以东、S356以南、宝船路以北	408	15.5	商住
S356以南、国民路以西	107	4.06	商住
合计	2017	72.12	

资料来源：公司提供

2019年公司代建工程业务收入大幅增长，安置房销售收入虽有所下降，但仍有较大规模的安置房尚未出售，未来收入较有保障

公司代建工程业务主要由本部及下属子公司建发公司负责运营，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自行筹措，项目建成后，仪征市政府以及恒耀建设一般按一定比例的收益加上成本作为回购金额，并根据公司的资金情况分批进行回购，公司以此确认代建工程收入。

代建工程收入是公司收入的重要来源，但委托方回购给予公司的利润空间较小，因此公司工程代建业务盈利性一般。受委托方结算安排影响，公司确认代建工程收入 8.64 亿元，较上年大幅增长 69.34%，业务毛利率为 13.88%，较上年大幅上升，主要系当年度回购古渥家苑用地前期拆迁代建项目，该项目代建毛利率较高。

除上述委托代建模式外，公司部分安置房项目系通过定向销售实现相关收益，即公司按照协议约定的价格向安置房需求方销售，受政府指导价格影响，安置房销售价格一般低于市场价格，毛利率水平不高。安置房建设项目包括新北花苑、五一花苑 C 区、红旗花苑 2 期和新北花苑等项目，其中，2019 年公司实现安置房销售收入 7.53 亿元，主要为五一花苑 C 区、红旗花苑 2 期、晟泰一品和新北花苑安置房项目贡献。截至 2019 年底，存货中红旗花苑二期、五一花苑 C 区等安置房项目账面价值合计 10.24 亿元，若上述项目能顺利销售或政府回购，仍将带来一定的收入。由于当年度毛利率较高的商品房收入增加较多，毛利率较上年大幅上升至 16.45%。

截至 2019 年末，公司在建及拟建基础设施项目主要包括滨江新城整体城镇化一期项目、仪征综合体育场馆项目等，上述项目计划总投资合计 28.19 亿元，已投资 21.33 亿元，未来尚需投资 6.86 亿元。

表 4 截至 2019 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	项目已投资
在建基础设施项目		
滨江新城整体城镇化一期项目	223,300.00	186,525.71
仪征综合体育场馆项目	29,999.00	23,091.63
新建都会小学	12,000.00	840.67
真州东路（石桥河-三将路）	8,000.00	1,600.00
石桥河景观带	1,500.00	1,200.00
拟建基础设施项目		
江城路（新沿山河路-新真州路）	1,500.00	-
江城路跨仪扬河桥梁	4,000.00	-
新沿山河路（建安路至江城路）	1,631.00	-
合计	281,930.00	213,258.01

资料来源：公司提供

公司持续获得较大力度的外部支持

公司作为仪征市规模最大的城投公司，承担区域内土地开发利用、城市基础设施投融资和建设以及国有资产运营等重要任务，持续获得较大力度的外部支持。资产注入方面，2018 年仪征国资办将仪征市交通建设有限公司、扬州新润水务建设工程有限公司等公司全部股权划拨给公司，增加资本公积 24.03 亿元；2019 年，将仪征市水交投资有限公司（以下简称“仪征水交投资”）、扬州市建和城市建设发展集团有限公司和仪征市教育发展投资有限公司等公司全部股权划拨给公司，增加资本公积 22.53 亿元，其中仪征水交投资是负责仪征市的基础设施代建和工程施工业务，截至 2019 年末，仪征水交投资总资产为 87.88 亿元，净资产为 47.34 亿元，2019 年营业收入 9.74 亿元，利润总额 1.08 亿元；2020 年 5 月，公司收到股东货币注资 20.00 亿元，较大规模的资产注入大幅增强了公司资本实力；财政补贴方面，为了弥补公司在土地开发、基础设施建设等方面的资金支出，2018 年-2019 年仪征市政府分别给予公司补贴 3.40 亿元和 4.23 亿元，有效提升了公司利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告和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 2019 年审计报告，报告均采用新会计准则编制³。公司 2019 年合并的范围子公司增加 24 家，具体情况见附录二。

资产结构与质量

2019 年政府注资带动公司资产大幅增长

2019 年政府给予了公司很大支持，注入了数家公司股权，截至 2019 年末，公司资产总额为 403.38 亿元，较上年末增长 21.37%。公司资产仍以流动资产为主，2019 年末占比为 92.37%。

截至 2019 年末，公司货币资金余额为 41.87 亿元，主要由 37.43 亿元的银行存款和

³ 根据财政部 2019 年 4 月 30 日发布的《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号），对一般企业财务报表格式进行了修订，并对 2018 年数据追溯调整。

4.43 亿元的其他货币资金组成，银行存款中 14.19 亿元用于定期存款质押，其他货币资金为保证金，受限资金合计为 18.62 亿元，占货币资金的比例为 44.47%，受限比例较大。

公司应收账款主要为应收项目工程款，2019 年末规模为 31.03 亿元，较上年增加 45.88%，主要系当年度项目结转收入规模增加所致，主要应收对象分别为仪征市恒耀建设投资有限公司、仪征市新城镇人民政府、仪征市财政局、仪征市水利局和仪征市交通运输局等，均为地方国企和政府单位，应收上述单位的款项合计占公司应收账款余额的比重为 95.26%，集中度较高。公司其他应收款主要为应收政府部门和其他国有企业的往来款项，2019 年末规模为 128.30 亿元，较上年末增长 31.36%，往来款流出增幅较大，主要往来对象为仪征市恒耀建设投资有限公司、仪征市城市建设投资发展公司、仪征市滨江新城重点工程项目建设指挥部、仪征市水利局和仪征市交通运输局等，应收上述单位的款项合计占公司其他应收款余额的比例为 75.02%。考虑到公司的业务性质和应收对象，上述应收类款项回收风险不大，但部分应收款项账龄较长，回收时间不确定，存在较多的资金占用情况，此外，截至 2019 年末，应收账款中账面价值为 8.80 亿元的应收账款已用于借款抵押，流动性受到一定限制。

公司预付账款主要为预付工程款，2019 年末规模为 23.40 亿元，预付对象主要为政府单位和区域国有企业，其中，预付仪征市城市规划控制区农民集中安置项目拆迁办公室的工程款规模为 11.14 亿元。随着市政基础设施项目投资进度不断推进以及当年度政府划入的土地，2019 年末公司存货规模增长至 144.80 亿元，公司存货主要由开发成本、土地使用权和市政基础设施项目等构成，其中土地使用权 96.90 亿元，土地面积 317.47 万平方米，均为出让，用途多为商住和住宅用地；开发成本主要为安置房投入产生，2019 年末为 23.69 亿元，同比减少 21.66%，主要系当年度收入结转所致；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 年末为 23.75 亿元，较上年略有增长，主要系相关项目投资进度的推进。此外，截至 2019 年末，公司存货中账面价值为 41.68 亿元的土地使用权已用于借款和对外担保抵押，流动性受到一定的限制。

长期股权投资主要是划入的仪征市教育发展投资有限公司、扬州市建和城市建设发展集团有限公司的股权资产，2019 年末账面价值为 15.15 亿元。公司固定资产主要为房屋建筑物，2019 年末账面价值为 6.34 亿元，较上年略有增加。

基于政府的支持，2019 年公司资产规模大幅增长，存货和应收款项占比仍较大，部分应收款项账龄较长，回款时间不确定，存货较难变现，但可用于融资抵押。已用于借款和对外担保抵押的受限资产规模为 69.58 亿元，占比 17.25%，整体资产流动性偏弱。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	418,728.58	10.38%	319,009.41	9.60%
应收账款	310,293.16	7.69%	212,710.05	6.40%
预付款项	233,987.18	5.80%	265,876.12	8.00%
其他应收款	1,282,959.68	31.81%	976,684.81	29.39%
存货	1,447,985.46	35.90%	1,359,207.20	40.90%
流动资产合计	3,725,912.19	92.37%	3,172,661.45	95.46%
长期股权投资	151,490.12	3.76%	15,889.71	0.48%
固定资产	63,371.17	1.57%	51,318.87	1.54%
非流动资产合计	307,847.14	7.63%	150,888.21	4.54%
资产总计	4,033,759.33	100.00%	3,323,549.66	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019 年公司营业收入有所增长，盈利仍依赖政府补助

公司主营业务收入主要来源于土地平整收入、房产销售收入和代建工程收入，2019 年公司实现营业收入 27.11 亿元，较上年增长 8.61%，主要由代建工程业务收入增长以及当年度新增的工程施工、保安服务等业务收入所贡献，截至 2019 年末，公司已完成投资未确认收入的基础设施项目、土地整理成本和安置房项目投入合计为 47.44 亿元，且未来仍将有较大规模的土地出让，未来收入较有保障。2019 年公司综合毛利率为 18.46%，毛利率水平略有下滑。当年度公司获得的政府补助为 4.24 亿元，是利润总额的 1.68 倍，公司利润总额对政府补助的依赖程度很高。

表 6 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	271,072.07	249,574.36
其他收益	42,387.76	34,000.00
营业利润	25,165.95	18,510.75
利润总额	25,210.22	19,339.94
综合毛利率	18.46%	19.22%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019 年公司收现情况较为稳定，但项目投资和往来款流出规模加大，导致经营活动

现金流表现转弱

2019年，公司收现比为0.81，表现较为稳定。同期公司购买商品、接受劳务支付的现金较上年大幅增加，使得主营业务现金收支产生的现金由上年的净流入转变为净流出；公司与仪征市恒耀建设投资有限公司、仪征市新城镇人民政府等单位的往来款流出规模大幅增加。综合上述因素，2019年公司经营活动现金流表现转弱，由上年的净流入14.56亿元转变为净流出17.34亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金规模较小，主要为理财投资和对子公司的投资活动产生。筹资活动方面，2019年公司新增较大规模的银行借款和融资租赁借款，筹资活动现金净流入18.43亿元。

整体上看，2019年公司经营活动现金流表现转弱，相关资金缺口仍然依赖于外部融资解决。

表7 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.81	0.87
销售商品、提供劳务收到的现金	220,891.86	216,416.57
收到的其他与经营活动有关的现金	675,827.30	282,970.35
经营活动现金流入小计	896,719.16	499,386.92
购买商品、接受劳务支付的现金	239,714.16	65,933.69
支付的其他与经营活动有关的现金	814,759.02	279,011.72
经营活动现金流出小计	1,070,147.31	353,766.38
经营活动产生的现金流量净额	-173,428.16	145,620.54
投资活动产生的现金流量净额	4,379.51	3,033.36
筹资活动产生的现金流量净额	184,307.51	-62,086.03
现金及现金等价物净增加额	15,258.86	86,567.87

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且增长较快，整体债务水平有所上升

政府资产注入以及利润积累使得2019年末公司所有者权益增加至150.79亿元，同比增长19.28%，2020年5月份股东货币注资20.00亿元，所有者权益规模将进一步增长。2019年末公司负债总额增加至252.58亿元，同比增长22.65%，产权比率上升至167.50%，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

表 8 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债合计	2,525,837.81	2,059,338.69
所有者权益合计	1,507,921.52	1,264,210.97
产权比率	167.50%	162.90%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构看，公司负债结构仍然以流动性负债为主，2019 年末流动性负债占比 57.00%。

公司短期借款主要用于补充流动资金，2019 年末账面价值为 11.65 亿元，较上年末增长 36.10%，其中保证借款 9.93 亿元，多种担保方式组合借款 1.68 亿元。截至 2019 年末，公司应付票据为 19.78 亿元，较上年末大幅增长，全部为承兑汇票，应付票据的大幅增加一定程度上缓解了公司即时支付压力。公司应付账款主要为应付工程款，2019 年末账面价值为 7.94 亿元，受部分工程项目结算时点等因素影响，公司应付账款较上年有所减少。公司预收账款主要为预收的项目工程建设款以及预收房款，2019 年末账面价值为 7.63 亿元，规模较上年末有所减少，主要系当年度房产项目收入结转所致。公司与仪征市恒耀建设投资有限公司、仪征市十二圩新区建设有限公司、仪征市扬子投资发展有限公司等公司的往来款流入增加，使得其他应付款增加至 58.67 亿元。公司一年内到期的非流动负债 2019 年末账面价值为 37.46 亿元，较上年末增长 22.33%，短期偿付压力上升。

为满足项目建设资金需求，公司通过银行借款、发行债券等多种方式进行外部融资，非流动负债规模较上年继续增加。2019 年末，公司长期借款为 67.50 亿元，其中抵押借款 1.50 亿元、保证借款 37.43 亿元以及多种担保方式组合借款 28.57 亿元。由于本期债券和“16 仪征债”2020 年需要偿还部分重新分类至一年内到期的非流动性负债科目，公司应付债券减少至 6.20 亿元。2019 年公司长期应付款账面价值为 21.61 亿元，较上年末大幅增长，其中应付融资租赁款 20.51 亿元，该部分借款利息相对较高，部分融资利率高达 8%-10%，以 3 年期或 5 年期为主，加大了公司偿付压力。其他非流动负债为长期债权融资、资产收益权融资等，为有息负债，2019 年末账面余额为 13.08 亿元。

表 9 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	116,511.00	4.61%	85,613.20	4.16%
应付票据	197,750.00	7.83%	90,528.00	4.40%
应付账款	79,424.22	3.14%	103,670.56	5.03%
预收款项	76,313.26	3.02%	115,896.74	5.63%

其他应付款	586,670.92	23.23%	488,595.75	23.73%
一年内到期的非流动负债	374,647.38	14.83%	306,254.84	14.87%
流动负债合计	1,439,643.25	57.00%	1,195,415.04	58.05%
长期借款	675,006.42	26.72%	517,711.50	25.14%
应付债券	62,000.00	2.45%	96,000.00	4.66%
长期应付款	216,111.21	8.56%	95,489.14	4.64%
其他非流动负债	130,785.00	5.12%	154,723.00	7.51%
非流动负债合计	1,086,194.56	43.00%	863,923.64	41.95%
负债合计	2,525,837.81	100.00%	2,059,338.69	100.00%
其中：有息债务	1,761,773.68	69.75%	1,342,319.68	65.18%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末公司资产负债率为 62.62%，负债水平依然较高，有息债务规模增至 176.18 亿元，较上年末增长 31.25%，EBITDA 利息保障倍数下降至 0.96，整体偿付压力有所上升。其中短期有息债务规模为 68.89 亿元，占公司所有息债务总额的比重为 39.10%，现金短期债务比下降，短期偿付压力上升。

表 10 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	62.62%	61.96%
现金短期债务比	0.61	0.66
EBITDA（万元）	77,399.89	74,327.16
EBITDA 利息保障倍数	0.96	1.07
有息债务/EBITDA	22.76	18.06

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、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（2020 年 6 月 9 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均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至 2019 年 12 月 31 日，公司及下属子公司对外担保余额为 55.78 亿元，占同期所有者权益的 36.99%。公司担保对象主要为地方国有企业，但对外担保余额较大，存在一定的或有负债风险。

表 11 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	企业性质
仪征市临江建设开发有限公司	4,500.00	国企
仪征市恒耀建设投资有限公司	8,000.00	国企
江苏华海房地产开发有限公司	14,000.00	国企
江苏铜枣实业发展有限公司	8,000.00	国企
扬州化工产业投资发展有限公司	82,500.00	国企
扬州市华茂化工实业有限公司	5,000.00	国企
扬州园博投资发展有限公司	47,500.00	国企
仪征临江建设发展有限公司	10,000.00	国企
仪征汽车工业公司	6,700.00	国企
仪征市富康实业投资有限公司	20,000.00	国企
仪征市高创科技发展有限公司	6,800.00	国企
仪征市恒耀建设投资有限公司	69,667.09	国企
仪征市恒耀建设投资有限公司	10,333.33	国企
仪征市久联实业投资有限公司	3,000.00	国企
仪征市美地实业投资有限公司	4,800.00	国企
仪征市十二圩新区建设有限公司	40,200.00	国企
仪征市泰盛贸易有限公司	12,800.00	国企
仪征市天盛村镇建设发展有限公司	13,795.00	国企
仪征市新吉实业投资发展有限公司	43,316.00	国企
仪征市新集村镇建设开发服务有限公司	7,550.00	国企
仪征市新坤建筑材料有限公司	2,000.00	国企
仪征市兴农投资发展有限公司	13,012.00	国企
仪征市园林工程有限公司	450.00	国企
仪征市枣林湾文化体育旅游发展有限公司	27,600.00	国企
仪征市众城建设开发有限公司	79,000.00	国企
仪征泰祥建材贸易有限公司	9,000.00	国企
仪征枣林湾十里长山农村建设有限公司	7,000.00	国企
扬州市市政工程有限公司	1,300.00	国企
合计	557,823.42	

资料来源：公司提供

七、评级结论

仪征市经济实力在县域经济中较为靠前，且 2019 年经济发展状况较好，近年公司持续获得较大力度的外部支持，2018 年和 2019 年仪征国资办以股权划拨的方式分别增加公司资本公积 24.03 亿元和 22.53 亿元，2020 年 5 月，公司收到仪征国管中心货币注资 20.00

亿元,较大规模的资产注入大幅增强了公司资本实力,丰富了公司的业务种类;此外,2018年和2019年仪征市政府分别给予公司补贴3.40亿元和4.23亿元,有效提升了公司利润水平。截至2019年末,公司正在整理的土地和在建基础设施规模较大,是仪征市规模最大的城投公司。

同时,中证鹏元也关注到公司资产中应收款项和存货占比较高,应收款项回收时间不确定,存货主要由安置房、基础设施投入以及土地资产构成,集中变现难度较大,且部分应收账款和存货中部分土地资产已经用于抵押借款和对外担保抵押,整体资产流动性偏弱。此外公司有息债务规模较大且增长较快,整体负债水平上升,公司对外担保的金额较大,仍然存在一定的或有负债风险。

基于上述情况,中证鹏元将公司主体长期信用等级上调为AA+,本期债券信用等级上调为AA+,评级展望维持为稳定。

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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	418,728.58	319,009.41	213,608.74
应收账款	310,293.16	212,710.05	138,010.43
预付款项	233,987.18	265,876.12	294,211.27
其他应收款	1,282,959.68	976,684.81	695,120.61
存货	1,447,985.46	1,359,207.20	1,139,899.21
流动资产合计	3,725,912.19	3,172,661.45	2,559,246.57
非流动资产合计	307,847.14	150,888.21	99,223.07
资产总计	4,033,759.33	3,323,549.66	2,658,469.64
短期借款	116,511.00	85,613.20	95,340.30
应付票据	197,750.00	90,528.00	54,000.00
应付账款	79,424.22	103,670.56	112,026.80
预收款项	76,313.26	115,896.74	58,939.91
其他应付款	586,670.92	488,595.75	280,631.34
一年内到期的非流动负债	374,647.38	306,254.84	254,295.64
流动负债合计	1,439,643.25	1,195,415.04	855,533.11
长期借款	675,006.42	517,711.50	532,791.00
应付债券	62,000.00	96,000.00	146,000.00
长期应付款	216,111.21	95,489.14	78,251.36
其他非流动负债	130,785.00	154,723.00	7.51%
非流动负债合计	1,086,194.56	863,923.64	807,042.36
负债合计	2,525,837.81	2,059,338.69	1,662,575.46
有息债务	1,761,773.68	1,342,319.68	1,205,208.50
所有者权益	1,507,921.52	1,264,210.97	995,894.17
营业收入	271,072.07	249,574.36	189,933.60
其他收益	42,387.76	34,000.00	33,000.00
营业利润	25,165.95	18,510.75	19,518.94
利润总额	25,210.22	19,339.94	19,514.08
经营活动产生的现金流量净额	-173,428.16	145,620.54	-187,892.24
投资活动产生的现金流量净额	4,379.51	3,033.36	-11,155.31
筹资活动产生的现金流量净额	184,307.51	-62,086.03	160,567.26
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	18.46%	19.22%	19.32%
收现比	0.81	0.87	0.88
产权比率	167.50%	162.90%	166.92%

资产负债率	62.62%	61.96%	62.54%
现金短期债务比	0.61	0.66	0.53
EBITDA（万元）	77,399.89	74,327.16	64,471.62
EBITDA 利息保障倍数	0.96	1.07	0.90
有息债务/EBITDA	22.76	18.06	18.69

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 2019年度公司合并范围新增子公司（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
仪征市水交投资有限公司	100.00%	141,775.28	交通与水利工程投资建设等	无偿划入
仪征市水利工程总队	100.00%	2,172.00	水利工程建筑施工等	无偿划入
仪征市华运汽车综合性能检测中心	100.00%	30.00	汽车综合性能检测服务	无偿划入
仪征市汽车客运有限公司	71.89%	734.60	班车客运等	无偿划入
仪征市汇成公交客运有限公司	100.00%	50.00	班车客运等	无偿划入
仪征市汇通公交客运有限公司	100.00%	50.00	班车客运等	无偿划入
仪征市汇达新能源科技有限公司	100.00%	10.00	新能源充电技术研发；汽车充电服务	无偿划入
仪征市汇泽机动车检测有限公司	100.00%	800.00	机动车综合性能检测等	无偿划入
龙捷汽车服务(仪征)有限公司	65.00%	2,000.00	汽车维修；汽车清洗；汽车美容装潢等	无偿划入
仪征市联运公司	68.07%	119.00	道路普通货物运输	无偿划入
仪征中北国际旅行社	100.00%	30.00	国内旅游、入境旅游服务	无偿划入
仪征市港务管理处	100.00%	125.00	为船舶提供码头设施服务	无偿划入
仪征市晟源资产管理有限公司	100.00%	50.00	自有资产管理；自有资产对外投资	无偿划入
仪征市博润建材商贸有限公司	100.00%	5,000.00	建材、金属材料、化工材料等销售	无偿划入
仪征水洁河道疏浚维护工程有限公司	100.00%	210.00	河道保洁、清淤、疏浚维护	无偿划入
仪征水安工程技术咨询有限公司	100.00%	60.00	水务工程技术咨询、建筑工程技术咨询	无偿划入
仪征市水泰工程检测有限公司	100.00%	100.00	工程检测、工程测量	无偿划入
仪征磐石能源发展有限公司	55.00%	2,000.00	新能源技术开发等	无偿划入
扬州润扬真州公路客运有限公司	100.00%	278.00	汽车客运	无偿划入
仪征市汽车运输总公司	100.00%	326.00	汽车货物、旅客运输	无偿划入
江苏城运广告发展有限公司	100.00%	1,000.00	广告位租赁、管理等	无偿划入
仪征市水交二次供水有限公司	100.00%	1,000.00	二次供水运行及相关服务等	无偿划入
扬州鼎轩建设工程有限公司	100.00%	5,000.00	工程施工	非同一控制下合并
泰州市联衡建设工程有限公司	100.00%	4,000.00	工程施工	非同一控制下合并

注：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及仪征市城东投资发展有限公司的经营管理和财务决策权仍由仪征国资办行使，因此不合并上述公司的财务报表。

资料来源：公司 2019 年审计报告，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	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的计息部分} + \text{其他非流动负债}$

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。