



扬州龙川控股集团有限责任公司2024年面向专业投资者公开发行人公司债券（第二期）信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

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

让评级彰显价值



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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

扬州龙川控股集团有限责任公司2024年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
债券信用等级	AA+
评级日期	2024-08-27

债券概况

发行规模：人民币 3.00 亿元

发行期限：5 年

偿还方式：单利计息，每年付息一次，到期还本

发行目的：拟全部用于偿还公司有息债务

评级观点

本次等级的评定是考虑到：扬州龙川控股集团有限责任公司（以下简称“龙川控股”或“公司”）所处的江都区经济体量位居扬州市各区县首位，近年江都区积极打造四大主导产业，经济发展潜力较好，为公司基础设施建设业务、安置房业务和石化业务等发展提供了良好外部基础；公司业务多元化程度较高，主要业务持续性较好；近年公司在资本注入和政府补助方面持续获得江都区政府较大力度的外部支持。同时中证鹏元也关注到：公司房地产及石化业务易受行业周期性波动影响，资产主要沉淀于项目成本及应收款项中，对外投资收益面临一定不确定性，资产流动性较弱；公司总债务规模大，部分存量债务融资成本较高，债务负担重，面临较大的偿债压力；公司对外担保余额规模大且增幅较高，部分对外担保对象为中小民营企业，区域集中度高，面临较大或有负债风险。

未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司主要在基础设施项目和安置房项目尚需较大规模投入，石化业务运营稳定，主要业务未来持续性较好，且公司将持续获得江都区政府较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	739.85	757.32	771.31
所有者权益	264.05	238.68	244.62
总债务	392.16	418.53	430.61
资产负债率	64.31%	68.48%	68.29%
现金短期债务比	0.36	0.44	0.52
营业收入	185.09	205.55	205.06
其他收益	3.86	4.09	4.74
利润总额	6.07	5.31	5.58
销售毛利率	10.42%	9.49%	6.42%
EBITDA	10.90	10.87	12.98
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.49	0.45
经营活动现金流净额	-9.10	5.12	-27.13

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

项目组成员：钟佩佩
zhongpp@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **江都区经济体量位居扬州市各区县首位，近年积极打造四大主导产业，发展潜力较好。**扬州市人均 GDP 显著高于全国平均水平，经济发展水平较好；江都区位于扬州市东部，拥有国家一类开发口岸和扬州市唯一机场，交通及区位优势较好。近年积极打造汽车及零部件、船舶特钢、机械电子、医药化工四大主导产业和以新能源汽车为代表的五大战略性新兴产业，工业经济持续增长，2023 年经济体量位居扬州市下辖区县首位，整体经济实力较强。
- **公司业务多元化程度较高，主要业务持续性较好。**公司是扬州市江都区内重要的基础设施建设主体和国有资产运营平台，主营业务涉及基础设施建设、建筑服务、石化和水务等多种类型，营业收入规模大；截至 2023 年末，公司主要在建基础设施项目和安置房项目尚需较大规模资金投入，石化业务运行良好且毛利率水平较高，建筑服务业务未完工合同金额较大。
- **公司近年持续获得江都区政府较大力度的外部支持。**2021 年江都区政府对公司拨付 10.00 亿元资金计入资本公积，2023 年公司股东及江都区政府拨入资金/豁免债务 51.16 亿元，有效提升公司资本实力。此外，2021-2023 年公司分别获得与企业日常活动相关的政府补助 4.74 亿元、4.09 亿元和 3.86 亿元，提升了公司利润水平。

关注

- **公司房地产及石化业务易受行业周期性波动影响。**公司主营的建筑服务、石化业务、商品房销售等市场化业务对营业收入贡献度较高，但总体盈利能力不强，其中建筑服务主要承接市场化项目，考虑到当前房地产市场景气度较低，对建筑服务和商品房销售业务的收入规模及回款稳定性有一定影响；此外，2022 年以来石化行业景气度渐弱，需关注下游需求变化对公司石化业务经营业绩的影响，并且公司对关联交易高度依赖可能带来一定的经营风险。
- **公司资产构成以变现周期较长的存货和回款存在不确定性的应收类款项为主，对外投资收益面临一定不确定性，部分预付款长期挂账，资产流动性较弱。**截至 2023 年末，公司资产主要由应收类款项和存货构成，应收类款项规模大，回款时间存在一定不确定性，对营运资金形成较大占用；存货中项目开发成本受结算安排影响变现能力不强，土地资产受房地产市场景气度降低影响变现周期有所拉长，货币资金和存货合计受限 24.23 亿元。截至 2023 年末，公司预付政府资产收购款（其他非流动资产）金额较大且长期挂账；预付扬州亚太置业有限公司（以下简称“亚太置业”）资产购置款因亚太置业破产重组面临一定坏账风险。此外，公司其他非流动金融资产主要为从事产业基金投资形成，投资收益受被投资企业和外部环境影响面临一定不确定性，整体资产流动性较弱。
- **公司总债务规模大，部分存量债务融资成本较高，偿债指标表现弱，面临较大的偿债压力。**截至 2023 年末，公司总债务为 392.16 亿元，占总负债的比例上升至 82.42%，整体债务负担重。公司部分存量非标债务融资成本高，短期到期债务规模较大且货币资金覆盖不足，偿债指标表现弱，面临较大的偿债压力。
- **公司对外担保余额规模大且近年增幅较高，面临较大的或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保余额合计 365.20 亿元，占期末净资产的比例为 138.31%，较 2021 年底累计大幅新增对外担保 188.65 亿元，对外担保余额非常大。被担保对象主要为区域内国有企业，区域集中度高。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
龙川控股	扬州市江都区重要的基础设施建设主体及国有资产运营平台，主营基础设施及安置房建设、建筑服务、粮食贸易等。	739.85	264.05	185.09
邗江城建	扬州市邗江区最主要的基础设施投资建设主体	748.70	310.83	21.10
广合国资集团	扬州市广陵区最主要的基础设施投资建设主体	861.45	329.24	40.08

注：（1）邗江城建为扬州市邗江城市建设发展有限公司的简称、广合国资集团为扬州广合国有资本运营集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 年末/2023 年度数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	6/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	5/7
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					1
主体信用等级					AA+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是扬州市江都区重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，扬州市江都区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司为扬州市人民政府间接全资控股，但实际由扬州市江都区政府国有资产监督管理办公室（以下简称“扬州市江都区国资办”）负责管理，公司资产规模和收入规模等均居于江都区各家基础设施建设平台前列。公司在基础设施建设和安置房建设等方面对江都区政府贡献非常大且近年持续获得江都区政府在资本注入和政府补助方面的外部支持，对江都区政府非常重要。同时，中证鹏元认为扬州市江都区政府提供支持的能力很强，主要体现为 2023 年江都区 GDP 总量位居扬州市各区县首位，近年江都区积极打造汽车及零部件等四大主导产业，经济发展潜力较好，具有很强的经济实力和财政实力。

一、主体概况

2001年6月20日，江都市房地产公司（现已更名为“扬州市建业房地产开发有限公司”，以下简称“扬州建业地产”）与江都市自来水公司（现已更名为“扬州市江都区自来水有限公司”，以下简称“江都自来水公司”）共同签署出资协议书，组建江都市建设发展有限公司（公司前身）。成立时公司注册资本为1,254.02万元，其中：江都市房地产公司以实物出资240.00万元，出资比例19.14%；江都市自来水公司以实物出资1,014.02万元，出资比例80.86%。2001-2023年，公司历经多次增资扩股，截至2023年末，公司注册资本和实收资本均为901,588.00万元。

2008-2022年，公司历经多次控股股东变更，2022年4月，公司控股股东变更为扬州江淮建设发展有限公司（以下简称“江淮建设”），持股比例为100%。2023年11月，扬州市江都区国资办将江淮建设全部股权转让给扬州市国联控股集团有限公司（以下简称“扬州国联集团”）。2024年3月，扬州市江都区国资办将扬州国联集团的全部股权无偿划转至扬州市人民政府。截至2024年3月末，公司直接控股股东为江淮建设，间接控股股东为扬州国联集团，实际控制人为扬州市人民政府，日常经营管理实际由扬州市江都区国资办具体负责，系市属区管企业。

公司为扬州市江都区内重要的基础设施建设和安置房建设主体，此外，公司主营业务还包括市场化运作的建筑服务、粮食贸易、石化业务和商品房开发等。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司为48家，具体见附录四。其中子公司江苏江都建设集团有限公司（以下简称“江都建设”）、扬州石化有限责任公司（以下简称“扬州石化”）为公司重要子公司，对公司经营及财务影响较大，其2023年度财务数据见下表所示。

表1 重要子公司 2023 年度财务数据（单位：亿元）

公司名称	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
江都建设	35.00%	74.11	9.07	111.68	1.02
扬州石化	51.00%	6.18	4.26	39.07	0.21

资料来源：江都建设 2023 年度财务报表，扬州石化 2023 年度审计报告，公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：扬州龙川控股集团有限责任公司2024年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）；

发行规模：人民币3亿元；

债券期限和利率：本期债券期限为5年。本期债券设置投资者回售选择权，债券持有人有权在本期债券存续期的第3年末将其持有的全部或部分本期债券回售给公司；票面利率为固定利率，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商协商确定。本期债券设置票面利率调整选择权，公司有权在本期债券存续期的第3年末决定是否调整本期债券后续计息期间的票面利率；

还本付息方式：本期债券采用单利计息，付息频率为按年计息，到期还本。付息日为 2025 年至 2029 年间每年的 5 月 22 日。若债券持有人在第 3 年末行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为 2025 年至 2027 年 5 月 22 日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个交易日，顺延期间不另计息）。

三、本期债券募集资金用途

本期债券发行金额为3.00亿元，拟全部用于偿还回售的公司债券“21龙川G3”的本金。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年上半年经济总体平稳，结构分化；下半年以改革促发展，大力扩内需，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，同时储备增量举措

2024 年上半年，国内经济运行整体平稳，转型升级稳中有进。上半年实际 GDP 同比增长 5.0%，结构有所分化，出口和制造业投资成为主要拉动力，消费和基建投资平稳，房地产投资维持低位；城镇调查失业率平均值为 5.1%，稳中有降；CPI 同比上涨 0.1%，物价水平小幅回升；货物进出口总额达 21.2 万亿元，创历史同期新高。

展望下半年，稳增长诉求提升，以改革为动力促进稳增长、调结构、防风险。宏观政策预计加大逆周期调节力度，大力扩内需尤其是提振消费，因地制宜发展新质生产力，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，落实存量和储备增量政策，双管齐下。货币政策保持支持性，维持流动性合理充裕，降息降准仍可期，为实体经济创造良好的货币金融环境；结构性货币政策继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步疏通利率传导机制，加强预期引导，保持汇率的均衡稳定，将二级市场买卖国债纳入新的政策工具箱，完善货币政策新框架。财政政策把握节奏，加快专项债发行使用进度，合理扩大地方政府专项债券支持范围，持续用好超长期特别国债，推进财税体制改革。完善和落实一揽子化债方案，创造条件加快化解基础设施投资类企业债务风险，市场化转型提速。房地产领域聚焦因城施策、各地自主决策，消化存量和优化增量，继续去库存，进一步防范风险，加大保交房力度；完善“市场+保障”的住房双轨制目标，深入推进房地产改革，促进房地产市场高质量发展。

当前中国正处在新旧动能转换的关键期，进一步全面深化改革，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，海外主要发达经济体增速有所放缓，美国降息有望开启，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性上升。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足，需要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动能。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条

件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，短期波动不会改变长期向好大势，不断培育壮大新质生产力，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路下，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

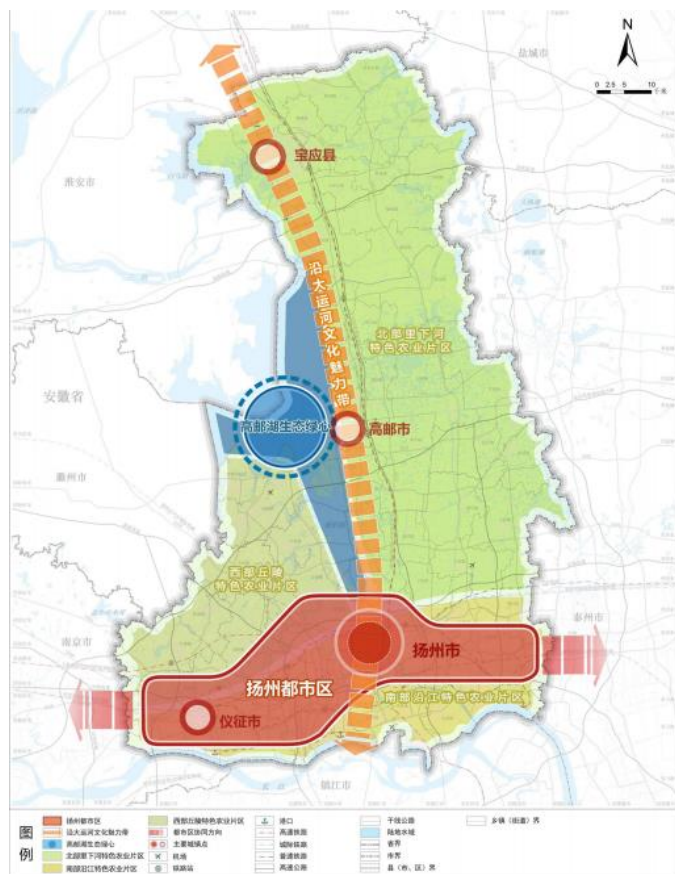
扬州市地处江苏省中部，区位优势明显，人均GDP显著高于全国平均水平；以汽车及零部件产业、高端装备产业、新型电力装备产业、建筑业和文化旅游业等为主导产业，加快构建613产业集群

区位特征：扬州市位于江苏省中部，是南京都市圈成员城市和长三角城市群城市，区位优势明显，

旅游资源丰富。扬州市位于江苏省中部，长江与京杭大运河的交汇处，西南部与南京市相连，西部与安徽省滁州市交界，是长三角城市群重要城市和南京都市圈紧密圈城市，区位优势明显。交通方面，扬州市拥有扬州泰州国际机场、高邮机场和扬州港，京沪高速公路、宁盐高速公路、盐蚌高速公路等在境内交汇。扬州市现辖邗江、广陵、江都3个区，高邮、仪征2个县级市和宝应县及三个功能区（经济技术开发区、生态科技新城、蜀冈—瘦西湖风景名胜区），总面积6,591.21平方公里，截至2023年末，扬州市常住人口为458.5万人，较2022年末增长0.05%。

扬州市旅游资源丰富，拥有国家5A级景区瘦西湖风景区和大明寺、个园、何园等14家4A级景区，全市拥有A级景区56家，是首批历史文化名城、首批中国优秀旅游城市、中国温泉之城、全国旅游标准化示范城市，被誉为世界美食之都、世界运河之都、东亚文化之都。2023年实现旅游业总收入685.37亿元，全年接待境内外游客10,321.12万人次。

图 1 扬州市区位图



资料来源：扬州市国土空间总体规划（2021—2035年），中证鹏元整理

经济发展水平：扬州市经济总量在江苏省各地市处于中下游，人均GDP显著高于全国平均水平。扬州市经济总量在江苏省各地市处于中下游水平，近年GDP增速有所波动，2023年增速略高于全国和江苏省平均水平。近年扬州市固定资产投资增速持续回暖，2023年固定资产投资同比增长10.5%，较上年同比增长0.5个百分点，但当年房地产开发投资同比下降10.9%，较大程度上拖累固定资产投资增幅；

2023年扬州市消费持续复苏，当年同比增长9.3%，固定资产投资及消费拉动扬州市经济增长。2023年扬州市进出口增速转正为负，对外出口较上年下滑3.9%，同比下降17.8个百分点。近年扬州市全市人均GDP显著高于全国平均水平，整体经济发展水平较好。

表2 2023年江苏省部分地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
苏州市	24,653.40	4.60%	19.06	2,456.81	1,401.17
南京市	17,421.40	4.60%	18.30	1,619.98	1,254.30
无锡市	15,456.19	6.00%	20.63	1,195.42	1,075.83
常州市	10,116.36	6.80%	18.84	680.30	1,396.20
南通市	11,813.30	5.80%	15.30	680.16	982.91
徐州市	8,900.44	7.10%	9.87	545.96	697.82
泰州市	6,731.66	6.80%	14.94	439.70	493.01
扬州市	7,423.26	6.00%	16.19	347.57	651.63
镇江市	5,264.07	6.30%	16.33	320.71	406.68

注：扬州市按 2023 年末常住人口计算所得，其余各市人均 GDP 均来自各地级市 2023 年国民经济和社会发展统计公报。
 资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 扬州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	7,423.26	6.0%	7,104.98	4.3%	6,696.43	7.4%
固定资产投资	-	10.5%	-	10.0%	-	1.2%
社会消费品零售总额	1,660.64	9.3%	1,518.91	2.6%	1,480.92	7.4%
进出口总额	1,055.8	-3.9%	1,101.19	13.9%	969.10	25.3%
人均 GDP（万元）		16.19		15.50		14.63
人均 GDP/全国人均 GDP		181.10%		180.91%		180.68%

注：人均 GDP 均采用当年末常住人口数据计算所得。

资料来源：2020-2023 年扬州市国民经济与社会发展统计公报，扬州市政府网站，中证鹏元整理

产业情况：扬州市以汽车及汽车零部件、高端装备产业和新兴电力装备产业等为主导产业，高新技术产业发展较快。扬州市以汽车及零部件产业、高端装备产业、新型电力装备产业、建筑业和文化旅游业等为主导产业，其中海工装备和高新技术船舶、智能电网产业产值同比分别增长39%、20%，产业转型逐步开展；汽车及零部件产业方面，扬州拥有亚星客车、嵘泰股份、亚普股份等上市企业，扬州国际汽车城是苏中规模最大的汽车4S店集聚区，2023年汽车及零部件产业增长6.6%。2023年扬州市规上工业企业总产值增长7.2%，其中先进制造业产值增长2%，对规上工业总产值的贡献率为30.2%。截至2023年末，扬州市共有A股上市公司16家，且2023年新增国家级专精特新“小巨人”企业26家，省专精特新“小巨人”企业219家，工业发展潜力较好。

财政及债务水平：近年扬州综合财力有所波动，财政自给能力较弱。2023年扬州市一般公共预算为347.57亿元，同比增长6.78%，税收占比79.7%，上涨6.5个百分点，收入质量有所提升。同期扬州市财政自给率上涨2.3个百分点，仍处于较弱水平。受近年土地市场影响，扬州市土地出让收入持续下滑，带动政府性基金收入下降，但综合财力对国有土地出让收入依赖程度较高。区域债务方面，2021-2023年扬州市地方政府债务余额持续扩张，复合增长率为7.57%，债务规模较大，2023年末地方政府债务余额占全市GDP的比例为15.5%，地方债务率¹为128.47%，地区债务负担偏重。

表4 扬州市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	347.57	325.49	344.07
税收收入占比	79.7%	73.2%	79.8%
财政自给率	48.9%	46.6%	50.2%
政府性基金收入	651.63	656.41	658.99
地方政府债务余额	1,216.80	1,104.77	977.70

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：扬州市人民政府网，中证鹏元整理

江都区交通便利，路网发达，拥有国家一类开发口岸和扬州市唯一机场，区位优势明显；近年江都区GDP总量稳居扬州市各区县首位；近年江都区积极打造汽车及零部件等四大主导产业，经济发展潜力较好

区位特征：江都区隶属扬州市，交通便捷，区位优势明显。江都区位于扬州市东部，东连泰州市高港区、海陵区、姜堰区，南濒长江，西傍扬州市广陵区，北接高邮市、兴化市。全区总面积1,332.54平方千米（其中陆地面积占85.8%，水域面积占14.2%），境内地势平坦，河湖交织，道路四通八达。人口方面，截至2023年末，江都常住人口92.87万人，常住人口城镇化率62.67%，城镇化率略高于全国平均水平。

江都区坐拥长江、淮河、京杭大运河，三水汇聚，拥有国家一类开放口岸扬州港江都港区，规划建设万吨级以上泊位16个，现已建成13个，货物吞吐量突破6,000万吨；公路和铁路方面，京沪高速、沪陕高速、启扬高速、宁启铁路、连淮扬镇铁路纵横贯穿，已经形成“京津冀四小时、长三角一小时、宁镇扬半小时”的快速联通网络，未来随着五峰山过江通道通车，北沿江高铁开工建设，“公铁一体联运”的立体化交通优势将更加凸显。航空方面，空港扬州泰州国际机场是扬州市唯一的机场，为航空一类口岸，目前已累计开通60多条国内外航线，通航台湾台北、韩国仁川、清州、泰国曼谷、日本茨城、大阪，北京、天津、哈尔滨、长春、昆明等30余个国内外城市。

¹ 债务率=地方政府债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入）

经济发展水平：江都区经济体量位居扬州市下辖区县首位，整体经济实力较强，2023年消费成为区域经济增长的核心动力。江都区GDP总量自2021年起一直位于扬州市下属各区县首位，增速较上年有较大提升。江都区已形成了以第二、三产业为主的产业结构，2023年三次产业占比为6.1:50.2:43.7。固定资产投资近年增速波动较大，2023年受第三产业尤其是房地产投资大幅下降影响，江都区固定资产投资增速显著放缓，但工业投资韧性较强，仍维持两位数以上的增速；区域消费市场持续复苏，2023年全区社会消费品零售总额实现9.4%的大幅增长，成为当年支撑江都区经济增长的主要动力；江都区外贸体量较大，2023年进出口总额达258.3亿元。此外，江都区人均GDP高于全国平均水平，整体经济发展水平较高。

表5 2023年扬州市部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
江都区	1,312.05	6.0%	14.13	57.24	87.16
邗江区	1,205.06	6.3%	14.03	50.58	53.38
高邮市	1,056.64	5.9%	14.80	43.56	55.79
仪征市	1,042.91	5.3%	19.37	50.33	90.15
广陵区	852.00	6.0%	15.71	40.07	63.34
宝应县	941.60	6.1%	13.90	30.05	64.67

注：江都区人均GDP根据2022年末当地常住人口数计算，广陵区人均GDP根据第七次人口普查当地常住人口数计算，其余区域人均GDP根据2023年末当地常住人口数据计算。

资料来源：各区、县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表6 江都区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,312.05	6.0%	1,256.02	3.1%	1,220.54	8.0%
固定资产投资	-	0.3%	429.70	11.3%	386.03	0.3%
社会消费品零售总额	312.36	9.4%	285.65	3.1%	277.14	7.4%
进出口总额（亿美元）	258.3（亿元）	-	35.80	-	35.10	43.0%
人均GDP（万元）		14.13		13.52		13.47
人均GDP/全国人均GDP		158.10%		157.76%		157.14%

注：2021年人均GDP数据按第七次人口普查数据中常住人口计算所得，2022年及2023年人均GDP根据年末常住人口计算所得。

资料来源：2021-2023年江都区国民经济与社会发展统计公报、江都区人民政府，中证鹏元整理

产业情况：江都区形成了汽车及零部件、船舶特钢等四大主导产业，近年新兴产业发展持续推进，工业发展情况较好。江都区基本形成了较为完备的工业门类和产业体系，以汽车及零部件、船舶特钢、机械电子、医药化工为主导产业，以新能源汽车、节能环保、生物医药、新材料、新一代信息技术为代表的五大战略性新兴产业快速发展，截至2023年末，江都区共有亚威股份、嵘泰股份、长青股份3家A股上市公司。船舶制造业方面，全区船舶制造及配套件企业已达200多家，年造船能力达600万载重吨，产品覆盖集装箱船、油船、液化气船、LNG双燃料动力船等多个门类，发挥外贸支柱作用；汽车及零部

件产业目前已形成以江淮汽车、九龙汽车、安凯客车、女神客车等整车制造企业为龙头，以五环龙电动车、振世达新能源等新能源汽车制造企业为亮点等众多零部件企业相配套的产业体系；特钢方面，江都区已建成全国规模最大、产品线最全的无缝钢管生产基地，现有诚德集团、龙川钢管、方正钢铁等相关企业50多家，已形成原料制造—特钢加工—钢材应用完整产业链；医药化工是江都区的传统产业，现有相关企业120余家，拥有扬州石化、长青农化、华伦化工、扬州三药等一批企业，形成了高端精细化工、生物医药、合成材料等特色板块。根据国家工信局发布的第三批和第四批国家级专精特新“小巨人”企业公示名单，江都区共有7家企业入选，入选企业数量位居扬州各县（市、区）首位。2023年江都区规模以上工业总产值增长6.2%，工业经济保持增长态势，其中橡胶和塑料制品业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业表现亮眼，分别同比增长37.8%、32.1%、20.6%。

财政及债务水平：江都区近年一般公共预算收入小幅波动，财政收入质量相对较高，但财政自给水平偏低，综合财力对政府性基金收入依赖程度高。近年江都区一般公共预算收入总体较为平稳，其中税收收入占比虽有所波动，但仍维持相对较高的水平，总体而言区域财政收入质量较高。但财政自给率近年在50%左右波动，财政自给能力一般。近三年江都区政府性基金收入呈现波动态势，对江都区综合财力贡献程度较高，综合财力受土地市场波动影响较大。区域债务方面，2021-2023年江都区政府债务余额复合增长率为6.78%，增速相对合理，债务压力较其综合财力而言总体可控。

表7 江都区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	57.24	55.87	56.90
税收收入占比	81.34%	73.13%	82.20%
财政自给率	54.06%	50.16%	51.25%
政府性基金收入	87.16	76.32	99.67
地方政府债务余额	108.14	101.97	94.84

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入。

资料来源：江都区政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2023年末，江都区主要平台公司有4家，分别为扬州江淮建设发展有限公司（以下简称“江淮建设”）、扬州市江都沿江开发有限公司（以下简称“沿江开发”）、扬州鑫域建设工程有限公司（以下简称“鑫域建设”）和扬州融通建设有限公司（以下简称“融通建设”）。其中，江淮建设下属核心经营主体龙川控股，龙川控股系江都区最重要的基础设施建设主体，承接全区范围内的基础设施建设、安置房建设和粮食购销等任务；沿江开发是江都区另一重要建设主体，主要从事区域内的土地开发和工程施工等业务。2024年3月，江都区整合形成扬州市国联控股集团有限公司（以下简称“扬州国联”），由扬州市人民政府全资持有，江淮建设、扬州仙发建设有限公司、扬州空港新城产业投资有限公司100%的股权以及沿江开发49%的股权均被无偿划转至扬州国联名下，其中扬州仙发建设有限公司系2024年3月由扬州安康产业投资有限公司、融通建设等11家公司整合而成。

表8 江都区主要平台公司（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
江淮建设	扬州国联	253.36	69.80%	187.30	406.44	扬州市江都区核心的基础设施建设主体及国有资产运营平台，主营基础设施及安置房建设、建筑服务、粮食贸易等。
龙川控股	江淮建设	264.05	64.31%	185.09	392.16	扬州市江都区重要的基础设施建设主体及国有资产运营平台，主营基础设施及安置房建设、建筑服务、粮食贸易等。
沿江开发	-	111.72	63.70%	10.86	133.77	江都区投融资的主要平台之一，从事江都区土地开发、工程施工等业务。
鑫域建设	龙川控股	31.08	65.76%	7.20	16.46	江都区重要的城市基础设施建设主体，主要从事扬州市江都区滨江新城范围内的基础设施建设和粮食购销业务。
融通建设	扬州仙发建设有限公司	19.62	58.42%	3.04	17.32	江都区商贸物流园基础设施建设主体，重点负责商贸物流园内部基础设施建设和安置房建设工作

注 1：鑫域建设、融通建设总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券，未考虑其他债务调整项，除鑫域建设外，均以 2023 年末财务数据计算；

注 2：沿江开发无控股股东，实控人为扬州市人民政府。

资料来源：iFind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

2022年以来，由于房地产低迷、出口不振等因素引起的需求疲弱以及产能快速投放导致的供给侧竞争加剧，石化行业供需矛盾升级，企业经营明显承压；预计2024年行业供需扰动因素仍存，同时成本端石油价格仍然存在大幅波动的可能，石化企业经营业绩仍将面临较大挑战

石油化工行业是指以石油和天然气为主要原料，通过化学加工和转化生产各种化学品和石油产品的行业，主要产品包括石油产品（如汽油、柴油、润滑油等）、石化基础原料（如乙烯、丙烯、苯、甲醇等）、化学品（如塑料、橡胶、合成纤维、涂料、油漆、肥料、农药等）和医药品等，广泛应用于能源、交通、建筑、电子、农业、医药等各个领域，是现代工业的重要支柱之一。

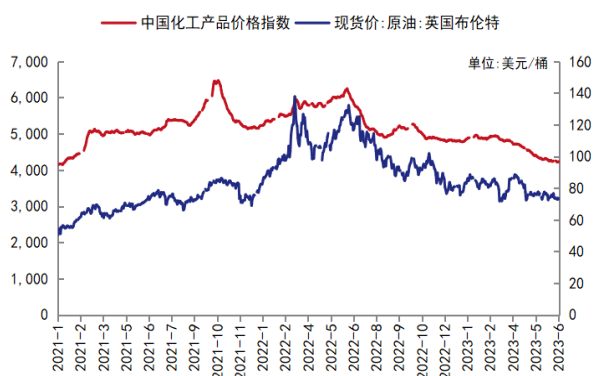
2022年以来，在全球经济下行以及行业产能持续扩张等多重因素影响下，化工行业景气渐弱。从需求端来看，化工品需求与房地产行业息息相关。据统计，化工品下游约35%直接用于建筑领域，19%用于电子领域，8%用于家用领域，均直接或间接受房地产行业影响。过去十年间，我国化学原料及化学品制造业投资完成额同比增速与房地产开发投资完成额同比增速呈现一致走势，二者相关性高达0.57，房地产行业不景气直接拖累化工品需求。此外，出口不振也在一定程度上影响化工品需求，自2022年11月开始，化工行业出口额同比由正转负，下降12.6%，是27个月以来的首次负增长，2023年我国出口金额同比下跌4.6%。受房地产低迷、出口不振等因素影响，我国化工品整体需求增速维持低位。与此同时，从供给端来看，我国石化产品仍处于产能高速扩张期。石化行业扩能呈现周期性趋势，我国主要石

化工产品经历了四轮扩能潮，目前仍处于第四轮扩能周期，本轮扩能潮主要推动力来自于民营大炼化的集中投产。产能快速投放导致石化产品供给侧竞争加剧，行业开工率下滑，产品盈利能力走弱，2022年及2023年全行业利润分别同比下滑2.8%和20.7%。

价格方面，受全球经济下行、国际局势动荡、美联储加息等宏观因素影响，近年以原油为主的能源价格及主要化工产品价格均出现较大波动。2022年，石油和主要化学品市场受外部因素影响，价格先抑后扬，全年来看价格震荡走高。根据石化联合会监测数据，2022年布伦特原油现货均价101.2美元/桶，较上年同比上涨43.0%，受原料价格影响，化工品价格依然维持高位运行，但下游需求疲软，上涨动力不足，涨幅明显低于上游原料。2023年，全球能源价格整体回落，布伦特原油现货均价82.6美元/桶，同比下跌18.3%，主要化学品市场受能源价格高位回落和供需压力加大影响，产品价格同比下跌较为明显。

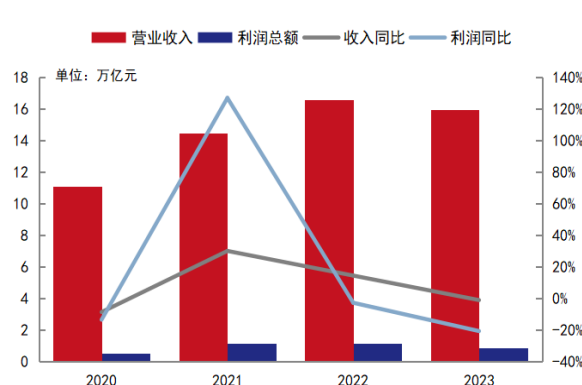
展望2024年，地缘政治紧张态势持续、全球宏观经济修复缓慢，国内地产与基建等主要下游投资放缓、需求疲弱，同时逆全球化态势下贸易壁垒加剧、产品出口承压等扰动因素预计仍将持续，石化行业下游需求难有实质改善，同时在产能集中释放的背景下，供给端去库存压力仍较大。原材料价格方面，石油市场仍然面临需求疲弱与OPEC减产意愿强烈的困境，油价上涨与下行因素并存，同时美联储加息、美国大选等事件进一步增加了油价走势的不确定性，国际石油价格仍然存在大幅波动的可能。综上所述，2024年石化行业仍可能面临较大的业绩波动压力。

图2 化工品价格波动幅度小于上游石油原料



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图3 2022年以来石化行业经营效益持续走弱



资料来源: 国家统计局, 中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司为扬州市江都区重要的基础设施建设主体及国有资产运营主体，主要承担江都区内的城市基础设施、安置房等项目建设，同时主营业务涵盖建筑服务、石化业务、商品房销售等市场化经营领域，业务多元化程度高；其中建筑服务和基础设施建设业务是公司收入和利润的重要来源，但公司总体盈利能力偏弱，未来需关注房地产市场景气度及石化行业周期性波动对公司经营业绩及回款情况的影响

公司主营业务涉及建筑服务、石化、商品销售、基础设施建设和粮食贸易等，业务多元化程度高。2021-2023年公司营收规模波动下降，其中，占比较高的建筑服务业务收入逐年下滑，基础设施建设业务收入受委托方结算安排影响近年波动较大，公司石化业务2022年大幅增长，随着商品房开发项目投入销售，商品房销售业务亦大幅增加，但粮食购销受公司经营安排和粮食价格波动影响，其收入规模逐年下降。此外，自来水、安置房建设和安保服务等业务为公司收入来源提供有效补充。

毛利率方面，2021-2023年公司业务毛利率持续改善，主要系毛利率相对较高的石化业务收入占比提升，建筑服务和基础设施建设业务盈利能力基本保持稳定，为公司营业利润的重要构成。但公司自来水业务毛利率常年为负，对公司盈利能力产生一定拖累，公司整体盈利能力偏弱。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2023年			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
建筑服务	90.54	48.92	3.31	104.15	50.67	4.25	139.59	68.07	3.43
石化	39.03	21.09	22.76	40.01	19.46	20.15	21.51	10.49	19.80
基础设施建设	24.04	12.99	17.11	39.73	19.33	16.67	14.68	7.16	16.67
商品房销售	25.56	13.81	14.09	9.44	4.59	4.82	-	-	-
粮食购销	2.61	1.41	6.62	4.75	2.31	2.99	14.83	7.23	1.92
安置房	0.09	0.05	4.86	1.11	0.54	19.05	3.57	1.74	24.07
商品销售	0.02	0.01	0.09	3.39	1.65	3.90	3.57	1.74	-1.19
自来水	1.17	0.63	-95.74	1.14	0.55	-100.75	1.12	0.55	-93.66
安保服务	0.94	0.51	30.81	0.92	0.45	34.97	0.83	0.40	32.71
金融服务	0.24	0.13	110.59	0.19	0.09	79.04	0.24	0.12	95.41
其他服务	0.34	0.18	56.78	0.24	0.12	62.69	0.23	0.11	62.77
其他业务	0.50	0.27	-20.10	0.47	0.23	-3.59	4.89	2.39	22.81
合计	185.09	100.00	10.42	205.55	100.00	9.49	205.06	100.00	6.42

注：公司其他业务包括金融服务、污水处理及维护业务等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）建筑服务业务

公司建筑服务业务受下游需求收缩影响，近年收入规模持续下降，盈利能力较弱；目前公司在手未完工合同金额较大，业务具有可持续性，但需要关注到房地产行业景气度下行对收入稳定性和回款及时性的影响

公司建筑服务业务由子公司江苏江都建设集团有限公司（以下简称“江都建设”）²负责运营。江都建设具有国家建筑工程施工总承包特级资质，施工建设涉及国内各省区项目以及部分境外工程。建筑

² 龙川控股持有江都建设 35%的股权，其余股东主要为个人投资者，龙川控股与其他 5 名个人投资者达成了一致行动承诺，江都建设党委书记兼常务副董事长、财务总监及 2 名董事由龙川控股委派，对江都建设具有实际管理权。

服务业务主要来自于公开招标，采用施工总承包的业务模式，根据工程完工进度确认收入。2021-2023年公司建筑服务业务受房地产行业及外部经济环境影响收入持续下滑，毛利率呈小幅波动态势但整体盈利能力较弱。

从合同签订情况看，2021-2023年，江都建设新签建筑服务合同分别为166个、139个和150个，新签合同金额分别为103.61亿元、77.60亿元和81.47亿元，均呈现下降趋势；2023年末在手未完工合同金额为103.92亿元，业务持续性有一定保障。在建项目方面，截至2023年末，公司前十大在建项目合同造价共110.89亿元，目前已投资金额69.20亿元，尚需投入41.69亿元。但考虑到其中部分项目为商业地产和住宅项目，预计在房地产市场目前仍处于下行周期的背景下，公司未来建筑服务业务的收入规模和回款稳定性将持续面临一定不利因素。

表10 截至 2023 年末公司前十大在建建筑服务项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目所在地	预计总投资	累计总投资	建设期间
奥园和悦府	陕西省	21.30	21.10	2019-2022
鸿基新城 24 块地 6-17#楼	陕西省	17.72	17.70	2019-2022
新能源汽车高安全电池零部件制造定制化厂房项目	江苏省	14.96	0.41	2023-2025
扬州和熠 NO.2023G1015 地块定制化厂房建设项目一期 EPC 总承包	江苏省	11.72	0.38	2023-2024
东港区 H10 地块项目 B 区施工总承包	辽宁省	9.41	4.68	2021-2024
鼎昊广场	陕西省	8.00	-	2022-2024
援塔吉克斯坦政府办公大楼项目	塔吉克斯坦	7.58	6.97	2020-2024
漳州台商投资区中心城区南部片区安置房工程	福建省	7.06	7.04	2020-2022
湛江招商国际邮轮城 31、33-38、39-41 号楼及 I、J 地块地下室	广东省	7.05	6.77	2021-2022
NO.2020G01CE 地块 E 地块 1-3#、5-13#、15-23#、25-27#地下车库、人防地库	江苏省	6.09	4.15	2021-2024
合计	-	110.89	69.20	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）基础设施建设和安置房建设业务

公司主要承接江都区范围内的各类政府代建工程，在建及拟建项目数量多，尚需投资规模较大，业务持续性较好，但项目建设资金均需自筹，委托方结算及回款进度较为滞后，面临较大的资金支出压力

公司是江都区重要的基础设施建设主体，与子公司鑫域建设以及扬州龙川控股工程建设有限公司（以安置房为主）共同负责江都区城区的道路桥梁等基础设施设计施工和安置房建设。业务模式方面，公司分别与扬州市地方国企：扬州远通资产经营管理有限公司、江淮建设、扬州融通建设有限公司（以下简称“融通建设”）、扬州江通建设有限公司（以下简称“江通建设”）、扬州市江都区引江棚改有限公司和扬州三河六岸建设发展有限公司等委托方就相关项目签署委托协议书，项目完工后委托方将按

照代建工程的成本加成一定的比例支付公司相应的工程款。

收入确认方面，公司代建的基础设施项目、安置房项目按委托方结算安排确认收入，但对于早期部分代建项目，公司目前仍未确认相关收入，存货中的未结转开发成本规模较大，未来具体结算时间存在不确定性。2021-2023年，公司确认基础设施代建和安置房建设收入规模波动较大，整体呈上升趋势，但考虑到基础设施代建和安置房业务受委托方结算安排影响较大，未来业务收入规模或存在一定波动，款项回收时间亦存在一定不确定性。

截至2023年末，公司主要在建及拟建基础设施和安置房项目合计总投资额150.28亿元，尚需投资62.93亿元，考虑到项目建设资金需公司自筹，公司整体面临较大的资金支出压力。

表11 截至 2023 年末公司主要在建及拟建基础设施和安置房项目情况（单位：亿元）

业务类型	项目名称	预计总投资	累计总投资
基础设施项目	江都小型市政工程	20.00	15.23
	建都路	4.50	1.52
	揽月广场	6.00	1.62
	江都区 2019-2020 农村土地整治项目*	12.81	11.82
	启扬高速公路双沟互通连接线江都段桥梁工程	12.60	6.55
	江都铁路物流集散基地（拟建）	6.28	-
	西部片区邻里中心建设（拟建）	0.80	-
	行政服务中心迁建项目（拟建）	2.90	-
	仙女社区卫生服务中心异地新建项目（拟建）	3.29	-
	城区中心农贸市场提升改造工程（拟建）	2.50	-
安置房项目	建乐安置区	15.60	12.83
	针织总厂安置区	1.78	0.67
	建乐小学周边棚户区及城中村改造项目	9.60	9.47
	江桥片区棚户区集体土地项目*	30.13	27.22
	建乐二期安置房	18.76	0.42
	2019G03 地块安置区项目（拟建）	2.73	-
合计		150.28	87.35

注：“江都区 2019-2020 农村土地整治项目”已基本建设结束尚未竣工结算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）石化业务

2021年公司收购扬州石化少数股权纳入合并范围，进一步丰富公司收入结构，石化业务收入规模大且整体呈增长态势，毛利率较高，对公司收入和利润形成有力补充，但需关注关联交易引发的经营风险以及行业周期波动对石化业务经营业绩的影响

公司石化业务由子公司扬州石化负责，其主要从事原油加工业务，全年原油加工量在60万吨左右，目前已形成催化业务、化工业务、化纤业务及销售业务四大板块，主要产品包括成品油、化纤、聚丙烯、

MTBE、稀乙烯等石油化工产品。2021年2月，公司收购了扬州市江都区工业资产经营管理有限公司持有的扬州石化40.53%的股权。2021年4月，公司收购了扬州石化原股东中国石油化工股份有限公司持有的扬州石化10.47%的股权，扬州石化由合营企业转变为公司合并范围内的子公司，石化业务成为公司主营业务之一，公司收入类型进一步丰富。扬州石化主要从事原油加工业务，目前已形成催化业务、化工业务、化纤业务及销售业务四大板块。

2022年，公司石化业务收入规模大幅增长，主要系国际原油价格的高位，产品价格增幅较大，近年毛利率在20%左右窄幅波动，盈利水平尚可。扬州石化主要供应商均为石油化工大型央企，原材料供给稳定；客户则由石油化工央企和民企构成，核心客户稳定性较好。公司与上游供应商无信用期，给予下游客户的信用期为15天左右，营运资金周转效率尚可。展望未来，稳定的客户结构可在一定程度上保证订单持续性，但中证鹏元关注到，石化业务第一大客户和第一大供应商均系公司关联企业，销售及采购占比较高，公司对关联交易高度依赖可能带来一定的经营风险；此外，考虑到石油化工属于强周期行业，受宏观经济影响较大，需关注行业景气度变化对公司石化业务经营业绩的影响。

表12 近年公司石化业务产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	年份	总产量	对外销量	销售均价
汽油	2021年度	10.74	10.74	6,993.40
	2022年度	13.52	13.44	8,694.84
	2023年度	13.53	13.20	8,162.88
柴油	2021年度	8.08	8.08	6,107.03
	2022年度	11.69	11.47	7,124.03
	2023年度	15.63	15.80	6,837.43
航空煤油	2021年度	3.99	4.00	3,911.51
	2022年度	3.15	3.15	5,945.48
	2023年度	-	-	-
石脑油	2021年度	5.35	5.35	4,095.17
	2022年度	5.85	5.83	5,104.30
	2023年度	5.56	5.55	4,381.09
MTBE	2021年度	2.59	2.55	5,040.70
	2022年度	2.83	2.84	6,531.00
	2023年度	2.70	2.67	6,430.32
蜡膏	2021年度	5.32	5.32	4,647.35
	2022年度	6.93	6.83	6,431.02
	2023年度	7.11	7.14	5,897.89
燃料油	2021年度	1.32	1.32	3,983.23
	2022年度	1.65	1.55	5,282.29
	2023年度	3.23	3.20	4,998.24
聚丙烯	2021年度	3.24	3.10	7,522.20

丙烯	2022 年度	3.57	3.55	7,260.32
	2023 年度	3.31	3.40	6,624.52
	2021 年度	1.22	1.22	6,786.84
	2022 年度	1.42	1.41	6,656.24
	2023 年度	1.45	1.46	6,020.39
液化气	2021 年度	5.06	4.98	4,420.43
	2022 年度	5.84	5.85	5,919.94
	2023 年度	6.19	6.18	5,209.68
复合纤维	2021 年度	0.27	0.27	11,444.44
	2022 年度	0.32	0.31	11,612.25
	2023 年度	0.30	0.29	10,877.61

注：因公司 2021 年合并范围仅确认扬州石化 2021 年度部分收入，故上表 2021 年销售数据大于公司石化板块销售数据。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

扬州石化主要供应商均为石油化工大型央企，原材料供给稳定，第一大供应商为中国石油化工股份有限公司江苏油田分公司，对其采购金额很大，供应商集中度很高；客户则由石油化工央企和民企构成，核心客户为中国石油化工股份有限公司金陵分公司，稳定性较好，但来自第一大客户的销售规模超过 70%，客户集中度亦很高，需关注下游核心客户的需求变化或对公司收入规模形成扰动。

表 13 公司前五大供应商情况（单位：亿元）

年份	供应商名称	采购金额	采购种类
2023 年	中国石油化工股份有限公司江苏油田分公司	31.63	原油
	中国石化销售有限公司江苏扬州石油分公司	0.61	汽柴油
	国网江苏省电力有限公司扬州市江都区供电分公司	0.57	电力
	中石化炼油销售公司	0.39	液化气
	中石化物资装备部	0.35	催化剂
	合计	33.56	-
2022 年	中国石油化工股份有限公司江苏油田分公司	34.45	原油
	中国石化销售有限公司江苏扬州石油分公司商业客户中心	0.49	汽柴油
	国网江苏省电力有限公司扬州市江都区供电分公司	0.49	电力
	中化石油江苏有限公司	0.24	汽柴油
	中国石油化工股份有限公司江苏油田分公司采油一厂	0.17	管输费和凝析油
	合计	35.85	-
2021 年	中国石油化工股份有限公司江苏油田分公司	19.92	原油
	中国石化销售股份有限公司江苏扬州石油分公司	0.40	汽柴油
	中国石化化工销售有限公司江苏分公司	0.28	甲醇
	中国石油化工股份有限公司物资装备部	0.13	催化剂
	中国石化集团江苏石油勘探局有限公司扬州科工联创分公司	0.10	聚乙烯
	合计	20.83	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表14 公司前五大客户情况（单位：亿元）

年份	客户名称	销售产品	金额	占比
2023年	中国石油化工股份有限公司金陵分公司	汽柴油分油	21.25	74.78%
	安徽中普石油能源有限公司	液化气	1.60	5.62%
	安徽天大石化有限公司	蜡膏	0.92	3.25%
	江苏霆宇新材料科技有限公司	蜡膏	0.80	2.83%
	中国石油化工股份有限公司九江分公司	丙烯	0.75	2.65%
	合计	-	25.33	89.13%
2022年	中国石油化工股份有限公司金陵分公司	汽柴油、石脑油	28.24	70.59%
	安徽中普石油能源有限公司	液化气	2.78	6.94%
	颍上县佳泰新材料科技有限公司	蜡膏	1.94	4.85%
	安徽天大石化有限公司	丙烯	0.94	2.35%
	中国石油化工股份有限公司九江分公司	MTBE	0.85	2.12%
	合计	-	34.74	86.84%
2021年	中国石油化工股份有限公司金陵分公司	汽柴油组分油、石脑油	15.63	72.69%
	安徽中普石油能源有限公司	丙丁烷气	1.44	6.71%
	河北西武蜡业有限公司	蜡膏	0.52	2.44%
	安徽天大石化有限公司	丙烯	0.51	2.35%
	江阴市德荣鑫蜡业科技有限公司	蜡膏	0.46	2.15%
	合计	-	18.57	86.34%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）粮食购销业务

粮食购销是公司业务的重要组成部分，但近年受粮食价格波动等因素影响收入规模大幅波动，盈利能力较弱

公司粮食购销业务由子公司扬州瑞源粮食产业集团有限公司（原名：扬州市江都区万源粮食购销有限公司，以下简称“瑞源粮产集团”）和扬州市江都区粮食收储有限公司（以下简称“江都区粮储公司”）负责。江都区的粮食购销业务分为政策性业务、市场性业务两种。政策性业务包括国家临时收储和地方储备，收入来自于临时收储的仓储费用和旧粮销售收入。市场化销售业务包括本地市场供应和南方销售两部分，本地市场供应主要销往本地的小麦、大米和面粉厂；南方销售中，一部分销往上海、浙江、福建和广东等地的原粮企业和加工企业（面粉厂、米厂等），另一部分作为贸易粮销往南方缺粮省份（如广东省）作为储备粮，扬州市江都区政策性粮食购销业务主要由江都区粮储公司运营，市场化粮食购销业务由瑞源粮产集团和江都区粮储公司共同承接。两家公司业务模式主要采用以销定购，公司根据对市场行情的判断确定采购价，再通过粮食交易中心销售，获取差额利润。

2021-2023年，公司粮食购销业务收入规模持续大幅下降，系公司人员变动及为规避因小麦价格上涨而产生的贸易风险，公司调整市场化粮食购销业务规模所致，毛利率虽持续小幅上升，总体盈利能力

依然较弱。预计未来该项业务收入规模和利润水平均受粮食市场价格波动因素影响较大。

（五）自来水、商品房销售、安保服务及商品贸易业务

自来水、商品房销售、安保服务和商品贸易等业务板块丰富公司业务类型，对公司收入形成补充，但自来水业务受水价调整缓慢和运营成本偏高影响近年持续呈现大幅亏损状态，对公司利润形成拖累。2022年度公司新增商品房销售收入但受房地产市场不景气影响盈利能力较弱，目前商品房销售进度已进入尾声，且无储备项目，需关注该业务持续性

公司商品房销售业务主要由子公司江都建设运营，具有房地产开发资质，采用自主开发的经营模式，通过“招、拍、挂”的方式取得土地，并组织进行施工建设，符合销售条件时办理预售手续并展开销售，公司收取预售款，商品房建造完成并验收合格后交付客户，江都建设确认销售收入。2022年起公司商品房项目陆续竣工交付，公司亦开始实现商品房销售收入，但受房地产市场下行影响，商品房销售业务盈利能力一般，2022-2023年商品房销售业务整体毛利率仅为4.82%和14.09%。截至2023年末，江都建设运营的商品房项目包括江淮府项目、东方上城项目和玲珑雅园项目，项目销售基本进入尾声，去化压力不大。目前公司亦无其他在建商品房项目，预计公司未来商品房销售收入将大幅下降，需关注该业务持续性。

表15 截至 2023 年末公司主要已完工地产项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额	截至 2023 年末销售金额	预售日期
江淮府项目	119,842.00	119,842.00	108,145.00	2021年5月
东方上城项目	201,930.00	201,930.00	234,837.00	2021年6月
玲珑雅园	39,181.00	39,181.00	42,396.00	2022年12月
合计	360,953.00	360,953.00	385,378.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自来水业务主要由子公司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“江都自来水”）负责运营，供水范围覆盖江都城区、近郊村组、原砖桥集镇和宜陵镇等乡镇区域，其中惠民供水负责主城区的自来水供应，江都自来水负责江都区乡镇自来水的供应。2021-2023年毛利率分别为-93.66%（1.12亿元收入）、-100.75%（1.14亿元收入）和-95.74%（1.17亿元收入），亏损金额较大，主要系自来水定价受当地政府指导和限制，以及子公司惠民供水对水厂进行翻修，供水能力减弱，向扬州市购买大量较高成本的自来水所致。

公司商品销售主要为钢材贸易业务，由子公司扬州顺江贸易有限公司（以下简称“顺江贸易”）负责运营，主要销售产品为钢材等。商品贸易业务主要通过顺江贸易与业务上下游商户进行现金结算，周期一般在80天左右。2021-2023年公司贸易业务收入分别为35,698.41万元、33,934.57万元和157.61万元，业务规模快速下滑，且盈利能力较弱。考虑到大宗商品贸易风险等因素，公司近年逐步压降商品贸易的业务规模，2023年顺江贸易不再纳入公司合并范围。

公司安保服务业务由子公司扬州市江都区保安服务公司负责，主要从事门卫巡逻及押运业务，2021-2023年公司安保业务收入持续增长，毛利率则有所波动，随着公司安保业务的开展与安保业务成本控制，公司安保业务收入与毛利率未来将保持稳定。

公司近年持续获得江都区政府在资本注入和政府补助方面较大力度的外部支持

公司作为扬州市江都区重要的城市基础设施建设主体和国有资产运营平台，近年在资本注入和政府补助方面持续获得江都区政府较大力度的外部支持。2021年江都区政府对公司拨付10.00亿元资金计入资本公积；2022年江都区政府将公司6家子公司及部分土地资产无偿划出，导致公司2022年末资本公积减少19.17亿元，子公司划出事项对公司整体资产、权益规模产生一定影响，但由于上述6家子公司资产负债率较高³，划出后对公司优化杠杆水平产生一定积极作用；2023年公司股东及江都区政府拨入资金/豁免债务51.16亿元，同时收回土地4.60亿元，有效提升公司资本实力。此外，2021-2023年公司分别获得与企业日常活动相关的政府补助4.74亿元、4.09亿元和3.86亿元，提升了公司利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

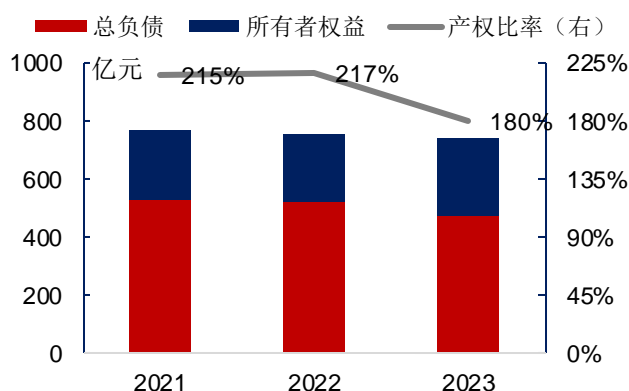
以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。近年合并报表范围变化情况：2021年新增纳入合并范围子公司2家；2022年新增纳入合并范围子公司1家，减少合并范围子公司6家；2023年新增纳入合并范围子公司3家，减少合并范围子公司5家。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共48家，具体见附录四。

资本实力与资产质量

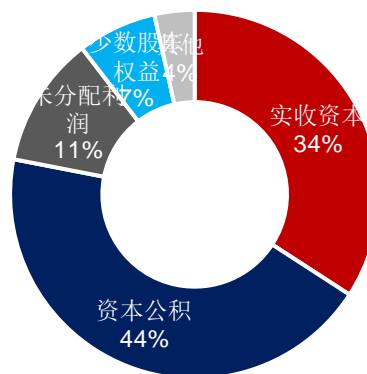
近年公司资产规模持续下降，资产构成以应收类款项和存货为主，规模大，应收类款项占用公司较多营运资金且回款时间存在一定不确定性，存货受制于委托方结算安排变现能力较弱，部分预付款项长期挂账且面临一定坏账风险，资产整体流动性不佳

2021-2023年公司总负债规模持续下降，同时随着股东和政府部门注入资产，公司所有者权益有所增加，综合影响下产权比率波动下降，但杠杆水平仍处于高位，所有者权益对负债的保障程度较弱。截至2023年末公司所有者权益主要由资本公积和实收资本构成，包括土地资产、股权和资金注入等。

³ 公开信息查询显示，6家子公司2021年末资产总额合计为127.93亿元，所有者权益为14.09亿元。

图 4 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图 5 2023 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至2023年末，公司核心资产以应收类款项（应收账款和其他应收款）和存货为主，占比为69.27%。其中应收账款为公司基础设施建设、安置房建设和其他主营业务所形成的业务账款，截至2023年末公司前五大应收账款对象分别为扬州远通资产经营管理有限公司（44.73亿元）、扬州三河六岸建设发展有限公司（19.60亿元）、扬州市江都区引江棚改投资有限公司（17.97亿元）、江都区人民政府（9.14亿元）和扬州市江都区城乡建设局（8.91亿元），合计占期末应收账款比例为86.97%；其他应收款主要为应收扬州市江都区政府单位及国有企业的往来款、预支拆迁和预付征地款等，主要应收对象均为地方政府及地方国有企业，规模大，沉淀了大量资金且回收时间存在一定的不确定性，对公司营运资金形成较大占用；公司存货主要由开发成本和库存商品构成，开发成本主要包含在建项目的开发成本和待开发土地。截至2023年末，公司存货中待开发土地29宗，账面价值84.43亿元，土地主要为商业用地和城镇住宅用地，土地均为协议出让或招拍挂取得，其中账面价值10.32亿元的土地资产已被抵押，使用受限。需关注房地产市场景气度有所降低，土地资产的变现周期有所拉长。

此外，货币资金、预付款项、其他非流动金融资产和其他流动资产为公司资产的重要组成部分。公司货币资金规模较大，但考虑到公司短期债务规模亦较大，且截至2023年末13.91亿元货币资金因质押和保证金受限，货币资金对短期债务的覆盖不足；预付款项主要为预付项目购置款和土地购置款等，需关注的是预付“扬州亚太置业有限公司”（以下简称“亚太置业”）的房产购置款长期挂账，目前亚太置业虽已破产重整，江都区政府正积极推动该项目的后续建设交付，该款项存在一定坏账风险。其他非流动金融资产主要为公司开展的对外投资所形成，截至2023年末，主要被投资对象包括扬州富海光洋股权投资基金合伙企业(有限合伙)（6.00亿元）、扬州龙投创海壹号产业基金合伙企业(有限合伙)（5.67亿元）、扬州龙投厚德新兴产业投资合伙企业(有限合伙)（4.79亿元）等，产业基金投资期限长且对基金管理层投资能力有较高要求，需关注上述被投产业基金的运作情况；其他非流动资产主要为公司预付江都区政府的资产购置款，规模大且长期挂账。

整体来看，公司资产构成以应收款项和存货为主，应收款项规模大且回收时间存在不确定性，项目开发成本受委托方结算安排变现能力较弱，土地资产受房地产市场景气度降低影响变现周期有所拉长。截至2023年末，货币资金和存货中合计受限24.23亿元，占当期末净资产的9.18%，资产流动性不佳。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	48.53	6.56%	63.50	8.38%	75.24	9.75%
应收账款	115.21	15.57%	140.60	18.57%	116.83	15.15%
预付款项	37.40	5.06%	34.54	4.56%	40.87	5.30%
其他应收款	210.58	28.46%	211.15	27.88%	219.53	28.46%
存货	186.75	25.24%	178.87	23.62%	196.07	25.42%
流动资产合计	618.47	83.59%	647.53	85.50%	670.70	86.96%
固定资产	15.82	2.14%	17.09	2.26%	17.06	2.21%
在建工程	13.08	1.77%	10.68	1.41%	7.23	0.94%
其他非流动金融资产	35.95	4.86%	34.62	4.57%	33.44	4.34%
其他非流动资产	33.50	4.53%	29.80	3.94%	26.44	3.43%
非流动资产合计	121.39	16.41%	109.79	14.50%	100.61	13.04%
资产总计	739.85	100.00%	757.32	100.00%	771.31	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司营收规模波动下降，毛利率呈改善趋势但整体盈利能力不强，政府补助对利润的贡献程度较大

近年公司营收规模波动下降，营收占比较高的建筑服务业务收入逐年下滑，基础设施建设业务收入则受委托方结算安排影响波动较大，公司石化业务规模有所增长，2022年以来商品房开发项目收入对公司营收有一定贡献，但粮食购销受公司经营安排和粮食价格波动影响规模逐年下降。同期公司销售毛利率整体呈改善趋势，系石化业务盈利能力较好且收入占比上升所致，但公司整体盈利能力并不强。此外，2021-2023年公司获得与企业日常活动相关的政府补助4.74亿元、4.09亿元和3.86亿元，分别占当期利润总额的比例为84.95%、77.02%和63.59%，补助收入对利润总额贡献较大。

表17 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年	2021年
营业收入	185.09	205.55	205.06
营业利润	6.04	5.39	5.64
其他收益	3.86	4.09	4.74
利润总额	6.07	5.31	5.58

销售毛利率 10.42% 9.49% 6.42%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

近年公司总债务规模有所压降，但仍较大，部分存量债务借款成本高，偿债能力指标表现弱，公司存在较大的偿债压力

2021-2023年，公司债务规模持续压降，但规模仍较大，且总债务占比持续上升。截至2023年末，公司负债合计475.81亿元，其中总债务占比升至82.42%，为392.16亿元。

公司短期债务主要包括短期借款和一年内到期的非流动负债，规模大。银行短期借款为公司近年短期债务增长的主要因素，借款类型以保证借款和质押借款为主；应付票据为公司日常业务所使用，均为银行承兑汇票，近年应付票据规模下降较快系公司减少票据支付所致；其他流动负债主要为短期非标借款和公司发行的短融券，截至2023年末，公司其他流动负债中有息债务均已到期偿还。

公司长期债务主要由银行长期借款、债券融资、长期应付款（非标借款）和其他权益工具（永续债）所构成，其中银行长期借款和债券融资为公司长期债务的核心来源，应付债券规模受外部发行条件影响近年规模有所波动，2024年以来公司成功发行“24龙川01”（10.00亿元）、“24龙川G1”（7.00亿元）和“24龙川G2”（3.00亿元），债券融资渠道畅通；非标借款主要由长期应付款中的融资租赁款等和其他权益工具中的永续债所构成，存量规模大且借款成本高，推升公司债务负担。

总体来看，公司债务负担重，部分存量非标债务借款成本高，短期到期债务规模较大且货币资金覆盖不足，面临较大的短期偿债压力。此外，截至2023年末，公司已获取银行授信额度460.12亿元，尚未使用额度为185.46亿元，授信较为充足，融资弹性尚可。

表18 截至 2023 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1年以内	1-2年	2-3年	3年以上
银行借款	2.55%-6.44%	202.50	82.05	18.97	19.31	82.17
非标融资	4.5%-9.2%	54.46	30.03	17.57	4.48	2.38
债券融资	3.05%-6.5%	108.24	22.00	21.50	29.80	34.94
合计	5.3%	365.20	134.08	58.03	53.59	119.49

注：未考虑应付票据和部分长期应付款。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表19 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	52.21	10.97%	56.08	10.81%	44.44	8.44%
应付票据	0.09	0.02%	8.79	1.69%	13.85	2.63%
应付账款	15.98	3.36%	13.06	2.52%	12.84	2.44%

其他应付款	52.64	11.06%	52.86	10.19%	36.16	6.86%
一年内到期的非流动负债	85.06	17.88%	74.79	14.42%	77.10	14.64%
其他流动负债	0.47	0.10%	9.94	1.92%	13.90	2.64%
流动负债合计	223.96	47.07%	255.68	49.30%	245.84	46.68%
长期借款	130.71	27.47%	120.14	23.16%	131.52	24.97%
应付债券	86.01	18.08%	115.06	22.19%	118.76	22.55%
长期应付款	34.80	7.31%	27.60	5.32%	30.49	5.79%
非流动负债合计	251.85	52.93%	262.96	50.70%	280.85	53.32%
负债合计	475.81	100.00%	518.64	100.00%	526.69	100.00%
总债务	392.16	82.42%	418.53	80.70%	430.61	81.76%
其中：短期债务	137.36	28.87%	146.88	28.32%	145.67	27.66%
长期债务	254.80	53.55%	271.65	52.38%	284.94	54.10%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

2021-2023年，公司资产负债率有所压降，但整体杠杆水平仍较高。从偿债指标看，公司现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数均处于较低水平，短期偿债指标表现弱。考虑到公司在建项目规模较大，未来尚需投入资金较多且均需自筹，货币资金对短期债务覆盖不足，公司未来面临较大的偿债压力。

表20 公司偿债能力指标

指标名称	2023年	2022年	2021年
资产负债率	64.31%	68.48%	68.29%
现金短期债务比	0.36	0.44	0.52
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.49	0.45

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，根据公司提供的资料（截至 2024 年 7 月 10 日）和公开信息查询（截至 2024 年 7 月 29 日），公司过去一年未因环境问题而受到政府部门处罚。

社会方面，根据公司提供的资料（截至 2024 年 7 月 10 日）和公开信息查询（截至 2024 年 7 月 29 日），公司本部过去一年未因违规经营、产品质量与安全存在问题和损害员工健康与安全而受到政府处罚，但子公司江都建设出现多起行政处罚情形⁴。

⁴ 公开信息显示，2023 年初至今公司子公司江都建设存在多起因“未按规定期限纳税申报”、“未按要求落实扬尘污染防治措施”、“建筑垃圾未及时清运和未采用密闭式防尘网遮盖”等事项被行政处罚的事项，以及多次被列为被执行人。

治理方面，根据公司提供的资料和公开信息查询，公司依据《公司法》及有关法律、法规的规定制定了《公司章程》并建立了法人治理结构。公司不设股东会、董事会和监事会，由股东、一名执行董事和一名监事履行相关职责。公司设总经理1名，由执行董事聘任或者解聘。公司管理方面，公司设有综合管理部、风险合规部、工程管理部、计划财务部、投资发展部、资产管理部、企业管理部、资金运营中心等8个职能部门。截至2023年末，公司组织结构图见附录三。但公司与政府部门及关联公司的往来款和主营业务应收账款规模较大，回款时间存在一定不确定性，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

2023年11月21日，公司发布关于总经理发生变动的公告，公告内容显示：根据扬州市江都区人民政府出具的《扬州市江都区人民政府关于沈静等同志职务任免的通知》（扬江政人[2023]10号），免去高鹏同志扬州龙川控股集团有限责任公司总经理职务。2024年5月，根据扬州市江都区人民政府出具的《扬州市江都区人民政府关于朱峰等同志职务任免的通知》（扬江政人【2024】3号），由王宇龄任公司总经理。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月10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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月28日），江淮建设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。

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月18日），扬州国联集团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。

或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保余额合计365.20亿元（具体见附录五），占期末净资产的比例为138.31%，担保余额较2021年底（176.55亿元）累计大幅新增188.65亿元。公司对外担保规模大且增速高，被担保对象虽然主要为区域内国有企业，被担保方区域集中度高，存在较大的或有负债风险。

八、本期债券偿还保障分析

公司日常经营的现金流入是本期债券的主要偿债资金来源。2021-2023年公司分别实现营业收入205.06亿元、205.55亿元和185.09亿元，同期经营性现金流净流入分别为-27.13亿元、5.12亿元和-9.10亿元，公司业务布局多元，在手基础设施及安置房项目储备量充足，存货中亦沉淀了较大规模未结算的项目开发成本，政府代建业务的持续性较有保障，同时石化业务客户稳定性较好，可在一定程度上保证订

单持续性，经营收入及现金流预计能为本期债券还本付息提供一定保障。但中证鹏元也关注到，公司项目建设资金缺口较大，面临较大的资本支出压力。

此外，极端情况下公司资产变现是本期债券偿债资金的补充来源。截至2023年末，公司存货中的待开发土地价值84.43亿元，若出现现金流不足情况时，公司可通过抵押融资或资产变现获得必要的偿债资金，但考虑到土地资产转让价格受土地市场行情影响较大，资产能否顺利变现以及变现金额存在一定的不确定性。

九、外部特殊支持分析

公司是扬州市江都区政府下属重要企业，扬州市人民政府间接持有公司100%股权，扬州市江都区国资办实际控制公司运营。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，扬州市江都区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与扬州市江都区政府的联系非常紧密。扬州市江都区国资办实际控制公司经营管理；扬州市江都区政府在公司经营业务的主导性和高级管理人员的任命上拥有强大影响力；公司业务和利润一大部分来自于扬州市江都区政府；近5年内受到扬州市江都区政府支持（一般性支持或特殊支持）的次數多且支持力度较大；展望未来，与扬州市江都区政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对扬州市江都区政府非常重要。公司虽然提供对扬州市江都区社会和经济至关重要的公共产品和服务，但也有相当一部分业务是市场化的；扬州市江都区政府如要取代公司将付出一定的努力和成本；在基础设施建设、就业和税收等方面，公司对扬州市江都区政府的贡献很大；公司的违约会对扬州市江都区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

十、结论

江都区路网发达，拥有国家一类开发口岸和扬州市唯一机场，区位优势明显。2023年江都区GDP总量位居扬州市各区县首位，人均GDP是全国平均水平的1.58倍，近年江都区积极打造汽车及零部件等四大主导产业，经济发展潜力较好。公司作为扬州市江都区下属重要的基础设施建设平台和国有资产运营平台，主要从事江都经开区内的基础设施建设和安置房业务，并辅以建筑服务、石化业务等市场类业务。截至2023年末，公司在建基础设施项目较多，石化业务运营稳定，建筑服务业务收入规模大，未来主营业务均具备较好的可持续性。但公司总债务规模大，部分存量债务融资成本较高，债务负担重，偿债压力大，以及房地产市场下行背景下，公司建筑服务业务面临一定的经营和回款压力。近年公司持续获得江都区政府在资本注入和政府补助方面较大力度的外部支持，有效提高了资本实力和利润水平。总体来看，公司抗风险能力较强。

综上，中证鹏元评定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AA+。

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。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。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。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的计划公布时间。

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。

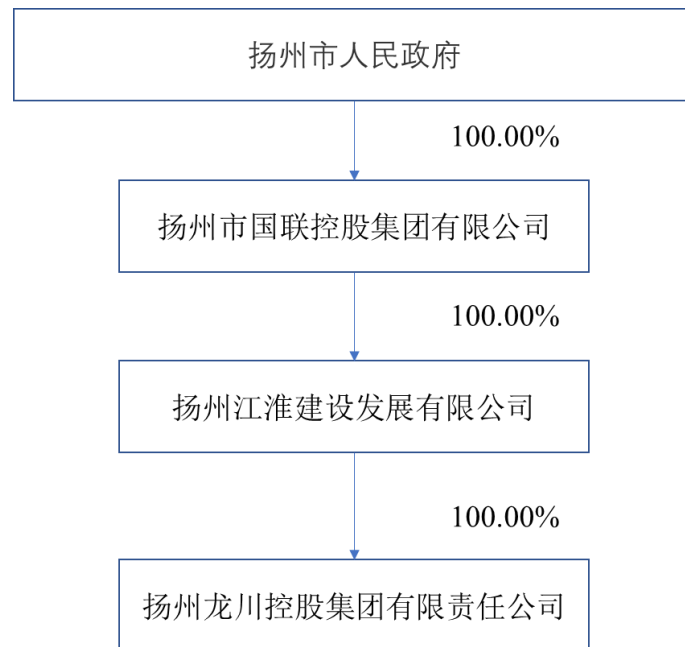
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	48.53	63.50	75.24
应收账款	115.21	140.60	116.83
预付款项	37.40	34.54	40.87
其他应收款	210.58	211.15	219.53
存货	186.75	178.87	196.07
流动资产合计	618.47	647.53	670.70
固定资产	15.82	17.09	17.06
其他非流动金融资产	35.95	34.62	33.44
其他非流动资产	33.50	29.80	26.44
非流动资产合计	121.39	109.79	100.61
资产总计	739.85	757.32	771.31
短期借款	52.21	56.08	44.44
应付账款	15.98	13.06	12.84
应交税费	15.31	13.23	12.65
其他应付款	52.64	52.86	36.16
一年内到期的非流动负债	85.06	74.79	77.10
流动负债合计	223.96	255.68	245.84
长期借款	130.71	120.14	131.52
应付债券	86.01	115.06	118.76
长期应付款	34.80	27.60	30.49
非流动负债合计	251.85	262.96	280.85
负债合计	475.81	518.64	526.69
所有者权益	264.05	238.68	244.62
营业收入	185.09	205.55	205.06
营业利润	6.04	5.39	5.64
其他收益	3.86	4.09	4.74
利润总额	6.07	5.31	5.58
经营活动产生的现金流量净额	-9.10	5.12	-27.13
投资活动产生的现金流量净额	-21.21	-17.14	-19.97
筹资活动产生的现金流量净额	22.38	6.89	19.42
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	10.42%	9.49%	6.42%
资产负债率	64.31%	68.48%	68.29%
短期债务/总债务	35.03%	35.09%	33.83%
现金短期债务比	0.36	0.44	0.52

EBITDA (亿元)	10.90	10.87	12.98
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.49	0.45

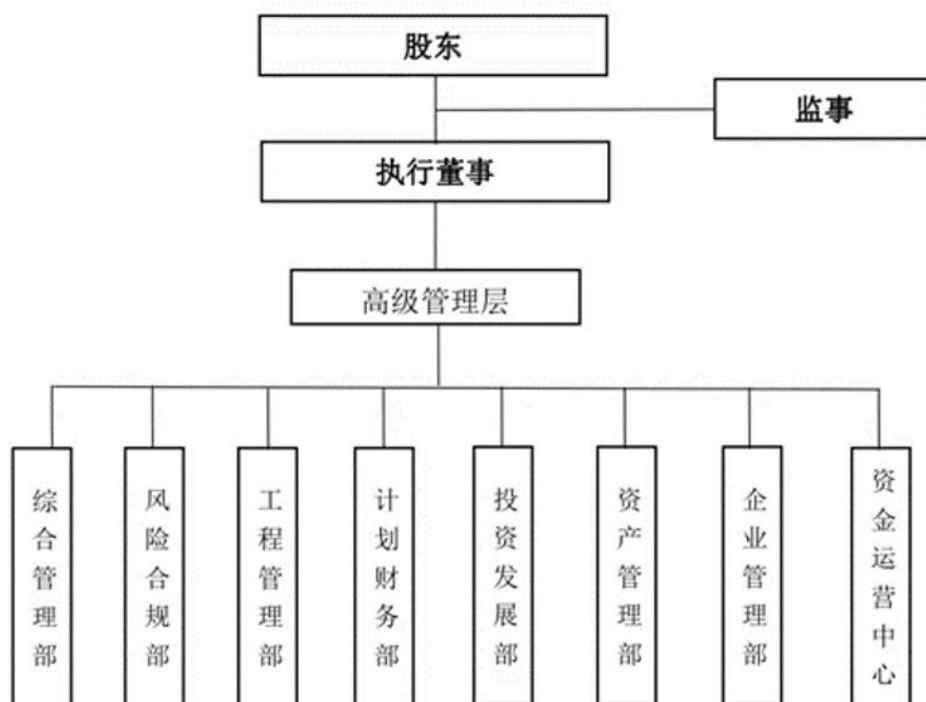
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 截至 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	业务性质	持股比例
扬州龙川控股资产经营有限公司	211,700.00	商务服务业	100.00%
扬州市龙川大数据有限公司	1,000.00	软件和信息技术服务业	80.00%
扬州龙川控股水务建设有限公司	20,313.22	建筑装饰、装修和其他建筑业	100.00%
扬州市江都区源头水务投资有限公司	2,760.00	商务服务业	100.00%
扬州龙川污水处理有限公司	30,000.00	水利管理业	100.00%
扬州龙泉建设工程有限公司	3,000.00	房屋建筑业	100.00%
扬州市江都区自来水有限公司	3,000.00	水的生产和供应业	100.00%
扬州市惠民区域供水投资有限公司	15,000.00	居民服务业	100.00%
扬州龙川环境检测有限公司	500.00	专业技术服务业	100.00%
扬州龙汇置业有限公司	6,000.00	房地产业	100.00%
扬州市惠滨众建设发展有限公司	28,600.00	土木工程建筑业	100.00%
扬州龙川控股工程建设有限公司	26,000.00	土木工程建筑业	100.00%
扬州市龙健物业服务服务有限公司	500.00	公共设施管理业	51.00%
扬州华川置业有限公司	10,000.00	房地产业	70.00%
扬州鑫域建设工程有限公司	150,000.00	土木工程建筑业	100.00%
扬州市江都区粮食收储有限公司	1,950.00	批发业	100.00%
扬州市安康安全生产培训有限公司	100.00	教育	100.00%
扬州龙川汇通建设发展有限公司	122,000.00	专业技术服务业	100.00%
扬州市惠康投资发展有限公司	55,000.00	商务服务业	100.00%
扬州市龙川产业投资发展有限公司	151,100.00	商务服务业	100.00%
扬州市龙川科技小额贷款有限公司	15,000.00	其他金融业	100.00%
扬州龙川停车场建设管理有限公司	20,000.00	房地产业	100.00%
扬州龙投保险经纪有限公司	1,000.00	保险业	100.00%
扬州雅典娜园艺科技开发有限公司	1,000.00	农业	94.72%
扬州龙川融汇信息技术有限公司	653.00	互联网和相关服务	51.00%
扬州龙投特来电新能源有限公司	2,000.00	零售业	51.00%
扬州市龙川医疗投资管理有限公司	65,100.00	其他服务业	53.76%
扬州龙川控股金融投资有限公司	500,000.00	其他金融业	100.00%
扬州市江都区政府投资引导基金有限公司	200,000.00	商务服务业	100.00%
扬州市江都区重大项目专项投资基金有限公司	50,000.00	商务服务业	100.00%
扬州龙投资本管理有限公司	20,000.00	商务服务业	100.00%
扬州麒麟梦想天使基金有限公司	2,500.00	商务服务业	100.00%
扬州龙川记账代理有限公司	50.00	货币金融服务	100.00%
扬州市江都区保安服务公司	1,000.00	商务服务业	100.00%
扬州龙川新时代文化传媒集团有限公司	1,274.81	商务服务业	67.00%

扬州市江都区新文传媒广告有限公司	150.00	商务服务业	100.00%
扬州市江都区新文报业服务有限公司	80.00	商务服务业	100.00%
扬州石化有限责任公司	12,897.00	石油、煤炭及其他燃料和工业	51.00%
江苏江都建设集团有限公司	73,360.00	房屋建筑业	35.00%
上海扬惠企业咨询有限公司	10.00	商务服务业	100.00%
龙川国际发展有限公司	1.00 (港币)	投资	100.00%
龙川海外投资有限公司	5.00 (美元)	投资	100.00%
扬州博智机器人自动化有限公司	216,000.00	研究和试验发展	100.00%
扬州瑞源粮食产业集团有限公司	200.00	批发业	100.00%
扬州市江都区地方政府储备粮库有限公司	1,000.00	装卸搬运和仓储业	100.00%
扬州恒源粮油检测有限公司	50.00	专业技术服务业	100.00%
扬州市龙川大数据有限公司	1,000.00	软件和信息技术服务业	51.00%
扬州融晟制造有限责任公司	28,000 (美元)	计算机、通信和其他电子设备制造业	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 截至 2023 年末对外担保明细（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保开始日	担保到期日
江苏通盛交通有限公司	65,500.00	2022-4-29	2029-4-29
江苏祥同建设发展有限公司	8,000.00	2017/5/2	2030/12/21
江苏祥同建设发展有限公司	5,030.00	2019/12/20	2024/12/17
江苏祥同建设发展有限公司	2,875.00	2022/5/31	2029/5/30
江苏祥同建设发展有限公司	54,500.00	2022/6/14	2028/12/21
江苏祥同建设发展有限公司	8,400.00	2022/9/19	2028/12/21
江苏祥同建设发展有限公司	40,000.00	2022/12/22	2029/12/15
江苏祥同建设发展有限公司	40,000.00	2022/12/22	2029/11/20
江苏祥同建设发展有限公司	30,500.00	2023/1/1	2032/9/21
江苏祥同建设发展有限公司	6,700.00	2023/1/1	2028/12/21
江苏祥同建设发展有限公司	20,000.00	2023/2/24	2032/12/15
江苏祥同建设发展有限公司	10,000.00	2023/2/28	2032/12/15
扬州江淮建设发展有限公司	952.90	2019/3/15	2024/3/15
扬州江淮建设发展有限公司	10,000.00	2022/1/27	2024/1/27
扬州江淮建设发展有限公司	19,000.00	2022/6/8	2028/12/20
扬州江淮建设发展有限公司	10,500.00	2022/6/28	2028/12/20
扬州江淮建设发展有限公司	1,000.00	2022/6/30	2028/12/20
扬州江淮建设发展有限公司	18,000.00	2023/1/3	2025/12/20
扬州江淮建设发展有限公司	6,160.00	2023/1/13	2024/1/13
扬州江淮建设发展有限公司	19,800.00	2023/1/17	2024/4/17
扬州江淮建设发展有限公司	3,460.00	2023/1/19	2024/1/19
扬州江淮建设发展有限公司	3,990.00	2023/1/20	2026/1/17
扬州江淮建设发展有限公司	500.00	2023/2/10	2024/2/10
扬州江淮建设发展有限公司	10,000.00	2023/3/27	2024/3/26
扬州江淮建设发展有限公司	17,000.00	2023/3/29	2026/3/29
扬州江淮建设发展有限公司	1,500.00	2023/3/29	2024/3/28
扬州江淮建设发展有限公司	10,000.00	2023/3/30	2025/3/30
扬州江淮建设发展有限公司	9,500.00	2023/4/14	2025/4/14
扬州江淮建设发展有限公司	3,000.00	2023/4/26	2036/4/18
扬州江淮建设发展有限公司	20,000.00	2023/5/8	2024/5/6
扬州江淮建设发展有限公司	33,850.00	2023/5/12	2025/5/12
扬州江淮建设发展有限公司	6,150.00	2023/5/22	2025/5/22
扬州江淮建设发展有限公司	19,700.00	2023/5/31	2025/5/31
扬州江淮建设发展有限公司	20,000.00	2023/10/17	2025/10/17
扬州江淮建设发展有限公司	6,310.00	2023/11/10	2024/11/10

扬州江淮建设发展有限公司	25,040.00	2023/11/17	2025/11/17
扬州江淮建设发展有限公司	5,170.00	2023/11/17	2024/11/17
扬州江淮建设发展有限公司	20,000.00	2023/11/20	2025/11/20
扬州江淮建设发展有限公司	15,000.00	2023/11/20	2025/7/20
扬州江淮建设发展有限公司	8,440.00	2023/11/24	2024/11/24
扬州江淮建设发展有限公司	5,000.00	2023/12/1	2025/12/1
扬州江淮建设发展有限公司	5,500.00	2023/12/13	2025/12/13
扬州江淮建设发展有限公司	30,000.00	2023/12/18	2025/12/18
扬州江淮建设发展有限公司	2,700.00	2023/12/29	2024/12/29
扬州江淮建设发展有限公司	10,000.00	2021/6/29	2024/6/15
扬州三河六岸建设发展有限公司	3,600.00	2016/2/3	2024/8/2
扬州三河六岸建设发展有限公司	12,000.00	2017/4/5	2025/9/29
扬州三河六岸建设发展有限公司	8,000.00	2017/4/5	2026/3/29
扬州三河六岸建设发展有限公司	4,000.00	2017/6/2	2024/9/29
扬州三河六岸建设发展有限公司	5,500.00	2017/7/3	2026/9/29
扬州三河六岸建设发展有限公司	5,500.00	2017/7/4	2026/12/29
扬州三河六岸建设发展有限公司	12,000.00	2020/1/6	2026/12/10
扬州三河六岸建设发展有限公司	3,250.00	2020/3/20	2026/3/19
扬州三河六岸建设发展有限公司	5,200.00	2020/6/22	2026/3/19
扬州三河六岸建设发展有限公司	41,700.00	2021/12/27	2029/12/21
扬州三河六岸建设发展有限公司	30,000.00	2021/12/27	2029/12/21
扬州三河六岸建设发展有限公司	20,000.00	2021/12/27	2029/12/21
扬州三河六岸建设发展有限公司	6,500.00	2022/1/17	2029/12/21
扬州三河六岸建设发展有限公司	3,000.00	2022/2/28	2029/12/21
扬州三河六岸建设发展有限公司	5,800.00	2022/4/1	2029/12/21
扬州三河六岸建设发展有限公司	2,400.00	2022/7/4	2029/12/21
扬州三河六岸建设发展有限公司	3,590.00	2023/1/20	2026/1/17
扬州三河六岸建设发展有限公司	3,200.00	2023/3/22	2024/3/19
扬州三河六岸建设发展有限公司	38,800.00	2023/3/30	2029/12/20
扬州三河六岸建设发展有限公司	9,500.00	2023/12/29	2029/12/20
扬州三河六岸建设发展有限公司	3,590.00	2023/1/20	2026/1/17
扬州市集美环境科技有限公司	2,970.00	2023/1/10	2025/12/20
扬州市集美环境科技有限公司	500.00	2023/9/22	2024/9/21
扬州市江都区宏图交通产业有限公司	5,720.00	2015/7/31	2025/12/22
扬州市江都区宏图交通产业有限公司	2,980.00	2016/3/22	2025/12/22
扬州市江都区宏图交通产业有限公司	2,980.00	2016/7/13	2025/12/22
扬州市江都区宏图交通产业有限公司	1,000.00	2016/11/25	2024/10/30
扬州市江都区宏图交通产业有限公司	2,620.00	2016/12/1	2025/12/22

扬州市江都区宏图交通产业有限公司	1,000.00	2017/2/28	2024/10/30
扬州市江都区惠达水利建设发展有限公司	12,000.00	2016/12/2	2027/11/10
扬州市江都区惠达水利建设发展有限公司	2,690.00	2023/1/20	2026/1/16
扬州市江都区惠达水利建设发展有限公司	6,000.00	2023/3/22	2024/3/19
扬州市国联控股集团有限公司	2,690.00	2023/1/20	2026/1/16
扬州市国联控股集团有限公司	930.00	2023/1/30	2026/1/9
扬州市国联控股集团有限公司	7,500.00	2023/10/24	2024/10/23
扬州市龙都城市发展有限公司	1,857.20	2022/10/26	2026/10/28
扬州市龙都城市发展有限公司	642.80	2022/10/26	2027/4/28
扬州市龙都城市发展有限公司	1,681.00	2022/10/28	2027/4/28
扬州市龙都城市发展有限公司	1,681.00	2022/10/28	2027/10/28
扬州市龙都城市发展有限公司	1,681.00	2022/10/28	2028/10/28
扬州市龙都城市发展有限公司	1,681.00	2022/10/28	2028/4/28
扬州市龙都城市发展有限公司	1,092.00	2022/10/28	2029/10/23
扬州市龙都城市发展有限公司	1,092.00	2022/10/28	2026/10/28
扬州市龙都城市发展有限公司	1,092.00	2022/10/28	2029/4/28
扬州市龙都城市发展有限公司	2,214.40	2022/12/29	2027/4/28
扬州市龙都城市发展有限公司	9,747.80	2023/1/1	2027/10/28
扬州市龙都城市发展有限公司	9,747.80	2023/1/1	2028/4/28
扬州市龙都城市发展有限公司	9,747.80	2023/1/1	2027/4/28
扬州市龙都城市发展有限公司	9,747.80	2023/1/1	2028/10/28
扬州市龙都城市发展有限公司	6,336.80	2023/1/1	2026/10/28
扬州市龙都城市发展有限公司	6,336.00	2023/1/1	2029/4/28
扬州市龙都城市发展有限公司	6,336.00	2023/1/1	2029/10/23
扬州市龙都城市发展有限公司	2,857.20	2023/1/1	2027/10/28
扬州市龙都城市发展有限公司	2,857.20	2023/1/1	2028/10/28
扬州市龙都城市发展有限公司	2,857.20	2023/1/1	2028/4/28
扬州市龙都城市发展有限公司	1,857.00	2023/1/1	2029/10/23
扬州市龙都城市发展有限公司	1,857.00	2023/1/1	2029/4/28
扬州市龙都城市发展有限公司	2,960.00	2023/1/10	2025/12/20
扬州顺江贸易有限公司	930.00	2023/1/30	2026/1/9
扬州顺江贸易有限公司	3,500.00	2023/10/24	2024/10/23
扬州顺江贸易有限公司	4,900.00	2023/12/27	2026/12/19
江苏融汇建设集团有限公司	17,900.00	2021/10/15	2028/12/21
江苏通都建设发展有限公司	4,500.00	2017/6/6	2025/10/16
江苏通都建设发展有限公司	4,000.00	2023/3/22	2024/3/19
江苏通都建设发展有限公司	90,000.00	2023/4/12	2029/12/15
江苏永通投资发展有限公司	33,000.00	2021/6/18	2026/12/20

江苏永通投资发展有限公司	27,000.00	2021/6/22	2026/12/20
江苏永通投资发展有限公司	1,000.00	2023/4/21	2024/4/20
江苏永通投资发展有限公司	21,200.00	2023/4/26	2036/4/18
江苏永通投资发展有限公司	21,000.00	2023/7/24	2033/7/13
江苏永通投资发展有限公司	4,500.00	2023/8/10	2024/8/9
扬州安康产业投资有限公司	3,475.99	2021/9/26	2024/9/26
扬州安康产业投资有限公司	38,400.00	2022/1/1	2028/12/31
扬州安康产业投资有限公司	19,995.00	2022/4/1	2024/4/1
扬州安康产业投资有限公司	10,796.00	2022/4/1	2024/4/1
扬州安康产业投资有限公司	1,600.00	2022/4/15	2024/4/15
扬州安康产业投资有限公司	700.00	2022/4/18	2024/4/18
扬州安康产业投资有限公司	2,200.00	2022/4/22	2024/4/22
扬州安康产业投资有限公司	3,450.00	2022/4/29	2024/4/29
扬州安康产业投资有限公司	9,520.00	2022/5/13	2024/5/13
扬州安康产业投资有限公司	10,730.00	2022/5/19	2024/5/19
扬州安康产业投资有限公司	65,970.00	2022/12/30	2032/12/21
扬州安康产业投资有限公司	40,000.00	2023/1/1	2029/12/30
扬州安康产业投资有限公司	7,500.00	2023/1/1	2029/12/30
扬州安康产业投资有限公司	4,300.00	2023/4/28	2024/4/27
扬州安康产业投资有限公司	20,000.00	2023/5/25	2029/12/20
扬州安康产业投资有限公司	5,000.00	2023/5/30	2024/5/29
扬州安康产业投资有限公司	8,800.00	2023/6/1	2024/5/31
扬州安康产业投资有限公司	30,000.00	2023/12/29	2033/12/28
扬州安康产业投资有限公司	10,000.00	2023/12/29	2030/12/28
扬州安康产业投资有限公司	1,000.00	2023/12/29	2024/12/27
扬州安康产业投资有限公司	13,920.00	2020/12/29	2024/6/29
扬州安康产业投资有限公司	9,500.00	2024/1/8	2028/1/2
扬州亨通文化旅游发展有限公司	20,000.00	2022/8/5	2028/7/31
扬州亨通文化旅游发展有限公司	10,000.00	2023/1/1	2028/7/31
扬州华汇置业有限公司	13,000.00	2023/12/31	2025/6/13
扬州江通建设有限公司	5,740.00	2022/2/25	2028/10/20
扬州江通建设有限公司	2,280.00	2022/4/28	2028/10/20
扬州江通建设有限公司	667.00	2023/6/30	2026/11/15
扬州江通建设有限公司	667.00	2023/6/30	2027/5/15
扬州江通建设有限公司	8,000.00	2023/11/30	2024/11/28
扬州空港新城产业投资有限公司	9,783.00	2021/12/7	2029/12/7
扬州空港新城产业投资有限公司	5,000.00	2022/1/4	2031/1/4
扬州空港新城产业投资有限公司	10,000.00	2023/3/8	2024/3/19

扬州空港新城产业投资有限公司	10,000.00	2023/3/16	2024/4/16
扬州空港新城产业投资有限公司	1,000.00	2023/3/30	2024/3/20
扬州空港新城产业投资有限公司	10,000.00	2023/4/21	2024/4/17
扬州融通建设有限公司	7,700.00	2016/1/26	2025/12/21
扬州融通建设有限公司	1,950.00	2016/5/30	2024/12/21
扬州融通建设有限公司	1,600.00	2019/9/30	2024/8/29
扬州融通建设有限公司	1,534.00	2019/12/20	2026/12/20
扬州融通建设有限公司	20,000.00	2019/12/30	2026/12/10
扬州融通建设有限公司	35,354.00	2022/7/29	2029/6/30
扬州融通建设有限公司	3,750.00	2023/3/28	2025/12/21
扬州融通建设有限公司	8,000.00	2023/6/1	2024/5/31
扬州融通建设有限公司	9,000.00	2023/6/2	2024/6/1
扬州融通建设有限公司	500.00	2023/12/22	2024/12/18
扬州融通建设有限公司	1,700.00	2023/12/27	2024/12/27
扬州融通建设有限公司	2,500.00	2023/12/31	2024/12/27
扬州融致农业发展有限公司	5,320.72	2021/9/23	2024/9/23
扬州融致农业发展有限公司	3,560.78	2022/1/4	2025/1/4
扬州融致农业发展有限公司	2,000.00	2023/2/21	2024/2/20
扬州融致农业发展有限公司	3,000.00	2023/3/7	2024/3/5
扬州融致农业发展有限公司	5,000.00	2023/3/8	2024/3/7
扬州邵伯湖文化旅游开发有限公司	3,000.00	2016/3/30	2024/3/22
扬州邵伯湖文化旅游开发有限公司	1,593.02	2019/11/8	2024/11/8
扬州邵伯湖文化旅游开发有限公司	2,320.85	2020/1/3	2025/1/3
扬州邵伯湖文化旅游开发有限公司	1,600.00	2020/9/25	2024/8/29
扬州邵伯湖文化旅游开发有限公司	15,500.00	2021/1/7	2028/12/22
扬州邵伯湖文化旅游开发有限公司	1,600.00	2021/3/5	2024/8/29
扬州邵伯湖文化旅游开发有限公司	4,200.00	2021/6/21	2028/12/21
扬州邵伯湖文化旅游开发有限公司	20,000.00	2021/11/15	2030/11/15
扬州邵伯湖文化旅游开发有限公司	4,891.50	2022/1/14	2030/1/14
扬州邵伯湖文化旅游开发有限公司	1,600.00	2022/3/23	2024/8/29
扬州邵伯湖文化旅游开发有限公司	20,000.00	2022/12/23	2029/12/22
扬州邵伯湖文化旅游开发有限公司	15,500.00	2021/1/7	2028/12/22
扬州市白沙现代农业科技发展有限公司	1,000.00	2021/6/28	2024/12/15
扬州市白沙现代农业科技发展有限公司	1,000.00	2021/12/1	2024/6/15
扬州市白沙现代农业科技发展有限公司	980.00	2021/12/1	2024/12/15
扬州市白沙现代农业科技发展有限公司	16,031.26	2021/12/28	2029/12/21
扬州市白沙现代农业科技发展有限公司	3,750.00	2021/12/28	2026/11/27
扬州市白沙现代农业科技发展有限公司	2,000.00	2022/1/4	2027/6/15

扬州市白沙现代农业科技发展有限公司	1,000.00	2022/1/4	2026/12/15
扬州市白沙现代农业科技发展有限公司	3,262.50	2022/1/27	2026/11/27
扬州市白沙现代农业科技发展有限公司	1,000.00	2023/4/23	2036/4/18
扬州市白沙现代农业科技发展有限公司	3,900.00	2023/4/27	2036/4/18
扬州市白沙现代农业科技发展有限公司	28,400.00	2023/4/29	2036/4/18
扬州市汇江置业有限公司	65,000.00	2022/6/29	2029/6/20
扬州市江都滨江水务有限公司	17,038.00	2020/8/7	2027/12/31
扬州市江都滨江水务有限公司	4,500.00	2023/1/31	2029/12/26
扬州市江都滨江水务有限公司	4,000.00	2023/2/23	2024/2/22
扬州市江都滨江投资有限公司	16,000.00	2022/1/21	2031/12/30
扬州市江都滨江投资有限公司	5,500.00	2022/3/1	2025/3/1
扬州市江都滨江投资有限公司	4,400.00	2022/3/1	2025/3/1
扬州市江都滨江投资有限公司	4,870.00	2022/3/30	2025/3/20
扬州市江都滨江投资有限公司	5,091.00	2022/6/30	2026/6/25
扬州市江都滨江投资有限公司	5,091.00	2022/6/30	2026/12/25
扬州市江都滨江投资有限公司	5,091.00	2022/6/30	2027/6/25
扬州市江都滨江投资有限公司	4,582.00	2022/6/30	2026/6/25
扬州市江都滨江投资有限公司	4,582.00	2022/6/30	2027/6/25
扬州市江都滨江投资有限公司	4,582.00	2022/6/30	2026/12/25
扬州市江都滨江投资有限公司	2,364.00	2022/6/30	2027/12/25
扬州市江都滨江投资有限公司	2,363.00	2022/6/30	2028/6/24
扬州市江都滨江投资有限公司	2,127.00	2022/6/30	2028/6/24
扬州市江都滨江投资有限公司	2,127.00	2022/6/30	2027/12/25
扬州市江都滨江投资有限公司	510.00	2022/6/30	2027/6/25
扬州市江都滨江投资有限公司	510.00	2022/6/30	2026/6/25
扬州市江都滨江投资有限公司	510.00	2022/6/30	2026/12/25
扬州市江都滨江投资有限公司	2,546.00	2022/7/29	2027/6/25
扬州市江都滨江投资有限公司	2,546.00	2022/7/29	2026/12/25
扬州市江都滨江投资有限公司	2,546.00	2022/7/29	2026/6/25
扬州市江都滨江投资有限公司	1,181.00	2022/7/29	2027/12/25
扬州市江都滨江投资有限公司	1,181.00	2022/7/29	2028/6/24
扬州市江都滨江投资有限公司	5,091.00	2022/9/20	2027/6/25
扬州市江都滨江投资有限公司	5,091.00	2022/9/20	2026/6/25
扬州市江都滨江投资有限公司	5,091.00	2022/9/20	2026/12/25
扬州市江都滨江投资有限公司	2,364.00	2022/9/20	2027/12/25
扬州市江都滨江投资有限公司	2,363.00	2022/9/20	2028/6/24
扬州市江都滨江投资有限公司	5,091.00	2022/10/10	2026/12/25
扬州市江都滨江投资有限公司	5,091.00	2022/10/10	2026/6/25

扬州市江都滨江投资有限公司	5,091.00	2022/10/10	2027/6/25
扬州市江都滨江投资有限公司	2,364.00	2022/10/10	2027/12/25
扬州市江都滨江投资有限公司	2,363.00	2022/10/10	2028/6/24
扬州市江都滨江投资有限公司	5,089.00	2023/1/1	2027/6/25
扬州市江都滨江投资有限公司	5,089.00	2023/1/1	2026/12/25
扬州市江都滨江投资有限公司	5,089.00	2023/1/1	2026/6/25
扬州市江都滨江投资有限公司	2,590.00	2023/1/1	2025/12/14
扬州市江都滨江投资有限公司	2,368.00	2023/1/1	2028/6/24
扬州市江都滨江投资有限公司	2,365.00	2023/1/1	2027/12/25
扬州市江都区白沙园区发展有限公司	10,000.00	2022/1/6	2026/11/3
扬州市江都区白沙园区发展有限公司	20,000.00	2022/1/12	2026/11/3
扬州市江都区白沙园区发展有限公司	5,000.00	2022/1/14	2026/11/3
扬州市江都区白沙园区发展有限公司	20,000.00	2022/1/17	2027/1/14
扬州市江都区白沙园区发展有限公司	2,044.00	2022/9/30	2029/12/25
扬州市江都区滨江投资有限公司	30,000.00	2022/12/28	2029/12/26
扬州市江都区滨江投资有限公司	5,900.00	2023/12/14	2025/12/14
扬州市江都区江江水利建设发展有限公司	3,000.00	2022/3/18	2025/9/15
扬州市江都区江江水利建设发展有限公司	22,000.00	2016/6/30	2026/12/20
扬州市江都区江江水利建设发展有限公司	17,400.00	2016/9/20	2026/12/20
扬州市江都区江江水利建设发展有限公司	44,000.00	2016/12/15	2027/12/14
扬州市江都区江江水利建设发展有限公司	7,000.00	2020/4/1	2026/12/21
扬州市江都区江江水利建设发展有限公司	5,000.00	2020/6/16	2025/4/18
扬州市江都区江江水利建设发展有限公司	43,500.00	2021/1/1	2027/12/21
扬州市江都区江江水利建设发展有限公司	7,200.00	2021/11/12	2026/11/11
扬州市江都区江江水利建设发展有限公司	6,500.00	2016/5/27	2026/4/1
扬州市江都区江江水利建设发展有限公司	4,500.00	2016/4/15	2023/4/1
扬州市江都区江江水利建设发展有限公司	4,500.00	2016/4/15	2022/10/1
扬州市江都区江江水利建设发展有限公司	3,500.00	2016/5/27	2026/9/30
扬州市江都区江江水利建设发展有限公司	3,000.00	2016/5/27	2024/10/1
扬州市江都区江江水利建设发展有限公司	1,500.00	2016/4/15	2024/10/1
扬州市江都区江腾建设发展有限公司	3,000.00	2020/9/28	2025/9/15
扬州市江都区江腾建设发展有限公司	5,000.00	2020/11/25	2025/4/18
扬州市江都区江腾建设发展有限公司	1,808.09	2021/4/29	2024/4/29
扬州市江都区江腾建设发展有限公司	1,500.00	2021/4/29	2024/4/29
扬州市江都区江腾建设发展有限公司	1,086.28	2021/4/30	2024/4/30
扬州市江都区江腾建设发展有限公司	724.19	2021/5/6	2024/5/6
扬州市江都区江腾建设发展有限公司	897.62	2021/5/7	2024/5/7
扬州市江都区江腾建设发展有限公司	719.19	2021/5/17	2024/5/17

扬州市江都区江腾建设发展有限公司	500.00	2023/4/21	2024/4/20
扬州市江都区江腾建设发展有限公司	6,900.00	2023/4/28	2024/4/27
扬州市江都区江腾建设发展有限公司	7,000.00	2023/8/31	2024/8/30
扬州市江都区交通工程公司	4,500.00	2017/3/17	2026/8/20
扬州市江都区临江建设发展有限公司	59,230.00	2022/4/1	2032/3/21
扬州市江都区临江建设发展有限公司	15,000.00	2022/12/30	2029/12/28
扬州市江都区临江建设发展有限公司	14,000.00	2023/1/13	2029/12/28
扬州市江都区图河城镇建设有限公司	8,000.00	2023/12/4	2033/9/21
扬州市江都区仙女基础设施建设有限公司	12,000.00	2020/3/30	2026/12/18
扬州市江都区仙女基础设施建设有限公司	6,000.00	2020/4/27	2026/12/18
扬州市江都区仙女基础设施建设有限公司	34,000.00	2021/12/22	2028/12/20
扬州市江都区仙女基础设施建设有限公司	46,000.00	2021/12/29	2028/12/20
扬州市江都区仙女基础设施建设有限公司	4,800.00	2022/1/26	2024/1/15
扬州市江都区仙女基础设施建设有限公司	4,900.00	2023/6/28	2024/6/27
扬州市江都区新区实业有限公司	13,108.62	2022/1/20	2025/1/20
扬州市江都区新区实业有限公司	3,450.00	2022/1/27	2024/1/27
扬州市江都区新区实业有限公司	7,000.00	2022/2/7	2027/2/7
扬州市江都区新区实业有限公司	7,000.00	2022/2/7	2027/2/7
扬州市江都区新区实业有限公司	4,680.00	2022/2/10	2024/2/10
扬州市江都区新区实业有限公司	19,000.00	2022/5/20	2029/12/15
扬州市江都区新区实业有限公司	5,600.00	2022/6/29	2029/12/25
扬州市江都区新区实业有限公司	3,600.00	2022/6/30	2029/12/20
扬州市江都区新区实业有限公司	500.00	2023/1/31	2024/1/30
扬州市江都区新区实业有限公司	500.00	2023/3/29	2024/3/28
扬州市江都区新区实业有限公司	12,000.00	2023/6/30	2025/6/30
扬州市江都区新区实业有限公司	30,700.00	2022/9/30	2030/8/18
扬州市江都沿江开发有限公司	8,100.00	2022/1/25	2032/1/20
扬州市江都沿江开发有限公司	15,000.00	2020/9/27	2026/9/27
扬州市江都沿江开发有限公司	9,000.00	2020/12/21	2025/12/18
扬州市江都沿江开发有限公司	1,000.00	2020/12/21	2025/12/18
扬州市江都沿江开发有限公司	18,000.00	2021/1/4	2025/12/18
扬州市江都沿江开发有限公司	2,000.00	2021/1/4	2025/12/18
扬州市江都沿江开发有限公司	3,000.00	2021/3/16	2025/9/15
扬州市江都沿江开发有限公司	7,500.00	2021/3/25	2025/3/25
扬州市江都沿江开发有限公司	6,000.00	2021/4/30	2026/4/30
扬州市江都沿江开发有限公司	10,663.59	2021/5/20	2026/5/20
扬州市江都沿江开发有限公司	1,000.00	2022/1/4	2024/12/15
扬州市江都沿江开发有限公司	1,000.00	2022/1/4	2026/6/15

扬州市江都沿江开发有限公司	1,000.00	2022/1/4	2025/6/15
扬州市江都沿江开发有限公司	20,000.00	2022/1/14	2027/1/14
扬州市江都沿江开发有限公司	6,892.01	2022/1/14	2027/1/14
扬州市江都沿江开发有限公司	6,892.01	2022/1/14	2027/1/14
扬州市江都沿江开发有限公司	4,421.09	2022/1/14	2025/1/14
扬州市江都沿江开发有限公司	2,210.54	2022/1/14	2025/1/14
扬州市江都沿江开发有限公司	15,000.00	2022/1/17	2027/12/27
扬州市江都沿江开发有限公司	19,590.00	2022/1/20	2024/1/20
扬州市江都沿江开发有限公司	410.00	2022/1/21	2024/1/21
扬州市江都沿江开发有限公司	12,150.00	2022/1/24	2032/1/20
扬州市江都沿江开发有限公司	5,000.00	2022/1/26	2027/12/27
扬州市江都沿江开发有限公司	4,725.00	2022/1/28	2032/1/20
扬州市江都沿江开发有限公司	10,000.00	2022/2/18	2027/12/27
扬州市江都沿江开发有限公司	43,450.00	2022/3/24	2030/3/22
扬州市江都沿江开发有限公司	29,800.00	2022/3/25	2025/3/25
扬州市江都沿江开发有限公司	14,000.00	2022/3/31	2027/3/31
扬州市江都沿江开发有限公司	1,000.00	2022/12/9	2032/9/21
扬州市江都沿江开发有限公司	5,000.00	2022/12/22	2032/9/21
扬州市江都沿江开发有限公司	3,000.00	2022/12/26	2032/9/21
扬州市江都沿江开发有限公司	4,885.00	2023/1/1	2032/9/21
扬州市江都沿江开发有限公司	90,000.00	2023/3/10	2034/12/20
扬州市江都沿江开发有限公司	10,000.00	2023/7/31	2024/7/30
扬州市江都沿江开发有限公司	15,000.00	2023/11/7	2026/11/7
扬州市龙鑫建设发展有限公司	14,400.00	2022/3/21	2029/12/15
扬州市龙鑫建设发展有限公司	3,150.00	2022/10/27	2029/11/20
扬州市龙鑫建设发展有限公司	20,900.00	2022/1/10	2028/12/21
扬州市龙鑫建设发展有限公司	1,400.00	2022/1/29	2027/12/15
扬州市龙鑫建设发展有限公司	1,400.00	2022/1/29	2028/12/15
扬州市龙鑫建设发展有限公司	500.00	2022/1/29	2025/12/15
扬州市龙鑫建设发展有限公司	500.00	2022/1/29	2024/12/15
扬州市龙鑫建设发展有限公司	500.00	2022/1/29	2026/12/15
扬州市龙鑫建设发展有限公司	5,400.00	2022/5/30	2029/11/20
扬州市龙鑫建设发展有限公司	4,500.00	2022/11/29	2028/11/23
扬州市龙鑫建设发展有限公司	2,100.00	2023/1/1	2028/11/23
扬州市融新水务有限公司	1,151.18	2019/7/4	2024/4/18
扬州市融新水务有限公司	1,000.00	2023/4/23	2036/4/18
扬州市邵伯湖文化旅游开发有限公司	1,700.00	2016/1/20	2026/1/13
扬州市邵伯湖文化旅游开发有限公司	1,700.00	2016/3/30	2026/1/13

扬州市邵伯湖文化旅游开发有限公司	12,500.00	2021/2/10	2028/12/21
扬州市邵伯湖文化旅游开发有限公司	8,300.00	2021/3/3	2028/12/21
扬州市邵伯湖文化旅游开发有限公司	1,600.00	2022/9/23	2024/8/29
扬州市邵伯湖文化旅游开发有限公司	14,000.00	2023/1/6	2029/12/22
扬州市邵伯湖文化旅游开发有限公司	1,600.00	2023/3/28	2024/8/29
扬州市营舟文化旅游发展有限公司	1,780.00	2023/1/5	2025/12/20
扬州仙发建设有限公司	29,200.00	2022/1/27	2029/1/24
扬州仙发建设有限公司	20,000.00	2022/2/9	2028/12/21
扬州仙发建设有限公司	1,600.00	2022/2/24	2030/2/23
扬州仙发建设有限公司	1,900.00	2023/2/8	2024/2/7
扬州仙发建设有限公司	4,000.00	2023/3/24	2024/3/24
扬州仙发建设有限公司	1,000.00	2023/4/21	2024/4/20
扬州仙发建设有限公司	9,000.00	2023/11/29	2024/11/28
扬州仙女生态旅游发展有限公司	21,000.00	2022/1/1	2029/12/21
扬州仙鑫生态旅游发展有限公司	957.83	2016/1/29	2024/1/26
扬州仙鑫生态旅游发展有限公司	1,988.04	2016/5/27	2024/1/26
扬州仙鑫生态旅游发展有限公司	876.00	2016/12/1	2025/12/25
扬州仙鑫生态旅游发展有限公司	500.00	2017/2/17	2024/10/30
扬州仙鑫生态旅游发展有限公司	1,509.13	2017/7/31	2024/1/26
扬州仙鑫生态旅游发展有限公司	1,600.00	2020/3/4	2024/8/29
扬州仙域建设有限公司	54,500.00	2022/6/14	2028/12/21
扬州仙域建设有限公司	63,470.00	2022/11/23	2032/11/22
扬州仙域建设有限公司	465.00	2022/12/22	2032/3/21
扬州仙域建设有限公司	465.00	2022/12/22	2032/9/21
扬州仙域建设有限公司	450.00	2022/12/22	2031/9/21
扬州仙域建设有限公司	450.00	2022/12/22	2031/3/21
扬州仙域建设有限公司	5,000.00	2023/2/6	2024/2/2
扬州仙域建设有限公司	34,980.00	2023/3/1	2029/12/21
扬州仙域建设有限公司	45,000.00	2023/4/14	2032/12/15
扬州鑫航建设投资有限公司	4,250.00	2021/5/10	2029/5/10
扬州园为建设发展有限公司	4,000.00	2019/9/5	2025/9/4
扬州园为建设发展有限公司	27,000.00	2022/3/10	2028/12/20
扬州园为建设发展有限公司	8,000.00	2022/12/9	2028/12/20
合计	3,652,027.93	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。