

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0813号

扬州市运和城市建设投资集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“21 运和城投 MTN001”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“21 运和城投 MTN001”信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二四年七月二十九日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2024年7月29日至2025年7月28日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024年7月29日

扬州市运和城市建设投资集团有限公司主体及
“21 运和 MTN001” 2024 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员		
AA/稳定	2024/7/29	AA/稳定	金炫杰	杨昭琦		
债项信用		评级模型				
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重	得分
21 运和城投 MTN001	AA	AA	经营风险	区域环境	100.0%	63.5
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”				业务运营	100.0%	68.0
主体概况			债务负担和保障程度	盈利与获现能力	45.0%	23.3
扬州市运和城市建设投资集团有限公司是扬州市广陵区重要的基础设施建设主体，负责广陵区范围内基础设施、安置房建设，同时公司还开展建筑安装、房产销售、商铺租售等业务。				债务负担	20.0%	6.0
				债务保障程度	35.0%	7.5
截至 2024 年 3 月末，公司注册资本及实收资本 35.00 亿元，扬州市运和国有资产运营集团有限公司为公司的唯一股东，扬州市人民政府为公司实际控制人。			调整因素	无		
			个体信用状况 (BCA)	a		
			评级模型结果	AA		
			外部支持调整子级	3		
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异						

评级观点

东方金诚认为，扬州市经济实力很强，广陵区经济持续发展，经济实力仍较强；公司主营业务区域专营性仍较强，继续得到了相关各方的有力支持。同时，东方金诚关注到，公司在建及拟建项目面临资本支出压力，资产流动性较弱，面临较大的短期偿付压力，资金来源对筹资活动的依赖仍较大。综合考虑，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“21 运和城投 MTN001”信用等级为 AA。

同业比较

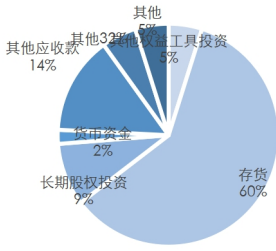
项目	扬州市运和城市建设投资集团有限公司	湖州新型城市投资发展集团有限公司	黄河三角洲融鑫集团有限公司	新沂市沐东新城投资开发有限公司
地区	扬州市广陵区	湖州市吴兴区	滨州市无棣县	徐州市新沂市
GDP 总量 (亿元)	852.00	924.90	308.04	905.24
人均 GDP (元)	155418	126529	66503	94661
一般公共预算收入 (亿元)	40.07	66.56	19.36	48.97
政府性基金收入 (亿元)	63.34	71.17	30.26	57.20
地方政府债务余额 (亿元)	146.22	186.01	120.73	181.37
资产总额 (亿元)	420.63	657.68	201.00	167.56
所有者权益 (亿元)	129.42	247.69	90.01	67.36
营业收入 (亿元)	15.18	23.28	7.49	10.33
净利润 (亿元)	1.84	4.77	0.66	1.79
资产负债率 (%)	69.23	62.34	55.22	59.80

注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA 的同行业企业，表中数据年份均为 2023 年

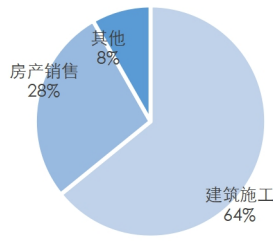
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2023年末)



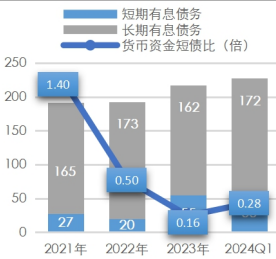
公司营业收入构成 (2023年)



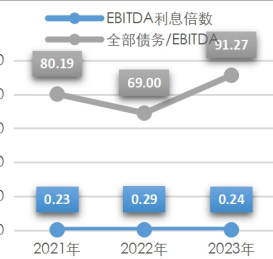
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2021年	2022年	2023年	2024Q1
资产总额	345.89	362.48	420.63	434.96
所有者权益	107.94	115.33	129.42	132.93
营业收入	13.08	14.17	15.18	4.20
净利润	1.96	2.06	1.84	0.46
全部债务	191.60	193.69	217.11	227.49
资产负债率	68.79	68.18	69.23	69.44
全部债务资本化比率	63.96	62.68	62.65	63.12

公司债务构成 (单位: 亿元)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2021年	2022年	2023年
地区	扬州市广陵区		
GDP 总量	765.84	972.70	852.00
人均 GDP (元)	138299	158304	155418
一般公共预算收入	42.02	31.75	40.07
政府性基金收入	64.50	64.25	63.34
财政自给率	87.12	66.61	89.81

优势

- 跟踪期内,扬州市经济实力仍很强,广陵区地区经济保持增长,经济实力仍较强;
- 公司继续从事广陵区基础设施和安置房等业务,主营业务仍具有较强的区域专营性;
- 公司在股权划拨、资金注入和财政补贴等方面继续得到了相关各方的有力支持。

关注

- 公司基础设施建设和安置房建设业务在建及拟建项目投资规模较大,面临资本支出压力;
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货及其他应收款占比仍较高,资产流动性较差;
- 公司全部债务继续增长,短期有息债务占比高,仍面临较大的短期偿付压力;
- 公司经营性现金流继续呈现净流出,经营所需资金对筹资活动的依赖仍较大。

评级展望

预计扬州市及广陵区经济将保持增长,公司基础设施建设及安置房建设业务区域专营性较强,能够持续获得股东及相关各方的支持,评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202404)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AA (21 运和城投 MTN001)	2023/7/27	杨昭琦、白琼蓉	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202208)》	阅读原文
AA/稳定	AA (21 运和城投 MTN001)	2021/7/21	瞿鹏 杨昭琦	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文

注: 以上为不完全列示

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方
21 运和城投 MTN001	2023/7/27	3.00 亿元	2021/08/04~2024/08/04	-	-

跟踪评级说明

根据相关监管要求及扬州市运和城市建设投资集团有限公司（以下简称“扬州运和”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

扬州运和前身为扬州市运和新城建设有限公司，是经扬州市广陵区人民政府（以下简称“广陵区政府”）授权，由扬州市广陵区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广陵区国资办”）于2013年4月全额出资成立的国有独资企业。2019年，广陵区国资办将持有的公司100%股权无偿转让给扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司（以下简称“扬州城控”）。2023年12月29日，原股东扬州城控出具《股东决定》，将其持有的公司100%股权¹转让给扬州市运和国有资产运营集团有限公司²（以下简称“运和国资”）。跟踪期内，公司注册资本、实收资本和实际控制人未发生变化。截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本均为35.00亿元，运和国资为公司唯一股东，扬州市人民政府仍为实际控制人。

跟踪期内，公司仍是扬州市广陵区重要的基础设施建设主体，继续负责广陵区范围内基础设施、安置房建设，同时公司还开展建筑安装、房产销售、商铺租售等业务。

截至2024年3月末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共20家（详见附件二）；2024年1~3月合并范围无变化。

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至2024年6月末，“21运和城投MTN001”到期利息已按期兑付，尚未到本金兑付日，募集资金已使用完毕。

个体信用状况

行业分析

城投行业政策重心转向系统性化债新阶段，城投债融资逐步趋严，发行结构性分化特征进一步加剧，新增融资将更多向强区域、强主体倾斜

2023年以来，城投行业政策在坚守严禁新增隐性债务的底线不变前提下，重心逐步转向以“一揽子化债”为主的系统性化解债务新阶段。国家及地方层面为有序降低高负债地区风险水平，采取了包括发行特殊再融资券、债务展期重组及专项债券管理强化等措施。2023年城投债全年发行有所回升、净融资小幅增长，但四季度以来受特殊再融资债券置换及新增融资审批趋严等影响净融资明显收缩，且发行结构性分化特征进一步加剧，新增融资更多向强区域、强主体倾斜。

2024年预计“一揽子化债”与监管政策收紧仍是主基调，城投债市场将仍以稳控为主线，

¹ 根据《扬州市运和城市建设投资集团有限公司股权交割证明》，出让方扬州运和100%股权（对应认缴出资350000万元）已于2023年12月29日转让给扬州市运和国有资产运营集团有限公司。

² 曾用名扬州市运顺市政建设有限公司；运和国资原为扬州运和直接控股子公司，于2023年12月29日其股东由扬州运和变更为扬州城控。

融资端表现可能趋于收紧，发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投行业信用风险总体可控但分化加剧，市场化转型成必然趋势，应深耕区域特色，谋求稳健发展

2024年，随着“一揽子化债”措施继续落地，地方债务风险逐步缓释，城投行业信用风险总体可控，预计城投公司公募债违约的概率依然很低。但隐性债务控制与化解压力、土地市场疲软、融资难度增加以及到期债务高峰等因素，共同推高了部分城投公司的信用风险，尤其是尾部企业面临更大的偿债挑战。

当前环境下，市场化转型已成为城投公司的必由之路，以适应监管政策变迁、市场调整及经济增长方式的转变。一方面，“一揽子化债”政策的推行有效地缓解了地方债务危机，城投公司得以暂时解决流动性紧张的问题，进而腾出资源和精力专注于自身的战略转型。另一方面，在融资政策的持续收紧以及宏观经济向高质量发展阶段转变的背景下，城投公司面临的不仅是化解债务的紧迫任务，更是发展模式的根本转型。与此同时，城投公司转型应依托城市、赋能城市，充分考虑所在区域的发展阶段和产业特点，避免非理性扩张带来的经营风险。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入主要来自于建筑施工和房产销售业务，营业收入有所提高，毛利润及毛利率水平均有所下降

跟踪期内，公司仍是扬州市广陵区重要的基础设施建设主体。2023年，公司营业收入同比增长7.13%，仍主要来自于包含基础设施建设、安置房建设和建筑安装在内的建筑施工业务及房产销售业务。其他业务收入主要来自产品销售及商铺租售业务，产品销售业务主要销售市政工程材料，收入规模占比较小，商铺租售业务主要租售苏中智慧城项目C区的商铺和苏中智慧农业示范城项目A地块临时腾仓点。

同期，公司毛利润同比下降，主要系收入占比较高的建筑施工业务和房产销售业务毛利率下降所致，同时其他业务中的商铺租售业务成为了新的利润增长点；公司综合毛利率同比下降5.01个百分点。

2024年一季度，公司实现营业收入4.20亿元，综合毛利率16.77%。

图表 1 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

类别	2021年		2022年		2023年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
建筑施工 ³	11.60	88.70	12.39	87.42	9.74	64.17
房产销售 ⁴	1.14	8.72	1.24	8.75	4.18	27.55
其他:	0.34	2.58	0.54	3.83	1.26	8.28
产品销售	-	-	0.05	0.34	0.74	4.87
营业收入	13.08	100.00	14.17	100.00	15.18	100.00
类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
建筑施工	1.51	12.99	1.84	14.85	1.30	13.32
房产销售	0.09	8.11	0.34	27.29	0.13	3.01
其他:	0.12	35.75	0.27	49.68	0.44	34.83
产品销售	-	-	0.00 ⁵	6.94	0.10	14.02
合计	1.72	13.16	2.45	17.27	1.86	12.26

数据来源：公司提供，东方金诚整理

建筑施工

1、基础设施建设

跟踪期内，公司继续从事广陵区基础设施建设和棚户区改造业务，业务仍具有较强的区域专营性；在建及拟建的基础设施及棚户区改造项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力

公司仍主要负责广陵区范围内的基础设施建设与棚户区改造，基础设施建设承接项目主要包括场馆、道路、公园等，业务具有较强的区域专营性。

跟踪期内，公司基础设施建设业务仍由公司本部及子公司扬州市广陵区城市建设投资有限责任公司（以下简称“广陵城投”）等负责，业务模式主要分为代建模式⁶和政府购买服务模式。2023年，公司就大学路南延、汶河派出所及树人苑社区建设、曲江新民村五台组拆迁等项目确认基础设施建设收入 6.50 亿元，同比减少 11.89%。

1) 代建模式

公司承建场馆、道路、公园、老旧小区改造类基础设施建设项目主要采取代建模式。其中，针对 2020 年 11 月 23 日之前项目，公司承担资金筹集职责，在项目建设中垫付工程资金，按进度向施工单位支付工程款，并以成本加成的结算模式；2020 年 11 月 23 日以后项目为代建项目，公司仅承担项目管理职责，收取管理费，无垫付资金情况。截至 2024 年 3 月末，公司代建模式下主要在建项目包括七里河、沙施河综合整治工程、城中村拆迁改造工程、霍桥片区改造等，计划总投资 104.96 亿元，已完成投资 79.27 亿元，尚需投资 25.69 亿元，已收到工程款 8.91 亿元。

³ 建筑施工收入包括基础设施建设、安置房建设和建筑安装收入。

⁴ 房产销售收入包括商品房和安置房销售收入。

⁵ 4805695.08 元。

⁶ 2021 年以前承接的委托代建项目成本加成比例约为 18%；2021 年以后公司承接的项目一般按照工程项目总金额的 2%-5%收取管理费（不包含财务成本 6%-6.5%）。

图表 2 截至 2024 年 3 月末公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	已收到工程款	回购期间 ⁷
七里河、沙施河综合整治工程	31.84	17.58	2.20	2016.03-2024.12
城中村拆迁改造工程	21.11	20.52	0.00	2013.08-2022.12
施井路整治（含拆迁）	4.51	4.40	2.11	2020.04-2024.12
2021 年老旧小区改造	6.60	2.33	2.33	2021.06-2024.07
2022 年老旧小区改造	1.10	0.86	0.86	2022.07-2024.12
2023 老旧小区改造	3.53	1.41	1.41	2023.01-2024.12
霍桥片区改造	36.00	32.17	0.00	2019.12-2024.12
合计	104.96	79.27	8.91	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

同期末，公司拟建的代建项目主要为 2024 年老旧小区改造、文峰河路南延（文峰段）、九龙花园北侧支路（尚文路）、2024 年老旧小区改造等，计划总投资合计为 1.23 亿元。

图表 3 截至 2024 年 3 月末公司主要拟建代建项目（单位：亿元）

项目名称	预计时间	计划总投资	2024 年计划投资	2025 年计划投资
2024 年老旧小区改造	2024.3-2024.12	0.98	0.49	0.49
文峰河路南延（文峰段）	2024.5-2024.12	0.11	0.08	-
九龙花园北侧支路（尚文路）	2024.6-2024.12	0.14	0.13	-
合计	-	1.23	0.70	0.49

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2) 政府购买服务模式

公司采用政府购买服务模式的项目主要为棚户区改造项目。公司每年末按照工程进度，根据提交政府的工程回购确认函确认收入。棚改项目均纳入财政预算，项目经验收合格后，由广陵区住建局按照《政府购买服务协议》约定，逐年支付。截至 2024 年 3 月末，公司已完工棚户区改造项目为二畔铺棚户区和新民村城中村改造项目（集体）项目，项目总投资 11.00 亿元，协议价款为 15.69 亿元，已确认收入 2.14 亿元并全部回款。公司在建棚户区改造项目为扬州市广陵区 2017~2018 年棚户区（城中村）改造项目和 2018 年扬州市棚改（广陵区一期）项目，计划总投资共 86.71 亿元，累计已投资 58.51 亿元，尚需投资金额为 28.20 亿元，已确认收入 18.96 亿元。截至 2024 年 3 月末，公司无拟建棚户区改造项目。

⁷ 此为预计时间，实际回购根据工程进度进行。

图表 4 截至 2024 年 3 月末公司主要在建政府购买服务项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	协议价款	已确认收入	回购期	未来三年投资计划		
						2024年	2025年	2026年
2017~2018 年棚户区（城中村）改造	50.93	27.59	84.09	9.22	25 年	9.37	7.63	6.43
2018 年扬州市棚改（广陵区一期项目）	35.78	30.92	47.58	9.74	15 年	4.15	1.39	-
合计	86.71	58.51	131.67	18.96	-	13.52	9.02	6.43

数据来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，公司在建及拟建基础设施及棚户区改造项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

2、安置房建设

跟踪期内，公司安置房建设业务仍具有较强的区域专营性，但业务受政府规划影响较大

跟踪期内，公司仍负责广陵区安置房建设及老旧城区改造等，业务具有较强的区域专营性；业务模式较上年无重大变化，2020 年之前完工的安置房建设项目，公司收取委托代建费，每年按照实际发生的建设费用并加成 18% 与公司进行结算，如文峰佳苑一期、汤汪花园 B1 地块等项目，2020 年及以后完工的安置房建设项目改为收取管理费用（一般为 2% 左右）和资金费用（大概为 6%-6.5%），如头桥镇红平三期拆迁安置小区及头桥镇大同苑拆迁安置小区等。此外，还有部分安置房以销售方式回款，具体于房产销售板块核算。截至 2024 年 3 月末，公司已完工安置房建设项目包括李典镇富民四期安置小区和汤汪乡九龙花园安置小区等，共计总投资 28.50 亿元，累计已确认收入 17.20 亿元，收到回款 21.03 亿元。

图表 5 截至 2024 年 3 月末公司已完工安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	已投资	确认收入	已回款金额	建设周期
广夏花园农民拆迁安置小区建设工程	1.40	1.65	1.65	2013.11-2015.05
广福花园农民拆迁安置小区一、二期工程 2 标段	1.81	2.12	2.12	2013.01-2016.01
文峰佳苑一期、汤汪花园 B1 地块	14.30	9.49	9.49	2015.01-2017.12
头桥镇红平三期拆迁安置小区	1.77	1.25	1.25	2017.09-2020.09
头桥镇大同苑拆迁安置小区	1.89	1.39	1.39	2017.09-2020.09
李典镇富民四期安置小区	2.50	1.30	1.30	2018.11-2022.06
汤汪乡九龙花园安置小区(八期)	4.83	-	3.83	2019.12-2022.06
合计	28.50	17.20	21.03	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2024 年 3 月末，公司在建的安置房项目主要为李典滨江农民集中居住区和李典伏固农民集中居住区，计划投资金额为 2.58 亿元，已投资 0.44 亿元，尚需投资 2.14 亿元。同期末，公司无拟建的安置房项目。

图表 6 截至 2024 年 3 月末公司在建安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资额	已完成投资	未来三年投资计划		
			2024 年 4 月-12 月	2025 年	2026 年
李典滨江农民集中居住区	0.80	0.17	0.39	0.22	0.02
李典伏固农民集中居住区	1.78	0.27	0.98	0.48	0.05
合计	2.58	0.44	1.61	0.70	0.08

数据来源：公司提供，东方金诚整理

综合来看，公司安置房建设业务受政府城市建设规划、拆迁安置政策等影响较大，未来该业务存在一定的不确定性。

3、建筑安装

跟踪期内，公司仍有一定的在手建筑安装合同量，业务主要集中在扬州市内

跟踪期内，公司建筑安装业务仍由二级子公司扬州市金扬建筑安装工程有限公司（以下简称“金扬建筑”）及三级子公司江苏运扬工程建设有限公司⁸负责。公司通过招投标等方式承揽建筑安装业务，业务模式较上年无重要变化。

截至 2024 年 3 月末，公司累计已完工合同金额 7.85 亿元；公司在手建筑安装项目主要包括伏固农民集中居住区建设工程 EPC 总承包、扬州市广陵粮食和物资储备中心库项目等项目合计金额 5.31 亿元，业务集中在扬州市内。同期末，公司无其他在手未开工建筑安装项目。预计未来该板块业务收入将因工程施工项目数量等因素影响而存在一定的不确定性。

图表 7 截至 2024 年 3 月末公司主要建筑安装在手合同情况（单位：亿元、%）

主要在建项目	合同金额	开标时间	预计建设周期
江苏晨洁日化有限公司年产 10 亿支高档牙刷、100 万块香皂和 10 万套酒店旅游用品包装项目 2#生产厂房、加工厂房	0.47	2022.08	480 天
扬州 GZ299 项目（1#、2#、3#、4#、6#、7#、8#、P1#、相应地下室、室外配套等）总承包工程	0.79	2022.03	900 天
伏固农民集中居住区建设工程 EPC 总承包	1.64	2022.10	540 天
滨江农民集中居住区建设工程 EPC 总承包	0.76	2022.10	540 天
沙头镇福利性住房工程 EPC 工程总承包	0.28	2023.01	300 天
沙头镇育新集中居住房建设工程四期 EPC 总承包	1.14	2023.02	380 天
扬州市广陵区沙头社区卫生服务中心	0.23	2023.06	360 天
小计	5.31	-	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

房产销售

跟踪期内，公司房地产项目尚需投资规模较大，但受房地产市场行情下行等因素影响，公司商品房项目预售情况一般，未来去化仍存在一定不确定性

公司房产销售业务包括商品房销售及安置房销售。其中，商品房项目仍由子公司通过“招、

⁸ 原名扬州新扬建工程建设有限公司，2021 年 7 月更为现名。

拍、挂”取得土地后自主开发。从业务开展情况来看，跟踪期内，公司共3个商品房项目，均位于广陵区内，区位条件较好。上述项目已陆续进入预售阶段，但销售进度较为缓慢，需持续关注后续去化节奏及项目盈利状况。公司在开发房地产项目尚需投资规模较大，截至2024年3月末投资进度约为52.10%，实现预售金额0.73亿元，同期末公司暂无拟建商品房项目。

安置房销售方面，公司外购安置房房源，根据安置需求分批次采购支付购房款，并面对当地有安置需求的乡镇政府进行销售，根据审计评估的价值确定销售价格。2017年以来，公司共向扬州市保障性住房发展中心购买安置房1691套，购房总价款13.81亿元。2023年，公司销售482套安置房，实现安置房销售收入4.15亿元。截至2023年末，公司存货中购置的安置房项目投入余额为4.62亿元，共计421套安置房房源，未来销售可为公司收入提供一定补充。

图表8 截至2024年3月末公司在建商品房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	预售面积	计划投资额	已完成投资	预售金额	未来三年投资计划		
						2024年4月-12月	2025年	2026年
GZ357(韵和绿洲)	4.51	0.32	5.47	2.76	0.51	1.07	0.55	0.82
GZ358(韵和绿洲)	5.84	0.08	6.71	3.32	0.13	1.38	0.67	1.01
GZ289(头桥澜樾)	4.88	0.09	2.85	1.75	0.09	0.25	0.77	0.08
合计	15.23	0.53	15.03	7.83	0.73	2.70	1.99	1.91

数据来源：公司提供，东方金诚整理

其他业务

公司其他业务主要为产品销售业务和商铺租售业务。其中，产品销售业务主要销售市政材料，2023年产品销售业务实现收入0.74亿元，毛利率14.02%；商铺租售业务主要为对外租售自营商铺，自2022年投入运营至2024年3月末，公司累计实现商铺销售收入0.63亿元。

公司自营项目仍为苏中智慧农业示范城项目。该项目以立足扬州、辐射苏中、苏北的一级农产品批发市场为总体发展目标，打造全国一流的农产品批发市场，未来主要通过租售结合方式实现资金平衡。项目共分为A、B、C三个地块，其中C地块已完工并投入运营，剩余可租部分出租率有待提高；B地块尚需投资8.12亿元，拟引入亚联水果批发市场，与联谊市场形成扬州市最大的蔬果交易中心；A地块拟于2026年开始建设计划总投资6.85亿元，建设周期为2025年10月-2027年10月。总体来看，公司自营项目尚需较大规模投入，面临一定资本支出压力。同时，公司专业市场运营经验相对有限，需关注未来项目运营情况。

图表9 截至2024年3月末公司已完工商铺租售项目（单位：万平方米、亿元、%）

项目名称	已售面积	已租面积	出租率	确认收入	收到款项
苏中智慧农业示范城项目C地块	0.46	2.28	56.04	0.63	0.74
苏中智慧农业示范城项目A地块临时腾仓点项目	-	1.68	100.00	-	-
合计	0.46	3.96	-	0.63	0.74

数据来源：公司提供，东方金诚整理

图表10 截至2024年3月末公司在建商铺租售项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资额	已完成投资	未来三年投资计划		
			2024年4月-12月	2024年	2025年
苏中智慧农业示范项目B地块	9.48	1.36	4.10	2.60	1.42
合计	9.48	1.36	4.10	2.60	1.42

数据来源：公司提供，东方金诚整理

企业管理

跟踪期内，公司注册资本和实收资本均未发生变化，原控股股东扬州城控将其持有的100%股权（对应认缴出资额35.00亿元）无偿划转给运和国资，本次股东变更后，公司股东由扬州城控变更为运和国资，扬州市人民政府仍为公司实际控制人。

跟踪期内，公司董事长、法定代表人、总经理、董事、监事发生变动。公司组织架构未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2023年合并财务报表和2024年1~3月的合并财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2023年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2024年1~3月合并财务报表未经审计。跟踪期内，公司通过公开招标，更换审计机构。

2023年末，公司纳入合并报表范围的直接控股子公司共有20家，较上年同期末增加1家。2024年1~3月合并范围无变化。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所增长，仍以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比很大，资产流动性较差

2023年末，公司资产总额同比增长16.04%，其中流动资产占比为84.17%。

图表11 公司资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年末	2022年末	2023年末	2024年3月末
资产总额	345.89	362.48	420.63	434.96
流动资产	325.39	335.60	354.05	368.31
其中：货币资金	37.76	10.14	8.51	15.18
应收账款	1.56	1.42	9.95	9.75

图表 11 公司资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
预付款项	10.42	11.35	21.37	20.96
其他应收款	64.86	64.27	60.02	62.89
存货	208.23	245.63	251.33	256.34
非流动资产	20.50	26.88	66.58	66.65
其中：其他权益工具投资	17.61	22.58	20.48	20.48
长期股权投资	1.74	1.87	38.41	38.41

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

2023 年末，公司流动资产主要由应收账款、货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。同期末，公司货币资金同比下降 16.07%，主要是增加对项目的资金投入所致；受限的货币资金主要为 4.78 亿元质押的定期存单和存款利息。公司应收账款仍主要系应收代建工程款，从集中度看，主要应收扬州市广陵区人民政府汤汪街道办事处、扬州京杭建设投资实业有限公司、扬州市广陵区谷丰粮食购销有限公司、扬州市广陵区湾头镇人民政府和扬州富景房地产有限公司等单位的款项，应收账款余额前五名合计 8.93 亿元，占比 89.46%，集中度较高；预付款项主要为公司预付的工程款和原材料采购款，同期末账龄在 1 年以上的占比 92.22%。

公司其他应收款仍主要为与扬州市、广陵区的政府部门及其他非关联方的往来款。2023 年末，其他应收款余额前五单位分别为扬州市广陵区城中村改造工作办公室⁹（政府部门，8.17 亿元）、扬州市和峰置业有限公司（国企，5.62 亿元）、扬州市广通交通投资发展集团有限公司（国企，4.90 亿元）、江苏扬州广陵经济开发区经济服务中心（事业单位，3.18 亿元）和扬州市广陵新城投资发展集团有限公司（国企，2.68 亿元），合计占其他应收款总额的 40.69%。从账龄上看，账龄 1 年以上的其他应收款占比 62.39%，公司对其他应收款已计提坏账准备 0.30 亿元。公司存货仍主要由项目施工成本和待开发土地构成。2023 年末，存货受代建项目工程量增加影响同比增长 5.58%；其中，项目开发成本 237.23 亿元，基础设施建设业务的施工成本占比较高；待开发土地 9.33 亿元；开发产品 4.62 亿元，主要为安置房购买成本，公司存货未计提跌价准备。

2023 年末，公司非流动资产同比大幅增长，主要由其他权益工具投资和长期股权投资构成。其他权益工具投资仍主要为公司对外投资的股权，2023 年公司出售扬州临芯光电产业基金（有限合伙）等五家公司股权，目前主要为对江苏省信用再担保集团有限公司（国企，2.19 亿元）、新大洋造船有限公司（国企，2.44 亿元）以及其他扬州市的工商企业投资，按成本计量。公司长期股权投资大幅增长，主要系公司以无偿划拨形式取得扬州广贸物流开发建设有限公司 40% 的股权（账面价值 36.44 亿元）所致。

受限资产方面，截至 2023 年末，公司受限资产总额 24.33 亿元，占资产总额的比例为 5.78%，占净资产比例为 18.80%。

⁹ 公司与改造办公室之间的往来款系预付的房屋拆迁资金，公司会定期与改造办公室进行结算，根据拆迁过程中的资金支出情况冲减其他应收款，形成施工成本。

图表 12 截至 2023 年末公司受限资产明细 (单位: 亿元)

资金受限类型	受限金额	受限原因
货币资金	4.78	质押、应计定期存款利息
存货	18.56	贷款抵押
固定资产	0.98	贷款抵押
合计	24.33	-

资料来源: 审计报告, 东方金诚整理

资本结构

得益于股权划拨及净利润累积, 跟踪期内公司所有者权益有所增长; 伴随融资需求的增长, 公司负债总额和全部债务继续增长, 且短期有息债务占比高, 仍面临较大的短期偿付压力

2023 年末, 公司所有者权益同比增长 12.22%。同期末, 公司实收资本未有变化; 资本公积同比增长 20.98%, 主要为广陵区政府无偿划入扬州广贸物流开发建设有限公司 40% 股权 (增加资本公积 36.23 亿元), 公司收到股东运和国资拨款 3.70 亿元以及划出公司持有的运和国资 100% 股权 (减少资本公积 27.00 亿元) 综合影响所致; 未分配利润同比增长 6.98%, 主要为公司经营活动产生的净利润累积。

图表 13 公司资产构成情况 (单位: 亿元)

指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
所有者权益	107.94	115.33	129.42	132.93
实收资本	35.00	35.00	35.00	35.00
资本公积	56.79	61.83	74.80	77.84
未分配利润	12.94	14.47	15.48	15.94
少数股东权益	1.95	2.54	2.54	2.55

数据来源: 公司审计报告及合并财务报表, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司负债总额同比增长 17.83%。其中, 非流动负债占比 56.74%, 负债构成仍以非流动负债为主。

图表 14 公司负债构成情况 (单位: 亿元)

指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
负债总额	237.94	247.15	291.21	302.03
流动负债	73.19	73.86	125.99	126.93
其中: 合同负债	29.27	26.04	33.15	31.45
其他应付款	11.13	18.09	28.65	31.54
一年内到期的非流动负债	13.64	12.62	45.39	46.41
非流动负债	164.75	173.28	165.22	175.10
其中: 长期借款	122.23	120.76	141.24	151.28
应付债券	42.41	52.42	19.98	19.97

数据来源: 公司审计报告及合并财务报表, 东方金诚整理

2023 年末, 公司流动负债同比增长 70.58%, 主要由合同负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司合同负债主要为预收的安置房购房款及棚户区改造政府性工程款, 2023 年末同比增长 27.30%。同期末, 其他应付款主要为与运和国资和扬州其他国有企业之间无息往

来款，同比增长 58.37%，其中账龄 1 年以内的 19.59 亿元、1~2 年的 3.85 亿元，2~3 年的 1.86 亿元，3 年以上的 3.36 亿元；一年内到期的非流动负债同比大幅增长，主要包括一年内到期应付债券 29.22 亿元和一年内到期的长期借款 14.36 亿元所致。

2023 年末，公司非流动负债同比下降 4.65%，主要系应付债券转入一年内到期应付债券所致。长期借款同比增长 16.96%，其中，信用借款 10.86 亿元、保证+抵押借款 11.09 亿元、保证借款 100.07 亿元、质押借款 33.39 亿元，一年内到期的 14.36 亿元。应付债券情况详见下表。

图表 15 截至 2023 年末公司应付债券（含一年内到期）情况（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额 ¹⁰	票面利率	发行期限	发行日期
19 运和 02	4.27	5.80	5 年 (2+2+1)	2019-11-25
20 运和 02	7.36	4.13	5 年 (2+2+1)	2020-06-18
21 运和新城 PPN001	4.18	5.70	3 年	2021-03-17
21 运和新城 PPN002	3.09	5.50	3 年	2021-06-15
21 运和城投 MTN001	3.06	4.85	3 年	2021-08-04
21 运和 01	5.08	4.80	3 年	2021-08-31
21 运和 02	10.04	4.88	3 年	2021-11-23
22 运和 01	5.17	4.10	3 年	2022-02-22
22 运和 02	2.86	4.00	3 年	2022-06-08
22 运和 03	5.09	3.60	3 年	2022-06-20
合计	50.20	-	-	-

数据来源：公开资料，东方金诚整理

跟踪期内，公司全部债务继续增长。2023 年末，短期有息债务占比为 25.19%，同比提高 14.60 个百分点，仍面临较大的短期偿付压力。同期末，公司资产负债率略有上升仍保持较高水平，公司债务负担较重。

图表 16 公司债务情况（单位：亿元、%）

指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
全部债务	191.60	193.69	217.11	227.49
其中：长期有息债务	164.64	173.18	162.42	172.30
短期有息债务	26.95	20.51	54.69	55.19
资产负债率	68.79	68.18	69.23	69.44

数据来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

截至 2023 年末，公司对外担保金额为 40.64 亿元，担保比率 31.40%，被担保对象主要为扬州市及广陵区国有企业。

图表 17 截至 2023 年末公司对外担保金额（单位：万元）

序号	序号	单位性质	担保余额
1	扬州汤汪城市建设发展有限公司	国有企业	20000.00
2	扬州市广通交通投资有限责任公司	国有企业	70000.00
3	扬州国金建设发展有限公司	国有企业	12500.00
4	扬州融江水利工程有限公司	国有企业	3527.93
5	扬州广陵文化旅游开发集团有限公司	国有企业	60000.00
6	扬州广陵文化旅游开发集团有限公司	国有企业	12882.00

¹⁰ 债券余额包含利息调整。

图表 17 截至 2023 年末公司对外担保金额（单位：万元）

序号	序号	单位性质	担保余额
7	扬州广陵文化旅游开发集团有限公司	国有企业	9980.00
8	扬州广陵经济开发区开发建设有限公司	国有企业	41202.00
9	扬州广旅开发建设有限公司	国有企业	34000.00
10	扬州广陵经济开发区开发建设有限公司	国有企业	2799.08
11	扬州鼎荣资产管理有限公司	国有企业	33000.00
12	扬州广旭城市建设开发建设有限公司	国有企业	30000.00
13	扬州广旭城市建设开发建设有限公司	国有企业	20000.00
14	扬州睿途资产管理有限公司	国有企业	26510.96
15	扬州鼎林农业发展有限公司	国有企业	12000.00
16	扬州市鼎丰建设发展有限公司	国有企业	18000.00
	合计	-	406401.97

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

盈利及获现能力

跟踪期内，公司净利润有所下降，盈利能力仍较弱；公司经营性现金流和投资性现金流呈现净流出，经营所需资金对筹资活动的依赖仍较大

2023 年，公司营业收入同比增长 7.73%；营业利润率减少 5.15 个百分点；期间费用主要为管理费用，占营业收入的比重为 4.42%。同期，公司利润总额同比减少 18.18%，其中政府补贴收入占比 32.41%，投资收益占比 2.96%，公司总资本收益率及净资产收益率均处于较低水平。

2023 年，公司经营活动现金流入仍主要为项目委托单位支付的基础设施及安置房项目的回款、财政补贴及与其他企业的往来款；由于 2023 年部分回款尚未收回，现金收入比率有所增长；经营活动现金流出仍主要为公司支付的基础设施及安置房建设成本及往来款；公司经营活动净流出规模同比有所减少。2023 年，公司投资活动净现金流由正转负。同期，由于到期债务同比有所增长，公司筹资活动现金流入及流出规模均有所增长，净流入规模大幅增加。公司经营所需资金对筹资活动的依赖仍较大。

图表 18 公司盈利能力指标（单位：亿元、%）

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 Q1
营业收入	13.08	14.17	15.18	4.20
营业利润率	12.56	16.55	11.40	16.44
期间费用	0.36	0.44	0.67	0.23
期间费用/营业收入	2.73	3.10	4.42	5.47
利润总额	2.31	2.64	2.16	0.62
其中：财政补贴	1.00	0.82	0.70	-
投资收益	0.02	0.05	0.45	0.02
净利润	1.96	2.06	1.84	0.46
净资产收益率	1.81	1.79	1.42	-
总资本收益率	0.67	0.70	0.56	-
经营活动现金流净额	-19.69	-28.65	-19.34	-4.95
投资活动现金流净额	-10.65	0.07	-1.03	-0.12

筹资活动现金流净额	33.79	6.12	16.97	10.06
现金收入比率	129.35	74.41	99.47	71.00
现金及现金等价物净增加额	3.44	-22.46	-3.41	5.00

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

偿债能力

考虑到公司是广陵区重要的基础设施建设主体，业务区域专营性较强，业务稳定性及可持续性很强，整体来看，公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力看，跟踪期内，公司流动比率、速动比率、现金比率均大幅下降。公司流动资产中变现能力较弱的应收类款项和存货占比较高，且受限的货币资金规模较大，流动资产对流动负债的实际保障能力较弱。同期，货币资金对短期有息债务覆盖程度很低。从长期偿债能力指标来看，2023年末，公司长期债务资本化比率同比有所下降，全部债务资本化比率与上年相比变化不大，EBITDA对全部债务的覆盖程度仍较弱。

图表 19 公司偿债能力情况

科目	2021年(末)	2022年(末)	2023年(末)	2024年3月(末)
流动比率(%)	444.55	454.34	281.03	290.16
速动比率(%)	160.07	121.79	81.54	88.21
现金比率(%)	51.59	13.72	6.76	11.96
货币资金短债比(倍)	1.40	0.49	0.16	0.28
经营现金流动负债比(%)	-26.90	-38.79	-15.35	-
长期债务资本化比率(%)	60.40	60.03	55.65	56.45
全部债务资本化比率(%)	63.96	62.68	62.65	63.12
EBITDA利息倍数(倍)	0.23	0.29	0.24	-
全部债务/EBITDA(倍)	80.19	69.00	91.27	-

数据来源：审计报告及公司提供，东方金诚整理

截至2024年3月末，公司一年内到期债务规模为55.19亿元，计划通过经营性现金流入、新增融资（含银行、租赁借款及发行债券）等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，2023年公司经营性净现金流为-19.34亿元，公司经营活动现金流易受波动较大的往来款和项目款影响，未来缺乏稳定性。间接融资方面，截至2024年3月末，公司获得银行、金融租赁公司等多家金融机构综合授信319.21亿元，尚未使用额度31.09亿元；在手债券批文授信额度为88.50亿元，尚未使用25.70亿元。

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司是广陵区重要的基础设施建设主体，业务区域专营性较强，业务稳定性及可持续性很强，整体来看，公司自身的偿债能力较强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的企业信用报告（银行版），截至2024年7月10日，公司本部已结清贷款中无关注及不良类贷款。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债务融资工具均已按时还本付息。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

2024年二季度经济出现下行波动，有效需求不足现象进一步凸显，背后是房地产行业持续调整，居民消费和民间投资偏弱。

二季度 GDP 同比增长 4.7%，增速较一季度回落 0.6 个百分点，不及市场普遍预期。背后的主要原因有两个：首先是房地产行业延续调整态势，楼市量价低迷，房地产投资下滑加剧；更为重要的是，在房价加速下跌影响下，居民消费信心下滑，民间投资增速在零增长附近。这导致国内有效需求不足问题进一步凸显，并直接体现在物价水平偏低等方面，是二季度 GDP 增速回落幅度较大的主要原因。其次，在一季度稳增长政策前置发力后，二季度进入政策观察期，加之金融“挤水分”导致贷款大幅少增，基建投资、制造业投资都有所下行。二季度经济运行的强点有两个：一是受外需回暖、稳外贸政策发力显效带动，以美元计价，二季度出口额同比增速达到 5.9%，较一季度加快 4.5 个百分点。当季外需对 GDP 增长的拉动率为 0.6 个百分点，与上季度基本持平。二是在市场需求及政策支持带动下，二季度高技术制造业生产和投资增速保持较高水平，新质生产力发展势头较强。

整体上看，上半年 GDP 增速达到 5.0%，与今年全年“5.0%左右”的增长目标基本持平，外需回暖、稳增长政策前置发力、新质生产力较快发展提供较强增长动力，但在房地产行业持续调整背景下，国内有效需求不足问题有待进一步解决。展望未来，综合上年同期基数变化及下阶段经济运行态势，预计三季度 GDP 同比增速会小幅反弹至 4.9%左右，下半年经济增速将在 5.0%附近，稳增长政策适时发力下，具备完成全年增速目标的条件。

2024年三季度稳增长政策将再度发力，货币政策降息降准都有空间，政府债券发行将会提速，但下半年宏观政策大收大放的可能性仍然不大，房地产政策还将以渐进调整为主，政策重心仍将聚焦发展新质生产力。

在二季度经济再现下行波动后，预计三季度稳增长政策会再度发力。首先，三季度降息降准窗口有望打开，其中降息的迫切性高于降准。背后是下半年 CPI 同比涨幅还将在 1.0%以下的低位运行，PPI 同比转正难度较大，计入物价因素后，企业和居民的实际贷款利率偏高，需要适度下调政策利率引导实际贷款利率下行。在 MLF 政策利率色彩淡化后，预计下半年央行将通过下调 7 天期逆回购利率，引导 LPR 报价下调，也不排除单独下调 LPR 报价的可能。另外，受融资需求偏弱、金融“挤水分”，以及监管层强调克服信贷投放“规模情结”等影响，预计三季度新增信贷还将比较温和，降准的迫切性相对较低。财政政策方面，三季度政府债净融资规模将达到 4.1 万亿，较二季度增加约 2 万亿，也较去年同期高 1.5 万亿，这将带动基建投资增速回稳向上；后期以中央政府加杠杆为代表，财政政策还有较大扩张区间。“5.17”房地产新政后，6 月楼市边际回暖。但考虑到居民实际房贷利率下调幅度有限，后期楼市回暖的可持续性有待观察。预计下半年房地产支持政策会进一步发力。但在政策面将发展新质生产力作为核心的背景下，下半年房地产政策大收大放的可能性不大，还将以渐进调整为主。

区域经济和财政状况

1.扬州市

跟踪期内，扬州市工业经济发展较好，地区经济持续增长，经济实力仍很强

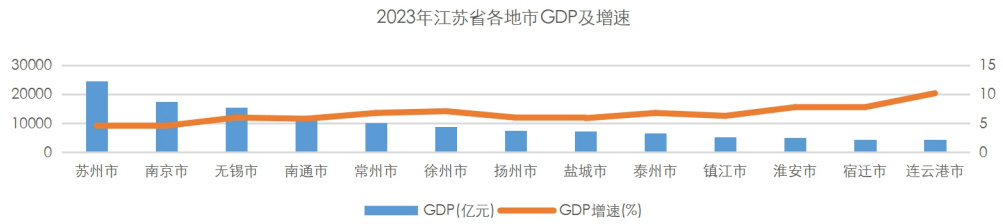
跟踪期内，扬州市地区经济持续增长，经济实力仍很强。2023年，扬州市实现地区生产总值7423.26亿元，同比增长6.0%。从产业结构看，扬州市产业结构以第二和第三产业为主。

2023年，扬州市社会消费品零售总额1660.64亿元，同比增长9.3%；全市实现进出口总额1055.80亿元，同比下降3.9%。其中出口总额851.4亿元，同比下降2%，进口总额204.4亿元，同比下降10.9%；固定资产投资同比增长10.5%，其中第一产业投资同比下降27%，第二产业投资同比增长21.76%，第三产业投资同比增长1.3%。

跟踪期内，扬州市工业经济发展较好。2023年，扬州市规上工业增加值同比增长7.2%。扬州市先进制造业发展保持良好态势，2023年扬州市先进制造业产值增长2%，对全部规上工业总产值的贡献率为30.2%。分产业看，汽车及零部件（含新能源汽车）产业增长6.6%，海工装备和高技术船舶产业增长33.6%，生物医药和新型医疗器械产业下降11.3%，高端装备产业增长1.3%，高端纺织服装产业增长1.5%，电子信息产业增长1.5%，航空产业下降15.7%。

跟踪期内，扬州市第三产业持续发展。2023年，扬州市第三产业增加值3576.57亿元，同比增长5.6%，为经济增长提供有力支撑。旅游业方面，2023年，扬州市接待国内旅游人数10321.2万人次，较上年增长103.8%。2023年，扬州市房地产开发投资完成639.32亿元，同比下降10.9%；商品房销售面积632.11万平方米，同比下降5.9%；商品房销售额644.03亿元，同比下降11.7%。2023年末，扬州市金融机构人民币存款余额10257.24亿元，同比增长15.2%，人民币贷款余额9758.68亿元，同比增长20.2%。

图表 20 扬州市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）



项目	2021年		2022年		2023年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	6696.43	7.4	7104.98	4.3	7423.26	6.0
人均地区生产总值 (万元)	14.68	-	15.50	-	16.44*	-
规模以上工业增加值	-	13.0	-	8.7	-	7.2
第三产业增加值	3171.87	6.2	3308.34	3.1	3576.57	5.6
全社会固定资产投资	-	1.2	-	10.0	-	10.5
社会消费品零售总额	1480.92	7.4	1518.91	2.6	1660.64	9.3
进出口总额 (亿美元)	969.10	25.5	1101.19	13.9	1055.80	-3.9
旅游业总收入	812.49	33.2	685.37	-	-	-
三次产业结构	4.7: 47.9: 47.4		4.6: 48.8: 46.6		4.54: 47.28: 48.18	

注：“*”按照2023年GDP增速估算。

数据来源：扬州市2021年~2023年国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

2024年一季度，扬州市实现地区生产总值1868.42亿元，同比增长5.6%；固定资产投资同比增长8.1%，社会消费品零售总额同比增长8.6%。

跟踪期内，扬州市一般公共预算收入小幅增长，税收收入占比较高，财政实力仍很强

2023年，扬州市完成一般公共预算收入347.60亿元，同比增长6.8%。其中，税收收入277.00亿元，同比增长16.3%，税收收入占一般公共预算收入的比重为79.7%，较上年提升6.5个百分点。2023年，扬州市完成政府性基金收入651.60亿元，同比下降0.4%。考虑到土地出让易受房地产市场和相关政策等因素影响，未来该项收入的持续增长存在较大的不确定性。

支出方面，2023年，扬州市一般公共预算支出711.20亿元，同比增长1.7%，地方财政自给率¹¹为48.88%，地方财政自给程度一般。同年，扬州市政府性基金支出561.50亿元，同比下降4.5%。

¹¹ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

图表 21 扬州市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年
1 地方财政收入	1003.06	981.90	999.20
一般公共预算收入	344.07	325.49	347.60
其中：税收收入	274.57	238.14	277.00
政府性基金收入	658.99	656.41	651.60
2 上级补助收入	161.75	213.86	-
列入一般公共预算的上级补助收入	161.30	209.93	-
列入政府性基金的上级补助收入	0.45	3.93	-
财政收入 (1+2)	1164.81	1195.76	999.20
1 地方财政支出	1283.12	1286.84	1272.70
一般公共预算支出	684.83	699.17	711.20
政府性基金支出	598.29	587.67	561.50
2 上解上级支出	73.99	75.88	-
财政支出 (1+2)	1357.11	1362.72	1272.70
财政自给率 (%)	50.24	46.55	48.88
地方债务限额	1084.05	1197.06	1253.40
地方债务余额	977.69	1104.77	1216.80
政府负债率 (%)	14.60	15.55	16.39

备注：2021年和2022年数据均为决算数，2023年数据为执行数，2023年表中“-”为未获取数据。

数据来源：2021年、2022年扬州市财政决算报告和2023年扬州市财政预算执行报告，东方金诚整理

2023年，扬州市地方政府债务限额为1253.4亿元，其中，一般债务限额441.9亿元，专项债务限额811.5亿元。截至2023年末，扬州市地方政府债务余额为1216.8亿元，其中一般债务余额436.4亿元，专项债务余额为780.4亿元。在债务管控方面，扬州市在专项债券发行、存量债务化解、融资平台债务管控等方面综合施策，地方债务风险基本可控。

2024年一季度，扬州市一般公共预算收入108.76亿元，同比增长6.3%。

2. 广陵区

广陵区是扬州的中心原点，是扬州市主城区，位于长江与京杭大运河交汇处，长江三角洲经济圈内。广陵区现下辖5个街道（汤汪、曲江、文峰、东关、汶河）、4个乡镇（头桥、李典、沙头、湾头）和6个园区（广陵经济开发区、广陵新城、东南新城、广陵古城、现代农业科技产业园、食品产业园）；总面积265.36平方公里，常住人口54.82万人。

战略定位方面，广陵区是江苏长江经济带重要组成部分，位于长江与京杭大运河的交汇处，近年来，广陵区主动对接大运河文化带、长三角一体化、宁镇扬同城化等重大战略，未来将加快推进“五区同创”战略，打造高端产业集聚区、城市更新样板区、古今辉映示范区、民生幸福首善区、改革创新引领区。

区位优势方面，广陵区已形成了“六纵五横”的交通路网，包含铁路1条、高速公路2条、国道1条、省道3条等，共计362.936公里；跨径100米以上的公路大桥7座。水路交通方面，大运河和长江两大黄金水道在北洲呈“十字形”交汇，通过京杭运河绿色现代航运示范区建设，航运效能也不断提升。广陵区坐拥17.5公里的长江岸线，其中包含港口岸线3.85公里；连通12.5米的深水航道，沿江码头最大可乘潮靠泊5000吨级货船，辖区港口年货物吞吐量超1400万吨；30分钟可达扬泰国际机场。

资源禀赋方面，广陵区承载了扬州市最精华的文脉积淀和资源禀赋，旅游资源丰富。扬州市90%以上的文化遗存集聚在广陵。广陵区古运河、大运河、廖家沟贯通南北，三河成“川”，将广陵自然分割为三大板块，扬州的“州”字宛若天成；5.09平方公里的广陵古城，现有500多处历史建筑，各类文物保护单位148个。广陵是2021年全国综合实力百强区，已创成国家级“两山”实践创新基地，境内水域面积达25%，绿化覆盖率达50%。

跟踪期内，广陵区经济有所增长，工业经济平稳运行，服务业发展迅速，经济实力仍较强

2023年，广陵区经济保持增长，地区生产总值852.00亿元，同比增长6.0%，经济总量在扬州市6个区县级行政单位中位列第六；地区生产总值增长6.0%，经济增速处于扬州市各区县中游。

图表 22 广陵区主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2021年		2022年		2023年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	765.84	7.0	972.70	3.4	852.00	6.0
人均GDP	138299	-	158304	2.7	155418	-
社会固定资产投资	-	4.5	352.70	10.3	402.30	12.0
社会消费品零售总额	286.88	6.6	292.60	2.0	315.30	7.5
第三产业增加值	479.20	6.4	494.0	-	-	-
进出口总额（亿美元）	11.90	31.6	15.40	20.0	-	-

数据来源：2021年扬州市广陵区国民经济和社会发展统计公报，2023年扬州统计年鉴，2024年扬州市广陵区人民政府工作报告
东方金诚整理

广陵区工业经济运行平稳，2023年广陵区5大产业集群和13条产业链开票销售超445亿元；新增市场主体1.22万户，申报“四上”企业510家。宇安电子获批国家级专精特新“小巨人”企业，新增省级专精特新企业20家，埃泰斯入选省“潜在独角兽”企业。市级重大项目年度投资完成117.2%。经济开发区获批省“互联网+先进制造业”特色产业基地，签约落户20亿元中科纳米、15亿元坤鼎智造园等项目。广陵新城引进亿蜂网、新能源汽车产业社区等项目，大润发mini全国首店签约落地，环球金融城三期开工建设，建工科技园正式启用，新签约亿元项目37个。现代服务业方面，广陵区2023年社会消费品零售总额达315.30亿元，增长7.5%，拉动消费1.2亿元。房地产方面，商品房销售面积达96.37万平方米，同比下降4.8%。信息服务方面，信息技术服务标准（ITSS）会议周2023在广陵举办，广陵区集中签约联东U谷国际创智中心、数字驱动集成等10个软件和信息服务业项目。

根据广陵区政府工作报告，预计2024年，广陵区地区生产总值增长6.5%以上；规上工业增加值增长8%；服务业增加值增长7%，固定资产投资增长7.5%。整体来看，广陵区综合经济实力依然较强。

跟踪期内，广陵区一般公共预算收入有所增长，地方财政自给程度仍很高，财政实力较强

2023年，广陵区一般公共预算收入40.07亿元，名列扬州6个区县中位列第4名；增速为26.2%，为扬州各区县前列。从构成来看，广陵区税收收入28.52亿元，占一般公共预算收入的比重为71.2%，占比仍较高。从税收构成看，广陵区增值税和企业所得税占比较高，其中增值税占比43.8%、企业所得税占比9.8%。同期，广陵区政府性基金收入略有下降，该收入易受房

地产市场和政府土地出让计划等因素影响，未来存在一定的不确定性。总体来看，广陵区综合财政实力较强。

2023年，广陵区一般公共预算支出44.62亿元，同比下降6.4%。包括一般公共服务支出7.57亿元、教育支出7.12亿元、社会保障和就业支出5.78亿元、卫生健康支出3.27亿元。同期，广陵区财政自给率为89.81%，同比持续增长，政府性基金收入保持较快增长，财政自给程度仍很高。

图表 23 广陵区财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2021年	2022年	2023年
1.地方财政收入	106.52	96.00	103.41
一般公共预算收入	42.02	31.75	40.07
其中：税收收入	38.01	27.64	28.52
政府性基金收入	64.50	64.25	63.34
2.上级补助收入	29.58	25.17	27.99
列入一般公共预算的上级补助收入	18.26	16.32	17.20
列入政府性基金的上级补助收入	11.32	8.85	10.79
财政收入 (1+2)	136.09	121.17	131.40
1.地方财政支出	118.61	98.24	115.86
一般公共预算支出	48.23	47.67	44.62
政府性基金支出	70.38	50.56	71.24
2.上解上级支出	23.61	21.22	21.63
财政支出 (1+2)	142.22	119.46	137.49
财政自给率 ¹²	87.12	66.61	89.81
地方债务限额	131.72	131.68	149.07
地方债务余额	124.55	124.85	146.22
政府负债率	16.26	12.84	17.16
政府债务率	91.52	103.03	111.28

资料来源：2021年、2022年广陵区财政决算报告和2023年广陵区财政预算执行报告，东方金诚整理

政府债务方面，截至2023年末，广陵区政府债务限额为149.07亿元，其中一般债务余额61.25亿元，专项债务余额87.82亿元。债务管控方面，根据《区政府关于政府债务管理情况与高质量发展监测指标体系完成情况的报告》，广陵区政府要求进一步加大化债力度，丰富化债手段，提升化债效果。一要把债务风险作为第一风险来防控。做到坚定不移推动十年化债目标实现，坚定不移推动债务降级转色，坚定不移转变经济发展方式，坚定不移防控系统性金融风险发生。二要把化债责任作为第一责任来落实。区政府承担起主体责任，国企承担起直接责任，各属地承担起相应责任，各相关部门承担起统筹协调、服务保障、监督预警职责，共同做好债务化解工作。三要把压减债务作为第一要务来攻坚。想方设法增加财政收入，攻坚克难加快土地上市节奏，量力而行严控政府投资建设公益性项目的支出，不断深化加快国企改革步伐。总体来看，广陵区地方债务风险基本可控。

根据《广陵区2023年预算执行情况和2024年预算草案》，2024年广陵区一般公共预算收入预期目标36.01亿元。

¹² 一般公共预算收入/一般公共预算支出。

支持意愿

跟踪期内，作为广陵区重要的基础设施建设主体，公司在股权划拨、资金注入和财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关方的有力支持

广陵区主要的建设主体共3家，即运和国资、扬州广合国有资本运营集团有限公司（以下简称“广合资本”）、扬州市广陵新城投资发展集团有限公司（以下简称“广陵新城”），实际控制人均为扬州市人民政府。运和城投系运和国资核心子公司，主要从事基础设施建设和安置房建筑施工业务。

图表 24 2023 年（末）广陵区主要的基础设施建设主体情况（单位：亿元、%）

企业名称	业务范围	资产总额	资产负债率	营业收入
广合资本	广陵区基础设施及安置房建设、土地开发整理、国有资产运营	861.45	61.78	40.08
运和城投	广陵区内基础设施建设，安置房建设	420.63	69.23	15.18
广陵新城 ¹³	广陵新区内土地开发、基础设施和安置房建设	521.73	56.37	12.48

数据来源：公开资料，东方金诚整理

跟踪期内，作为扬州市广陵区重要的基础设施建设主体，公司在股权划拨、资金注入以及财政补贴等方面继续得到了实际控制人及相关方的支持。

股权划拨方面，2023年，广陵区政府将扬州广贸物流开发建设有限公司40%股权共计36.23亿元无偿划转给公司。资金注入方面，2023年，公司获得的股东及各方拨款收入分别为3.70亿元。财政补贴方面，2023年，公司获得广陵区政府基础设施建设及安置房建设补贴0.70亿元。

考虑到未来公司将继续在广陵区基础设施及安置房建筑施工等业务中发挥重要作用，实际控制人及相关各方将继续给予公司有力支持。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚认为公司所在地方政府具备很强的支持能力，实际控制人及相关方对公司具有很强的支持意愿，可对公司提供的支持作用很强。

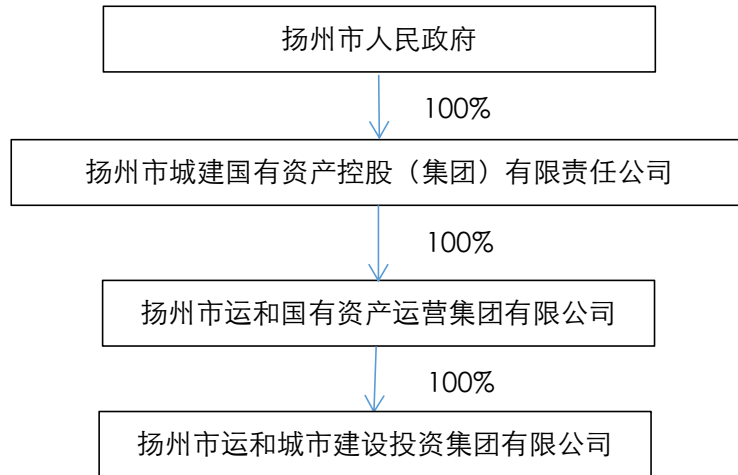
抗风险能力及结论

基于对公司个体信用状况、外部支持等方面的综合评价，东方金诚认为，公司自身偿债能力较强，实际控制人及相关各方对公司的外部支持作用很强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“21 运和城投 MTN001”到期不能偿还的风险很低。

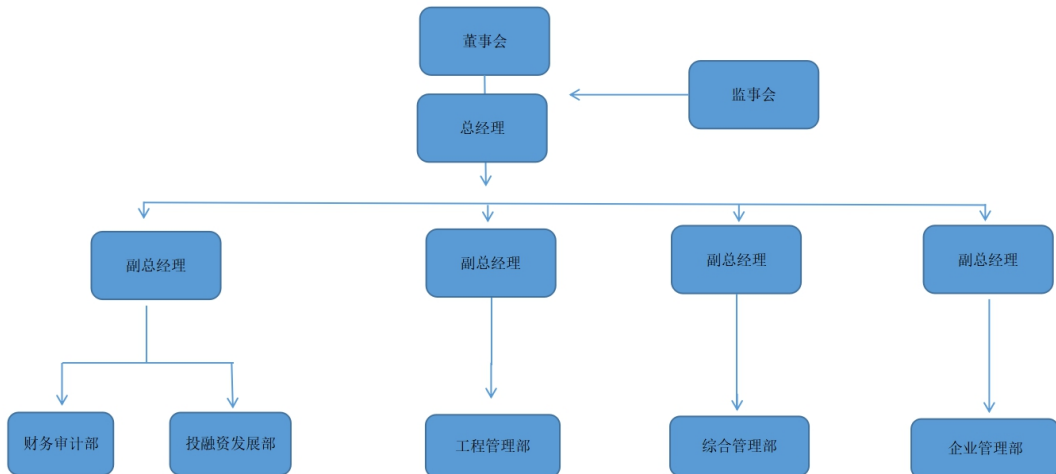
¹³ 广陵新城未公布2023年度审计报告，资产总额、资产负债率、营业收入均为2023年广陵新城债券半年度财务报告数据。

附件一：截至 2024 年 3 月末扬州运和股权结构图

股权结构图



组织架构图



附件二：2024年3月末公司合并报表范围内直接控股子公司情况（单位：万元、%）

序号	公司名称	注册资本	合计持股比例		取得方式
			直接	间接	
1	扬州市运新置业有限公司	50,000.00	100.00	-	股权划拨
2	扬州市广陵区城市建设投资有限责任公司	4,846.50	100.00	-	投资设立
3	扬州市运盛资产管理有限公司	5,000.00	100.00	-	股权划拨
4	扬州广顺物资贸易有限公司	5,000.00	100.00	-	股权划拨
5	扬州新绿资产管理投资发展有限公司	5,000.00	100.00	-	股权划拨
6	扬州市金扬建筑安装工程有限公司	6,100.32	100.00	-	投资设立
7	扬州市运盈环卫服务有限公司	100.00	100.00	-	投资设立
8	扬州市运威保安服务有限公司	200.00	100.00	-	投资设立
9	扬州市运宏旧城改造建设发展有限公司	5,000.00	100.00	-	股权收购
10	扬州市北洲乡野生生态旅游发展有限公司	5,000.00	100.00	-	股权收购
11	扬州世邮城市发展有限公司	30,000.00	100.00	-	股权划拨
12	扬州市广陵古城建设有限公司	58,000.00	90.91	-	股权收购
13	扬州市文昌建设集团有限公司	70,000.00	55.00	-	股权收购
14	扬州沿江农业科技有限公司	5,500.00	100.00	-	股权划拨
15	扬州兴沙建设发展有限公司	2,000.00	51.00	-	股权划拨
16	扬州市绿扬水环境建设工程有限公司	50,000.00	100.00	-	投资设立
17	扬州市腾达置业有限公司	500.00	100.00	-	投资设立
18	扬州市腾运置业有限公司	500.00	100.00	-	股权划拨
19	扬州广陵国有资产投资运营有限公司	100,000.00	100.00	-	股权收购
20	扬州市北洲乡野生生态旅游发展有限公司	5,000.00	100.00	-	股权划拨

附件三：扬州运和主要财务数据及指标

项目名称	2021年(末)	2022年(末)	2023年(末)	2024Q1(末)
主要财务数据(单位:亿元)				
资产总额	345.89	362.48	420.63	434.96
存货	208.23	245.63	251.33	256.34
其他应收款	64.86	64.27	60.02	62.89
长期股权投资	1.74	1.87	38.41	38.41
预付款项	10.42	11.35	21.37	20.96
其他权益工具投资	17.61	22.58	20.48	20.48
负债总额	237.94	247.15	291.21	302.03
长期借款	122.23	120.76	141.24	151.28
一年内到期的非流动负债	13.64	12.62	45.39	46.41
合同负债	29.27	26.04	33.15	31.45
应付债券	42.41	52.42	19.98	19.97
全部债务	191.60	193.69	217.11	227.49
短期有息债务	26.95	20.51	54.69	55.19
所有者权益	107.94	115.33	129.42	132.93
营业收入	13.08	14.17	15.18	4.20
净利润	1.96	2.06	1.84	0.46
经营活动产生的现金流量净额	-19.69	-28.65	-19.34	-4.95
投资活动产生的现金流量净额	-10.65	0.07	-1.03	-0.12
筹资活动产生的现金流量净额	33.79	6.12	16.97	10.06
主要财务指标				
营业利润率(%)	12.56	16.55	11.40	16.44
总资本收益率(%)	0.67	0.70	0.56	-
净资产收益率(%)	1.81	1.79	1.42	-
现金收入比率(%)	129.35	74.41	99.47	71.00
资产负债率(%)	68.79	68.18	69.23	69.44
长期债务资本化比率(%)	60.40	60.03	55.65	56.45
全部债务资本化比率(%)	63.96	62.68	62.65	63.12
流动比率(%)	444.55	454.34	281.03	290.16
速动比率(%)	160.07	121.79	81.54	88.21
现金比率(%)	51.59	13.72	6.76	11.96
货币资金短债比(倍)	1.40	0.49	0.16	0.28
经营现金流动负债比率(%)	-26.90	-38.79	-15.35	-
EBITDA利息倍数(倍)	0.23	0.29	0.24	-
全部债务/EBITDA(倍)	80.19	69.00	91.27	-

附件四：主要财务指标计算公式

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

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务
 短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。