信用等级公告

联合[2018]1382 号

联合资信评估有限公司通过对高邮市经济发展总公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持高邮市经济发展总公司主体长期信用等级为 AA，并维持“16 高邮经发债 01/16 邮发 01”和“16 高邮经发债 02/16 邮发 02”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

高邮市经济发展总公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
16 高邮经发债 01/16 邮发 01	10 亿元	2023/9/2	AAA	AAA	AAA
16 高邮经发债 02/16 邮发 02	6 亿元	2024/7/13	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产（亿元）	1.11	5.35	5.58
资产总额(亿元)	65.11	82.52	99.50
所有者权益(亿元)	60.25	64.39	67.58
短期债务（亿元）	1.31	1.04	4.40
长期债务(亿元)	1.40	14.69	24.69
全部债务(亿元)	2.71	15.73	29.09
营业收入(亿元)	9.29	8.08	9.23
利润总额(亿元)	4.31	4.19	3.43
EBITDA(亿元)	4.46	4.37	3.57
经营性净现金流(亿元)	-1.82	-4.37	-5.98
营业利润率(%)	26.10	26.59	13.44
净资产收益率(%)	6.95	6.44	4.71
资产负债率(%)	7.47	21.97	32.08
全部债务资本化比率(%)	4.30	19.63	30.09
流动比率(%)	1668.36	2182.19	1263.79
经营现金流动负债比(%)	-52.42	-127.04	-82.78
全部债务/EBITDA(倍)	0.61	3.60	8.14

分析师

喻宙宏　王 超

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，高邮市区域经济持续增长，高邮市经济发展总公司（以下简称“公司”）作为高邮市基础设施建设的主要投融资及建设主体，公司区域专营优势明显，持续获得了财政补贴方面的外部支持，公司营业收入有所增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司应收类款项及存货占比大，对资金形成一定占用、收入实现质量差，经营性净现金流持续为负、对外担保规模大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

“16高邮经发债01/16邮发01”和“16高邮经发债02/16邮发02”均设置了分期偿还本金安排，同时江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）为“16高邮经发债01/16邮发01”和“16高邮经发债02/16邮发02”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，江苏再担保主体长期信用等级为AAA，担保实力很强，有效提升了“16高邮经发债01/16邮发01”和“16高邮经发债02/16邮发02”本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“16高邮经发债01/16邮发01”和“16高邮经发债02/16邮发02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为高邮市基础设施建设的主要投融资及建设主体，区域专营优势明显；跟踪期内，公司持续获得了财政补贴方面的外部支持。
2. 江苏再担保对“16 高邮经发债 01/16 邮发 01”和“16 高邮经发债 02/16 邮发 02”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了债券本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司应收类款项大幅增长，往来款项对公司资金占用明显。
2. 公司营业收入全部来自工程代建收入，收入实现质量差，联合资信将密切关注未来回款情况。
3. 公司债务规模大幅增长，债务负担加重。
4. 公司对外担保规模大，担保比率较高，公司存在一定的或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由高邮市经济发展总公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

高邮市经济发展总公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于高邮市经济发展总公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为高邮市国有资产管理中心。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2017 年底，公司内设办公室、综合管理部、财务部、投融资部、建设管理部和园区管理部 6 个部门，公司无并表子公司。

截至 2017 年底，公司资产总额 99.50 亿元，所有者权益合计 67.58 亿元；2017 年，公司实现营业收入 9.23 亿元，利润总额 3.43 亿元。

公司注册地：高邮市长兴路 2 号；公司法定代表人：吴盛昌。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年5月底，联合资信所评“16高邮经发债01/16邮发01”、“16高邮经发债02/16邮发02”尚需偿还债券余额合计16.00亿元。跟踪期内，“16高邮经发债01/16邮发01”已按期支付利息，“16高邮经发债02/16邮发02”尚未到付息日期。

截至2018年5月底，“16高邮经发债01/16邮发01”募集资金已全部使用完毕（其中4.50亿元用于扬州清水潭生态文化旅游度假区项目，3.50亿元用于高邮经济开发区安置小区工程项目，2.00亿元已补充营运资金）；“16高邮经发债02/16邮发02”募集资金已使用3.09亿元，全部用于扬州清水潭生态文化旅游度假区项目。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 高邮经发债 01/16 邮发 01	10.00	10.00	2016/9/2	7 年
16 高邮经发债 02/16 邮发 02	6.00	6.00	2017/7/13	7 年
合计	**16.00**	**16.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

截至2018年5月底，“16高邮经发债01/16邮发01”募投项目扬州清水潭生态文化旅游度假区项目累计完成投资10.58亿元，占项目总投资的67.24%。目前项目已完成景区娱乐及部分建筑项目，后续将继续建设配套基础设施等项目，预计需投入5.15亿元；高邮经济开发区2015~2017年安置小区工程项目累计完成投资5.29亿元，目前项目已全部完工，尚未开始销售。

“16高邮经发债02/16邮发02”募投项目同为扬州清水潭生态文化旅游度假区项目，项目建设情况同上。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金

无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年未余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，

	管理的通知》财办金【2017】92号	将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

高邮市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资大幅增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据《高邮市2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年，高邮市实现生产总值608.41亿元，同比增长8.2%。其中第一产业增加值74.09亿元、第二产业增加值267.85亿元、第三产业增加值266.47亿元，分别增长3.7%、7.9%和 9.7%。产业结构不断优化，三次产业比例由上年的 12.9:44.3:42.8 优化为12.2:44:43.8。人均地区生产总值81908元。

2017年，高邮市实现固定资产投资563.06亿元，同比增长23.6%，增速较快。其中项目投资520.29亿元，同比增长22.7%。分产业来看，第一产业投资6.86亿元，同比增长57.6%；第二产业投资368.73亿元，同比增长25.1%，其中工业投资367.68亿元，同比增长25.0%；第三产业投资187.48亿元，同比增长19.8%。一、二、三产业投资占全社会投资的比重分别为1.2%、65.5%和33.3%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为高邮市国有资产管理中心。

2. 外部支持

跟踪期内，高邮市一般预算收入较上年略有下滑，但国有土地使用权出让收入的大幅增长拉动了地方综合财力的增长，政府债务负担仍较重；跟踪期内，公司继续获得了财政补贴方面的外部支持。

公司作为高邮市基础设施建设的主要投融资及建设主体，主要承担高邮市及高邮经济开发区（以下简称“高邮经开区”）范围内重大基础设施项目的建设。高邮市的经济水平对公司发展影响较大。

根据高邮市财政局提供的《高邮市 2017 年政府债务及综合财力表》，2017 年一般预算收入 32.63 亿元，同比下降 4.37%，主要是受营改增影响税收收入有所下降，占一般预算收入的 82.70%，一般预算收入质量一般；转移性支付和税收返还收入 26.77 亿元，较上年略有增长；国有土地使用权出让收入 23.58 亿元，同比增长 17.27%，拉动了地方综合财力的增长，2017 年，高邮市地方综合财力 88.86 亿元，同比增长 8.07%。同期，高邮市一般公共预算支出 65.26 亿元，同比增长 14.6%，财政自给率为 50%，较上年的 59.93%有所下降，财政自给能力较弱。截至 2017 年底，高邮市政府债务余额 76.52 亿元，全部为直接债务，全市政府债务率 86.11%，较上年的 88.26%略有下降。总体看，高邮市综合财力保持增长，政府债务负担仍较重。

2017 年，公司收到高邮市政府拨付的政府补贴 2.44 亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（银行版专业版）》，（机构信用代码：G10321084000402703），截至 2018 年 6 月 11 日，公司无未结清和已结清的关注类或不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至跟踪报告出具日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员有所变动，管理制度无重大变化。

跟踪期内，为了满足业务发展需要，公司总经理、法定代表人由赵锦章变更为吴盛昌，公司财务总监由陈维飞变更为凌翔。

公司总经理兼法定代表人吴盛昌先生，1980 年 2 月出生，本科学历，中共党员，曾任高邮市科技创业中心部长、副主任。

公司财务总监凌翔先生，1981 年 10 月出生，本科学历，曾任高邮经济开发区管理委员会财务审计局会计、财务审计科副科长、科长。

公司管理制度未发生重大变化，管理制度执行情况良好。

七、经营分析

跟踪期内，公司负责的高邮市及高邮经开区范围内重大基础设施项目的建设正常开展；受土地指标制约影响，公司没有进行土地开发整理，营业收入全部来自工程代建收入，收入实现质量差。

2017 年，公司实现营业收入 9.23 亿元，同比增长 14.20%，全部来自工程代建收入的增长。2017 年，工程代建业务共实现回款 1.91 亿元。毛利率方面，根据公司与高邮城乡建设局签订的 20%成本加成协议，2017 年公司工程代建业务毛利率未发生变化，仍为 14.17%。

表 3　2016~2017 年公司营业收入变动情况（单位：万元、%）

业务类型	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程代建收入	31772.76	39.32	14.17	92276.68	100.00	14.17
土地开发整理收入	49032.43	60.68	35.48	--	--	--
合计	**80805.20**	**100.00**	**27.10**	**92276.68**	**100.00**	**14.17**

注：公司营业收入合计数与各板块总和不一致系四舍五入所致。
资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司基础设施代建业务模式仍按照成本加成模式，主要在建项目进展情况基本正常，回款较上年有所下降；公司在建项目仍有一定的投资规模，公司存在一定的筹资压力。

公司主要承担高邮市及高邮经开区范围内重大基础设施项目的建设，公司以自身营运资金或通过外部融资对基础设施建设项目进行投资、建设和管理。根据公司与高邮经济开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）签订《委托代建框架协议》，公司按照工程投资的 20%计算代建费用，开发区管委会每年年底与公司根据完成的工程进度签署结算协议，公司编制当年工程项目工作量完成确认表与开发区管委会进行确认后进行付款。

截至 2017 年底，公司主要的在建的代建项目 12 个，项目总投资 34.85 亿元，完成投资 25.32 亿元，尚需投资 9.53 亿元，存在一定的筹资压力。2017 年共确认收入 9.23 亿元，毛利率无变化，为 14.17%。

表 4　截至 2017 年底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额	尚需投资额	2017 年确认收入金额
高邮市经济开发区九年一贯	23040.00	17969.77	5070.23	6287.60
高邮市秦邮路主辅分离及环境综合整治	23554.00	19300.59	4253.41	5361.41
安置房项目	52875.07	47789.52	5085.55	--
清水潭旅游度假村项目	157345.33	77580.39	79764.94	--
开发区拆迁项目	42023.00	41984.42	38.58	48913.89
横泾河项目	18015.30	17499.00	516.30	20387.18
屏淮路管网项目	2509.30	2360.00	149.30	2749.51
普照街项目	6800.50	6362.00	438.50	7412.04
晒金路项目	1023.40	1000.00	23.40	1165.05
双庙城中村改造	17838.34	17838.34	--	--
杨桥城中村改造	2519.80	2519.80	--	--
屏淮路北延	993.55	993.55	--	--
合计	**348537.59**	**253197.38**	**95340.21**	**92276.68**

资料来源：公司提供

根据高邮市城乡建设局出具的《关于拨付高邮市经济发展总公司代建项目款项的说明》，2017 年，高邮市城乡建设局共拨付公司代建安置小区项目回款 1.32 亿元、代建基础项目回款 0.23 亿元，代建北关河综合整治项目回款 0.36 亿元，共计回款 1.91 亿元。2016~2017 年，公司共收到回款 9.49 亿元（含 2016 年收到的土地整理回款 1.30 亿元），回款质量差。

总体看，跟踪期内公司收到回款较 2016 年下降，回款质量差，联合资信将持续关注应收账款的回款情况。

公司负责高邮经开区规划范围内的土地

整理业务，且负责整理的地块主要为公司承担代建项目的地块。跟踪期内，公司没有高邮市政府委托的土地开发整理安排。

高邮市政府赋予公司土地开发整理职能。跟踪期内，受土地指标制约影响，公司没有在整理的土地，不存在已整理待出让条件的土地。2017 年，公司未收到开发区管委会的土地开发整理回款。

公司未来仍将以基础设施代建为主，并计划继续承接土地整理业务，主营业务的持续性较好；公司现有拟建基础设施投资项目仍有一定投资规模，存在一定的对外融资需求。

表 5 未来拟建的基础设施代建项目（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	项目周期
捍海路	1.04	2018.7~2018.12
洞庭湖路东延	0.20	2018.8~2018.11
屏淮路改造工程	1.80	2018.8~2019.2
蓝领公寓工程	2.00	2018.10~2019.12
合计	**5.04**	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司主要拟建基础设施代建项目共计 4 个，预计总投资 5.04 亿元。其中蓝领公寓工程为公司重点开发的住房租赁项目，该项目规划建设高层次人才公寓 50 套、蓝领公寓 600 套、职工生活服务商业配套街区和区劳动力交易市场，以租售并举模式，为居民就业、居住和生活需求提供有力保障。总体看，公司未来拟建项目仍有一定的投资规模，公司存在一定的对外融资需求。

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，亚太集团会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围来看，公司仍无并表子公司，财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长；资产中应收类款项和存货占比大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 99.50 亿元，同比增长 20.57%，主要系往来款的增长所致。资产以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.35	6.49	5.58	5.61
应收账款	13.24	16.05	20.84	20.94
其他应收款	9.25	11.21	14.64	14.72
存货	47.23	57.23	50.30	50.55
流动资产	**75.08**	**90.98**	**91.35**	**91.81**
非流动资产	**7.44**	**9.02**	**8.14**	**8.18**
资产总额	**82.52**	**100.00**	**99.50**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 91.35 亿元，同比增长 21.68%，主要系应收类款项的增长。跟踪期内，公司无受限货币资金；高邮市财政局回款差，公司应收账款上升至 20.84 亿元，全部为应收高邮市城乡建设局和开发区管委会的代建工程款项，分别占应收账款的 3.98%和 96.02%；由于公司应收账款全部为应收政府款项，公司未计提坏账准备，公司应收账款欠款单位集中，公司资金周转压力大；公司其他应收款 14.64 亿元，同比增长 58.24%，主要系往

来借款增加所致，从账龄看，一年以内的其他应收款占比 90.86%，账龄较短，全部为应收扬州润邮物资贸易有限公司和高邮开盛市政建设投资有限公司的款项，集中度高；公司存货 50.30 亿元，同比增长 6.50%，系工程施工项目投入增加所致，存货构成较上年底变化不大，其中开发成本和土地开发整理成本较上年保持不变，分别占存货总额的 63.54%和 7.29%，存货中开发成本主要为出让性质土地，未来将主要用于安置房建设和其他商业开发等，其中用于抵押的土地 11.88 亿元，占存货的 23.62%，公司对存货未计提跌价准备。

2017 年底，公司非流动资产 8.14 亿元，非流动资产构成较上年底变化不大，以在建工程（占 32.58%）、无形资产（占 50.13%）、固定资产（占 16.67%）为主。

2. 资本结构

公司未分配利润占比较大，所有者权益稳定性一般。随着代建项目的推进，跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，债务结构仍以长期债务为主，整体债务负担较轻；未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底，公司实收资本和资本公积较上年保持不变；公司所有者权益 67.58 亿元，同比增长 4.95%，主要来自未分配利润的增长，2017 年未分配利润 26.46 亿元（占比 39.16%），较上年增加 2.87 亿元。总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益稳定性一般。

2017 年底，公司负债总额 31.92 亿元，同比增长 76.05%，主要为应付债券大幅增长所致。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.29	1.59	3.40	10.65
流动负债	**3.44**	**18.98**	**7.23**	**22.65**
长期借款	4.69	25.87	3.69	11.56
应付债券	10.00	55.15	21.00	65.79
非流动负债	**14.69**	**81.02**	**24.69**	**77.35**
负债总额	**18.13**	**100.00**	**31.92**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 7.23 亿元，同比增长 110.10%，主要系短期借款的增长；公司一年内到期的非流动负债 1.00 亿元，全部为一年内到期的长期借款。非流动负债中长期借款 3.69 亿元，同比下降 21.32%，全部为抵押借款的偿还；应付债券 21.00 亿元，较上年底增加 11.00 亿元，主要是公司 2017 年 7 月发行 6.00 亿元“16 高邮经发债 02/16 邮发 02”企业债券及 2017 年发行第一期债权融资计划 5.00 亿元所致。

2017 年底，公司全部债务 29.09 亿元（其中长期债务占比 84.87%），同比增长 84.95%。受公司应付债券规模快速增长影响，2017 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别快速上升至 32.08%、26.76%和 30.09%。总体看，公司债务负担较轻，尚有一定的融资空间。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，但营业利润率有所下降；期间费用有所下降，公司利润对政府补贴依赖仍较大，整体盈利能力较弱。

2017 年，公司实现营业收入 9.23 亿元，

同比增长 14.20%，主要系公司代建工程项目确认收入较上年有所增加；同期，公司营业成本增长速度大于营业收入的增长速度，导致营业利润率较 2016 年下降 13.15 个百分点，至 13.44%。

公司期间费用以管理费用为主，2017 年期间费用 0.14 亿元，同比下降 26.06%，主要系利息支出资本化处理后财务费用下降所致。2017 年公司期间费用率下降至 1.55%，同比下降 0.85 个百分点。

2017 年，公司收到的基础设施政府补贴 2.44 亿元，计入“其他收益”科目，是公司利润的重要补充，公司利润总额 3.43 亿元，同比下降 18.05%。

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.29%和 4.71%，较 2016 年均有所下降，总体看，公司利润对政府补贴依赖仍较大，整体盈利能力较弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入无法覆盖当期代建项目投资支出，经营活动产生的现金净流量表现为大额净流出。为平衡代建项目投资资金需求，公司筹资活动产生的现金流量净额明显扩大。

公司经营活动现金流入主要是经营业务收入、政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2017年，公司经营活动现金流入4.41亿元，同比下降54.94%，主要系跟踪期内的政府回款较少所致，2017年公司经营活动现金流量净额-5.98亿元，现金流净额持续为负。公司现金收入比由2016年的92.79%下降至20.71%，收入实现质量大幅下降。

2017年，公司没有投资现金流入，支付其他与投资活动有关的现金5.50亿元，主要系拆借给其他公司的往来款支出，投资活动现金流量净额-6.16亿元。

2017年，公司筹资力度持续加大。公司通过发行债券和银行借款共获得筹资活动现金流入14.25亿元；公司筹资活动现金流出主要是偿还当年借款本息，以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。公司筹资活动现金流量净额12.67亿元。

总体看，公司现金流对外部融资依赖较大，随着项目的持续推进，公司将面临较大的融资压力。

5. 偿债能力

相对于短期债务规模，公司现金类资产较充裕，但间接融资渠道亟待拓宽，公司短期债务支付能力尚可；公司长期债务规模大幅增长，公司存在一定的偿债压力，考虑到政府对公司的支持，整体偿债能力较强。

2017年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为1263.79%和567.98%。公司现金类资产5.58亿元，对短期债务保障倍数1.27倍，总体看，公司短期偿债能力尚可。

2017年，公司EBITDA为3.57亿元；由于公司同期有息债务规模快速增长，全部债务/EBITDA上升至8.14倍，总体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2017 年底，公司获得银行授信总额 5.50 亿元，未使用额度 1.85 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2017 年底，公司对外担保金额 21.28 亿元，较 2016 年底有所下降，担保比率为 31.49%。被担保企业大部分为国有企业，其中高邮开盛市政建设投资有限公司的最终股东为高邮市国有资产管理中心；民营企业规模小，具体包括高邮市秦邮生物科技有限公司、高邮市华兴机械有限公司和扬州领鲜农产品冷链物流有限公司，共计 0.14 亿元。被担保公司目前经营正常。为了更好地控制风险，公司制定了《对外担保管理制度》，在对外担保的审批、对外担保合同的管理等方面作出了相应规定。总体看，公司对外担保规模大，担保比率较高，公司存在一定或有负债风险。

表 8 截至 2017 年底被担保企业明细

（单位：万元）

被担保单位	担保金额
高邮市兴开建设投资有限公司	32833.00
高邮开盛市政建设投资有限公司	66043.47
扬州润邮物资贸易有限公司	10000.00
高邮市润邮建设投资有限公司	11000.00
高邮市邮通水务有限公司	18865.00
高邮市园区经济发展有限公司	5000.00
高邮市清水潭经济贸易发展有限公司	19980.00
高邮市润园供水服务有限公司	12644.31
高邮市援农建设发展有限公司	5000.00
高邮市惠源区域供水投资有限公司	20028.20
高邮市东湿旅游度假有限公司	3000.00
高邮市兴区建设有限公司	3000.00
高邮市秦邮生物科技有限公司	790.00
高邮市华兴机械有限公司	350.00
扬州领鲜农产品冷链物流有限公司	250.00
高邮市邮通水务有限公司	3000.00
高邮市开盛市政建设投资有限公司	975.10
合计	**212759.08**

资料来源：公司提供

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额21.00亿元，无一年内到期的应付债券，存续债券的短期偿债压力小，未来偿债压力集中度一般。

截至2018年3月底，公司无一年内到期兑付债券，2019年将达到存续债券待偿本金峰值3.20亿元。2017年底，公司现金类资产5.58亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为4.41亿元、-5.98亿元和3.57亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表9　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2017 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	3.20
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.38
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.12

资料来源：联合资信整理

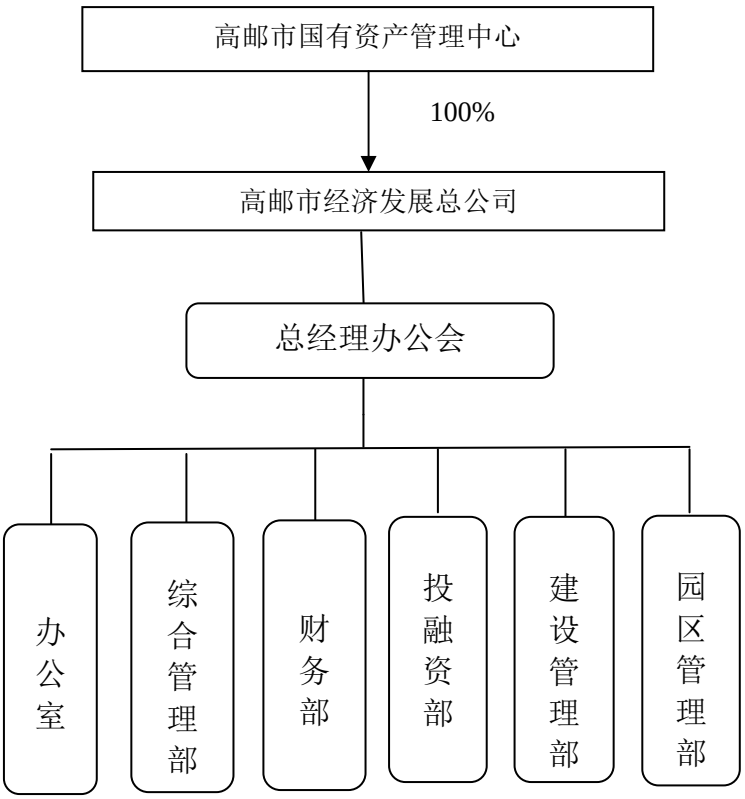
总体看，公司EBITDA和经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值覆盖程度一般；经营活动产生的净现金流对未来待偿债券本金峰值不具备保障能力。

此外，“16高邮经发债01/16邮发01”和“16高邮经发债02/16邮发02”由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据联合资信于2017年11月24日出具的江苏再担保主体评级报告，江苏再担保主体长期信用等级为AAA，担保实力很强，增强了“16高邮经发债01/16邮发01”和“16高邮经发债02/16邮发02”本息偿还的安全性。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，并维持“16高邮经发债01/16邮发01”和“16高邮经发债02/16邮发02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1.11	5.35	5.58
资产总额(亿元)	65.11	82.52	99.50
所有者权益(亿元)	60.25	64.39	67.58
短期债务(亿元)	1.31	1.04	4.40
长期债务（亿元）	1.40	14.69	24.69
全部债务(亿元)	2.71	15.73	29.09
营业收入(亿元)	9.29	8.08	9.23
利润总额(亿元)	4.31	4.19	3.43
EBITDA(亿元)	4.46	4.37	3.57
经营性净现金流(亿元)	-1.82	-4.37	-5.98
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.06	0.62	0.54
存货周转次数(次)	0.03	0.14	0.16
总资产周转次数(次)	0.01	0.11	0.10
现金收入比(%)	59.70	92.79	20.71
营业利润率(%)	26.10	26.59	13.44
总资本收益率(%)	6.68	5.23	3.29
净资产收益率(%)	6.95	6.44	4.71
长期债务资本化比率(%)	2.27	18.58	26.76
全部债务资本化比率(%)	4.30	19.63	30.09
资产负债率(%)	7.47	21.97	32.08
流动比率(%)	1668.36	2182.19	1263.79
速动比率(%)	549.46	809.51	567.98
经营现金流动负债比(%)	-52.42	-127.04	-82.78
全部债务/EBITDA(倍)	0.61	3.60	8.14

附件 3 江苏省信用再担保有限公司
主体长期信用评级报告

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。