

信用等级公告

联合 [2017]1203 号

高邮市经济发展总公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的 2016 年第二期企业债券进行了主动评级，确定：

高邮市经济发展总公司主体长期信用等级为 AA_{pi} ，评级展望为“稳定”

高邮市经济发展总公司发行的 2016 年第二期企业债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年七月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

高邮市经济发展总公司

2016 年度第二期企业债券主动评级报告

本期债券信用等级：AAA_{pi}

公司主体信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

发行规模：6 亿元

债券期限：7 年

担保方：江苏省信用再担保集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

还本付息方式：按年付息，在存续期后 5 年等额偿还债券本金

评级时间：2017 年 7 月 19 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	61.49	65.11	82.52
所有者权益（亿元）	56.06	60.25	64.39
长期债务（亿元）	2.05	1.40	14.69
全部债务（亿元）	2.70	2.71	15.73
营业收入（亿元）	9.03	9.29	8.08
净利润（亿元）	4.12	4.19	4.14
EBITDA（亿元）	4.43	4.46	4.37
经营性净现金流（亿元）	3.59	-1.82	-4.37
营业利润率（%）	30.02	26.10	26.59
净资产收益率（%）	7.64	7.20	6.65
资产负债率（%）	8.84	7.47	21.97
全部债务资本化比率（%）	4.60	4.30	19.63
流动比率（倍）	16.07	16.68	21.82
EBITDA 全部债务比（倍）	1.64	1.65	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	353.95	323.46	94.99
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.74	0.74	0.73

担保方

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
资产总额（亿元）	64.95	73.84	86.54	98.59
所有者权益合计（亿元）	43.63	46.86	56.90	66.26
营业收入（亿元）	6.74	7.48	9.14	5.19
净利润（亿元）	2.27	2.89	2.61	1.72
经营性净现金流（亿元）	0.44	1.29	4.33	-11.15
资产负债率（%）	32.83	36.54	34.25	32.79

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对高邮市经济发展总公司（以下简称“公司”）的评级反映了其在外部经营环境、政府支持力度和区域业务专营性等方面具备的优势。同时联合评级也关注到公司债务规模增长较快、其他应收款等往来款项对公司资金占用明显以及公司盈利能力对高邮市政府补贴的依赖程度高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，高邮市经济发展趋势良好，随着公司土地整理业务规模的继续扩大，以及平台化、资本化运作的加强，公司收入和利润规模有望持续稳定发展，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）为本期企业债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，江苏再担保的担保实力很强，其担保对提升本期债券的信用水平具有积极影响。

基于对公司主体长期信用状况、担保方主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期企业债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 近年来，高邮市经济稳步发展，财政实力稳步增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 公司作为高邮市主要的开发建设主体，具备区域业务专营优势，并得到政府在资金、土地资产注入等方面的大力支持。

3. 江苏再担保对本期企业债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期企业债券的信用水平。

关注

1. 公司主营业务拓展对高邮市未来的发展规划依赖程度高，未来收入增长存在一定的不确定性。
2. 公司的盈利对政府支持和补贴的依赖程度较高。
3. 公司经营业务回款质量较差，应收账款规模较高，对公司资金形成占用。
4. 公司本期债券发行对公司现有债务结构影响较大。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

候珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由高邮市经济发展总公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因高邮市经济发展总公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与高邮市经济发展总公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对高邮市经济发展总公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

高邮市经济发展总公司（以下简称“公司”），原名为高邮市开发实业总公司，于 1993 年 2 月经高邮市计划委员会《关于同意兴办“高邮市开发实业总公司”》（邮计【1993】第 61 号）批准，由高邮市综合开发管理办公室出资成立，注册资本为 188 万元。2002 年 5 月，公司向扬州市高邮工商行政管理局申请工商变更登记将企业名称由“高邮市开发实业总公司”变更为现名。经过多次注资和股权变更，到 2016 年末，公司注册资本为 7.79 亿元（高邮景泰会计师事务所邮景会验（2013）第 278 号《验资报告》验证），实际控制人为高邮市国有资产管理中心（持股 100.00%）。

公司经营范围：授权范围内的建筑材料、装潢材料、电子产品、化工轻工产品及原料（除化学危险品、监控化学品）销售，筹措建设资金，从事基础设施开发建设，投资兴办企业，从事房地产开发，旅游设施建设，旅游项目运营及开发，信息服务，兴办公益事业，污水处理，水利建设，新农村建设，实业投资，自有资产投资管理。

截至 2016 年末，公司共设立办公室、综合管理部、财务部、投融资部、建设管理部、园区管理部 6 个部门。

截至 2016 年末，公司资产总额 82.52 亿元，负债总额 18.13 亿元，所有者权益 64.39 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2016 年，公司实现营业收入 8.08 亿元，净利润 4.14 亿元，全部为归属于母公司所有者净利润；经营活动产生的现金流量净额-4.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.94 亿元。

公司注册地：高邮市长兴路 2 号；公司法定代表人：赵锦章。

二、本期企业债券概况

1. 本期债券概况

公司发行“2016 年第二期高邮市经济发展总公司企业债券”（以下简称“本期债券”），期限 7 年。本期债券每年付息一次，自债券发行后第 3 年起，分 5 年等额偿还债券本金，即债券存续期的后 5 年每年偿还债券本金的 20%。

本期债券所募集资金 6 亿元全部用于扬州清水潭生态文化旅游度假区项目。

本期债券由江苏省信用再担保有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金 6 亿元，全部用于扬州清水潭生态文化旅游度假区项目，项目计划总投资金额及拟使用募集资金情况见下表。

表 1 本期债券募投项目及募集资金拟使用情况（单位：万元，%）

项目名称	项目计划总投资	拟使用募集资金	募集资金占总投资比例
扬州清水潭生态文化旅游度假区项目	157,345.33	60,000.00	38.13

资料来源：公司提供

（1）项目概况

扬州清水潭生态文化旅游度假区项目位于高邮经济开发区东湖村，主要建设项目有景区娱乐及建筑项目、花海项目及配套设施建设项目，项目总投资 157,345.33 万元，其中工程费用 139,653.92

万元，工程建设其他费5,632.81万元，预备费4,358.60万元，建设期利息7,700万元。该项目建设资金来源于公司“16高邮经发债01”所募集资金中的4.50亿元、本期债券募集资金和自筹资金。

该项目已于2016年1月开工建设，建设期36个月，计划于2018年末完工。截至2017年5月底，项目已完成资金投入4.87亿元，完成工程量约30.92%。

（2）项目审批情况

该项目已获得高邮市发改委出具的《关于“扬州清水潭生态文化旅游度假区项目可行性研究报告”的批复》（邮发改【2015】48号）、《关于扬州清水潭生态文化旅游度假区项目节能评估报告表的审查意见》（邮发改能审【2015】第4号），高邮市国土资源局出具的《关于扬州清水潭生态文化旅游度假区项目用地的预审意见》（邮国土资预【2015】第48号、49号），高邮市环境保护局出具的《关于对高邮市经济发展总公司“扬州清水潭生态文化旅游度假区项目”环境影响报告表的审查意见》（邮环管【2015】32号）以及高邮市城乡建设局出具的《建设项目选址意见书》（选字第邮开规（选）字第2015003号）等文件。

（3）建设规模和内容

景区娱乐及建筑项目包括商业、演出、参观等建筑群及相关配套项目，占地 680.34 亩，建筑面积 205,615 平方米；景区东入口建筑群（接待中心、换乘中心、民俗文化街）及相关配套项目，占地 28.72 亩，建筑面积 13,451.46 平方米。花海项目包括花海育苗区及房车营地，建筑面积 12,507 平方米。配套基础设施建设项目共配套建设景区区域道路 5 条，合计 13.6km；建设 2 个停车场，占地 400 亩。

（4）项目收益

根据 2015 年 1 月江苏省苏辰建设投资顾问有限公司出具的《扬州清水潭生态文化旅游度假区项目可行性研究报告》，扬州清水潭生态文化旅游度假区项目收入主要来源于大马戏、四季花海、船舶馆等的门票收入以及大运商业街、大运美食水街、大运文化商业街、大运客栈和滨湖餐厅的出租收入。项目建设期为 3 年，在项目运营期前 7 年内，共可实现约 16.94 亿元净收入。

三、行业分析

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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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國基础设施建设的重要载体。

总体看，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。城投

公司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

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年末存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

整体看，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

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 2016 年末，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 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。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合评级认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。

总体看，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。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

四、基础素质分析

1. 规模和竞争力

公司作为高邮市国有资产管理中心旗下最重要的开发建设主体和资产运营实体，负责高邮市范围内基础设施建设和高邮经济开发区的土地开发建设，对列入开发区发展计划的项目进行融资、投资、建设、经营等，经营领域和投资范围涵盖了基础设施建设的各主要领域，处于区域行业专营地位，市场相对稳定。

目前高邮市与公司具有相类似职能的企业有高邮建投，主要负责高邮市城区改造建设相关工作，公司与高邮投资所承担的项目均由高邮市政府统一安排。

2. 人员素质

公司高级管理人员包括总经理1名，副总经理2名，财务总监1名。

赵锦章先生，1967年生，研究生学历，中共党员，历任高邮市团市委书记、车逻镇纪委书记，高邮市农机局副局长，马棚镇镇长，高邮经济开发区农村工作处主任，现任高邮市经济开发区管委会副主任，公司总经理和法定代表人。

截至2016年末，公司本部共有员工55人。从文化程度划分，本科及以上学历人员占比63.64%，大专占27.27%，高中及以下学历人员占9.09%；从年龄分布来看，30岁以下人员21.82%，30~40岁占21.82%，40~50岁占38.18%，50岁以上占18.18%。从管理层级来看，高级管理人员占7.27%，中层管理人员14.55%，一般员工占78.18%，无临时聘用员工。

整体看，公司高管人员经验丰富、文化素质较高，公司员工整体素质尚可，可满足公司日常经营管理的需求。

3. 政府支持

公司作为高邮市最主要的项目投资建设主体，承担了高邮市基础设施、土地开发整理、安置房建设等项目，得到了高邮市财政局和高邮经济开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）在财政补贴、项目回购和土地划拨方面的有力支持。

2014~2016年，高邮市财政局对公司安置小区项目、基建项目和北关河综合整治项目进行补贴，公司分别获得1.73亿元、2.12亿元和2.26亿元。

针对每个代建项目，公司与高邮市城乡建设局和开发区管委会单独签订委托代建合同，公司根

据工程进度和审批的申请用款情况编制工程款付款方案附合同和相关资料报高邮市城乡建设局和开发区管委会审查，在审查确认后经过高邮经济开发区管理委员会账户将资金拨付给公司，公司获得的代建管理费为工程项目投资金额（含项目融资成本）的20%。2016年，公司共收到高邮市城乡建设局拨付的项目回购款6.28亿元，其中包括：代建安置小区项目回购款4.68亿元，代建基础设施项目回购款1.13亿元，代建北关河综合整治项目回购款0.47亿元。

2013年，开发区管委会向公司无偿划拨土地开发整理成本6.02亿元（此部分土地开发整理成本为政府以前支出的土地整理成本，公司未发生实际支出）和价值6.94亿元的9宗土地给公司，记入“资本公积”科目。

总体来看，公司作为高邮市最主要的基础设施项目建设主体，得到了高邮市政府以及开发区管委会的有力支持。

4. 区域经济

高邮市位于江苏中部、淮河下游，京沪高速公路和京杭大运河纵贯全市南北。截至2016年末，全市总人口81.48万，其中常住人口74.14万人，共有24个民族。高邮市下辖2个街道、10个镇、1个乡和1个国家级科技园、1个省级开发区、1个省级高新区、1个准省级开发区。全市总面积1,963平方公里，其中水面积约占40%，耕地面积118万亩。

改革开放以来，尤其是近几年来，高邮市经济社会发展迅速，形成了以太阳能光伏、绿色照明、超高压电缆和特种电缆、机电制造、品牌服装、新材料、新医药为代表的优势特色产业，是中国羽绒服装制造名城、中国路灯制造基地、全国高纯度硅材料生产基地和全球最大的手提电脑软板生产基地。根据《2016年高邮市国民经济和社会发展统计公报》，2016年高邮市全市实现地区生产总值537.5亿元，同比增长89.5%，其中，第一产业增加值69.59亿元，增长0.3%；第二产业增加值237.86亿元，增长11%；第三产业增加值230.05亿元，增长10.8%。人均地区生产总值72,498元，按美元汇率折算达10,914美元。产业结构不断优化，三次产业比例由上年的13.7:44.6:41.7优化调整为12.9:44.3:42.8。

2014~2016年，高邮市可控财力持续稳步增长，年均复合增长4.16%，其中一般预算收入年均复合增长7.88%。2016年高邮市可控财力为82.23亿元，同比增长0.42%，其中一般预算收入为34.12亿元，同比增长2.65%，高邮市一般预算收入结构较好，税收收入占83.65%。2014~2016年，高邮市政府性基金收入不断降低，年均复合下降13.21%，主要系近年来国有土地使用权出让金大幅减少所致；转移性收入有所增长，年均复合增长4.54%。

表2 高邮市地方可控财力构成表（单位：亿元）

项目	2014年	2015年	2016年
一般预算收入	29.32	33.24	34.12
其中：税收收入	24.04	27.36	28.54
非税收入	5.28	5.89	5.58
政府性基金收入	8.39	8.00	6.32
预算外资金	15.89	16.54	17.54
转移性收入	22.19	24.11	24.25
政府可控财力	75.79	81.89	82.23

资料来源：联合评级根据高邮市财政局提供数据整理

政府债务方面，截至 2016 年末，高邮市债务余额为 72.57 亿元，地方综合财力为 82.23 亿元，高邮市地方政府债务率为 88.26%，高邮市政府债务率高。

表 3 高邮市政府债务构成和综合财力统计（单位：万元）

地方债务（截至 2016 年末）	金额	地方综合财力（2016 年度）	金额
（一）直接债务余额	725,427	（一）地方一般预算收入	341,188
1、外国政府贷款		1、税收收入	285,391
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	55,797
3、国债转贷资金	18	（二）转移支付和税收返还收入	242,457
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	151,968
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	82,108
6、国内金融机构借款	129,310	3、税收返还收入	8,381
（1）政府直接借款		（三）国有土地使用权出让收入	63,170
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	129,310	1、国有土地使用权出让金	59,890
7、债券融资	574,100	2、国有土地收益基金	3,000
（1）中央代发地方政府债券	574,100	3、农业土地开发资金	280
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资		4、新增建设用地有偿使用费	
8、粮食企业亏损挂账		（四）预算外财政专户收入	175,381
9、向单位、个人借款	14,133		
10、拖欠工资和工程款	1,757		
11、其他	6,109		
（二）担保债务余额	243		
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融组织机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他	243		
地方政府债务余额=（一）+（二）x50%	725,670	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	822,196
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）x100%		88.26%	

资料来源：联合评级根据高邮市财政局提供数据整理

总体来看，近年来高邮市整体经济保持平稳发展势头，政府一般预算收入和预算外资金不断提升，为公司发展提供了良好的外部经营环境。

五、管理分析

1. 治理结构

公司不设董事会、监事会，实行总经理负责制。根据《高邮市经济发展总公司章程》的规定，公司设总经理一名，副总经理若干名。总经理是公司的法定代表人，由股东任命并征求职工代表意

见。公司决策机构是总经理办公会，由总经理和副总经理组成并行使制定企业的经营计划和投资方案；制定企业增加或者减少注册资本的方案；拟定企业合并、分立、变更公司形式，解散的方案；提请政府主管部门任免或者聘任、解聘企业副总经理（法律和国务院另有规定的除外）；决定企业内部管理机构的设置；制定公司的基本管理制度等职权。

总体看，公司建立了基本的法人治理结构，能够满足公司日常经营需要，整体运行状况良好。

2. 管理体质

公司根据产业布局、业务特点和资产结构等情况，制定了健全有效的内部控制体系。

财务管理制度方面，公司为加强公司的财务工作，发挥财务在公司经营管理和提高经济效益中的作用，公司制定了财务管理制度。建立健全财务管理的各种规章制度，编制财务计划，加强经营核算管理，反映、分析财务计划的执行情况，检查监督财务纪律，具体制度包括支票管理制度、现金管理制度和会计档案管理制度。

融资管理制度方面，公司为了规范公司的融资行为，加强融资管理和财务监控，降低融资成本，有效防范财务风险，维护公司整体利益，根据《中华人民共和国公司法》等国家有关法律法规，结合公司的实际情况，制定了融资管理制度，制度包括申请及审批制度、实施及执行制度及监督检查制度。

对外担保管理制度方面，公司为了规范对外担保行为，有效控制公司对外担保风险，保证公司资产安全，根据《公司法》、公司章程及其它有关法律、法规、部门规章和规范性文件的规定，制定了对外担保管理制度，制度包括对外担保的审批、对外担保合同的管理及责任追究等。

投资建设管理制度方面，公司为了加强对投资建设项目的管理，确保投资建设项目实现科学化、规范化管理，提高工作效率，节约建设资金，确保工程质量，根据《中华人民共和国合同法》、《中华人民共和国招标投标法》、《工程建设监理规定》等国家法律法规和相关制度，制定了投资建设管理制度。具体制度包括项目投资管理、项目招投标管理、项目合同管理、项目施工管理、项目资金管理、项目验收管理等。

合同管理制度方面，公司为加强合同管理，防范和控制风险，有效维护公司合法权益，根据《合同法》及有关法律、法规的规定，结合公司实际情况，制定了合同管理制度。具体制度包括合同的签订、审批，合同的签署和留存，合同的履行、变更及解除，合同纠纷的处理等。

总体看，公司内部管理制度相对健全，整体管理水平较好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务为代建工程业务和土地开发整理业务，其中土地开发整理业务为 2014 年新增业务，业务范围包括高邮市经济开发区。

2014~2016 年，公司营业收入波动降低，年均复合下降 5.38%，2016 年，公司实现营业收入 8.08 亿元，同比降低 13.05%，主要系 2016 年公司代建工程项目确认收入较少所致。从收入构成看，2014~2016 年，公司工程代建收入占营业收入的比重逐渐下降，2016 年为 39.32%；土地开发整理业务占营业收入的比重有所上升，2016 年为 60.68%。2014~2016 年，工程代建收入规模持续下降，年均复合下降 19.10%，2016 年为 3.18 亿元；土地开发整理收入规模持续增长，年均复合增长 8.41%，2016 年为 4.90 亿元。

毛利率方面，2014~2016 年，公司综合毛利率波动降低，三年分别为 30.32%，26.37%和 27.10%。2014~2015 年，公司工程代建业务毛利率较为稳定，均为 16.67%，主要系公司与高邮市城乡建设局签订了代建协议，公司按工程项目投资控制金额的 20%（含项目融资成本）提取建设管理费，2016 年公司工程代建业务毛利率有所降低，主要系当年确认的工程代建收入为不含税收入所致；2014~2015 年，公司土地开发整理业务毛利率有所变化，分别为 46.20%和 35.48%，主要系年末公司向政府上报的成本利润率不同所致。

表 4 2014~2016 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程代建收入	48,541.11	53.78	16.67	45,006.91	48.43	16.67	31,772.76	39.32	14.17
土地开发整理	41,718.38	46.22	46.20	47,921.81	51.57	35.48	49,032.43	60.68	35.48
合计	90,259.49	100.00	30.32	92,928.72	100.00	26.37	80,805.20	100.00	27.10

资料来源：公司审计报告

总体看，公司营业收入波动下降；毛利率水平波动下降。

2. 工程代建业务

公司的工程代建业务系受高邮城乡建设局和开发区管委会委托，完成高邮市和经济开发区范围内的各项工程建设，主要的工程项目有安置房建设、道路改造以及河道综合整治等。

从公司代建工程项目的建设模式看，公司与高邮城乡建设局和开发区管委会签订具体项目的委托代建合同，公司通过自有资金和银行贷款进行项目前期投资建设，其所承建项目按完工进度确认收入并结转成本（每年高邮城乡建设局和开发区管委会出具收入确认单确认工程进度、公司成本和公司收入），公司每年按照工程项目投资控制金额（含项目融资成本）的 20%收取代建管理费；工程项目竣工后，高邮城乡建设局和开发区管委会基本于两年以内付清项目建设成本和代建管理费。

财务处理方面，公司在代建项目建设时期支出的成本计入“存货”科目中的“工程施工”科目；每年在收到高邮城乡建设局和开发区管委会出具的收入确认单时，按照政府审定的投资额加成对应的回购收益率确认收入，借记“应收账款”，贷记“主营业务收入”；公司实际收到拨付的项目资金后，借记“货币资金”，贷记“应收账款”。

近几年，公司已经建设完成的代建项目主要有安置房项目、北关河综合整治项目以及河道整治工程等项目。2014~2016 年，公司工程代建业务收入逐年降低，2016 年，公司工程代建业务收入为 3.18 亿元，为公司与开发区管委会确认的高邮市经济开发区九年一贯代建项目收入 1.46 亿元和高邮市秦邮路主辅分离及环境综合整治代建项目收入 1.71 亿元。受农民集中安置小区和基建十三期项目在 2015 年已完成施工任务，而 2016 年新增开发区拆迁、横泾河等项目未确认收入影响，2016 年公司工程代建业务收入较 2015 年大幅下降。截至 2016 年末，公司在建的代建项目的明细状况见表 5，公司拟项目总投资额为 32.72 亿元，已投资 14.33 亿元，尚需投资 18.39 亿元，公司未来有一定筹资压力，未来拟建项目目前尚未确定。

表 5 截至 2016 年末公司在建代建工程项目明细表（单位：万元）

项目名称	项目总投资	已投资额	尚需投资	2016 年确认收入金额
高邮市经济开发区九年一贯	23,040.00	12,572.91	10,467.09	14,648.05
高邮市秦邮路主辅分离及环境综	23,554.00	14,698.71	8,855.29	17,124.72

合整治				
安置房项目	52,875.07	23,038.52	29,836.55	--
清水潭旅游度假区项目	157,345.33	23,778.42	133,566.85	--
开发区拆迁项目	42,023.00	41,984.42	38.58	--
横泾河项目	18,015.30	17,499.00	516.30	--
屏淮路管网项目	2,509.30	2,360.00	149.30	--
普照街项目	6,800.50	6,362.00	438.50	--
晒金路项目	1,023.40	1,000.00	23.40	--
合计	327,185.90	143,293.98	183,891.86	31,772.77

资料来源：公司提供

3. 土地开发整理业务

根据 2013 年高邮市人民政府出具的关于同意《高邮市经济发展总公司土地整理、开发职能等有关事项》的批复，高邮市政府赋予公司土地整理、开发职能。

2014 年，公司新增土地开发整理业务，但公司的土地开发整理业务主要是根据政府下达的任务，在特定地块上进行拆迁安置工作和土地整理工作。公司每年核实替政府进行拆迁支出的成本（主要是以现金补偿拆迁户及拆迁相关支出），确定合适的成本利润率后（2014 年为 85%，2015~2016 年为 55%），核算出土地开发整理业务的本年收入，再向高邮市经济开发区管理委员会上报确认，在管委会批复后公司确认土地开发整理业务收入。

财务处理方面，公司土地开发整理业务中拆迁安置支出的成本计入“存货”科目中的“土地开发整理”科目；每年在收到开发区管委会批复的收入确认单时，公司确认项目收入并结转成本；公司实际收到开发区管委会拨付的资金后，借记“货币资金”，贷记“应收账款”。

截至 2016 年末，公司土地开发整理情况见表 6。2014~2016 年，公司确认土地开发整理业务收入分别为 4.17 亿元、4.79 亿元和 4.90 亿元，毛利率分别为 46.20%、35.48%和 35.48%。

表6 截至2016年末公司土地开发整理项目明细表（单位：万元）

项目名称	已投资额	2016 年确认收入金额
清水潭 166 户项目	4,044.13	--
林邮丝绸厂 72 户宿舍楼搬迁	3,033.58	--
开发区双庙村(国信燃气) 39 户项目	6,497.68	--
高邮经济开发区杨桥（九里）133 户项目拆迁工程	12,716.54	--
高邮经济开发区赵倪路拓宽改造工程	542.11	--
开发区花王十八组 42 户项目	3,456.95	--
文游村、北关河路、奥林村项目	6,391.55	--
开发区东河路北侧	6,127.48	49,032.43
开发区长江路北侧	6,277.80	
开发区九园路西侧	19,228.55	
合计	68,316.37	49,032.43

资料来源：公司提供

政府回款方面，根据高邮市人民政府出具的《市政府关于按期偿还高邮市经济发展总公司应收款项的说明》（邮政发【2016】21 号），市政府责成高邮市城乡建设局以及开发区管委会于 2016 年起加快对公司各类款项的支付进度，预计 2019 年末之前完成所欠公司全部应收款项的支付（具体还款安排见表 7），在欠款单位不能按时足额支付所欠款项时，市政府将根据土地出让指标，从整

理的达到上市条件的土地中安排约 1,470.50 亩商住用地上市出让，将上述地块对应的土地出让金收益（预计出让收益 18.04 亿元）作为偿还应收款项的资金来源。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》，2015 年，高邮市城乡建设局共拨付公司代建安置小区项目回购款 1.76 亿元、代建基础项目回购款 0.68 亿元，代建北关河综合整治项目回购款 1.23 亿元，共计回款 3.67 亿元；2016 年，高邮市城乡建设局共拨付公司代建安置小区项目回购款 4.68 亿元、代建基础项目回购款 1.13 亿元，代建北关河综合整治项目回购款 0.47 亿元，共计回款 6.28 亿元。根据开发区管委会出具的《关于拨付高邮市经济发展总公司土地开发整理款项的说明》，2016 年，开发区管委会共拨付公司土地开发整理款项 1.30 亿元。总体看，公司代建工程与土地开发整理业务回款安排较为明确，近年来回款情况良好。

表7 应收账款还款安排（单位：万元）

年度	当年还款	往来款余额
2016 年	33,000.00	93,060.21
2017 年	32,000.00	61,606.21
2018 年	31,000.00	30,606.21
2019 年	30,606.21	0
合计	126,606.21	--

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司工程代建与土地开发整理业务盈利能力较好，发展受城乡建设局和开发区管委会影响较大，考虑到公司得到的政府支持力度较大，业务回款安排较为明确，预计公司业务将随着高邮市的发展而稳步发展。

4. 经营效率

从经营效率看，2014~2016年，公司应收账款周转次数分别为0.83次、0.86次 和0.62次；存货周转次数分别为0.17次、0.18次和0.14次；总资产周转次数分别为0.15次、0.15次和0.11次。

总体看，公司整体经营效率低，符合行业特点。

5. 未来发展

未来公司将继续以基础设施建设和土地开发整理业务为主，同时加强平台化、资本化运作。

（1）充分利用民营科技园平台，引进中小型科技企业。目前已经成功引进江苏奥普莱医疗器械有限公司、扬州苏安物联传感科技有限公司，扬州英思特机电科技有限公司、扬州本卡碳能科技有限公司等三十家中小科技型企业入园。

（2）充分利用科技综合体，大力发展电子商务。电子商务是近年来兴起的商业销售模式，它既带动本地优势产业发展，又推进了物流业的繁荣。在充分利用互联网的同时，使互联网得到了延伸和拓展。瞄准这一标向，公司充分利用八万平方米综合体的房屋优势，成功引进江苏诚信电子商务物流产业园进驻科技综合体。

（3）充分利用科技平台，推进食品基地建设。公司与南京工业大学合作共建《江苏省食品安全快速检测中心高邮分中心》。目前，该分中心的主体建筑已经完成，正进行设备调试和装修，宿舍楼正在准备之中。与南工大全省范围内食品检测和人员培训的协议亦已签署。

（4）创新发展模式，参与企业投资。扬州道爵新能源发展有限公司是一家专门生产电动汽车、全产车的专业厂家，年销售量可达 12 万辆以上。该公司 2014 年已在高邮经济开发区注册，项目已

正式奠基并开工建设。在充分调研该企业市场前景的前提下，公司以股份形式投入 1,500 万元，参与该公司的基础设施建设，在获得长期受益的同时，加快了该企业的建设。

此外，公司将加强绩效考核，提高公司运作效率，不断加大人员队伍建设，引进高层次人才，以加强公司内部管理，提升对外形象。

总体看，未来几年，公司将继续以基础设施建设和土地开发整理业务为主，同时加强平台化、资本化运作，公司未来发展规划较为明确，发展前景明朗。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2013~2015 年财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供了 2016 年度合并财务报告，亚太集团会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

截至 2016 年末，公司资产总额 82.52 亿元，负债总额 18.13 亿元，所有者权益 64.39 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2016 年，公司实现营业收入 8.08 亿元，净利润 4.14 亿元，全部为归属于母公司所有者净利润；经营活动产生的现金流量净额-4.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.94 亿元。

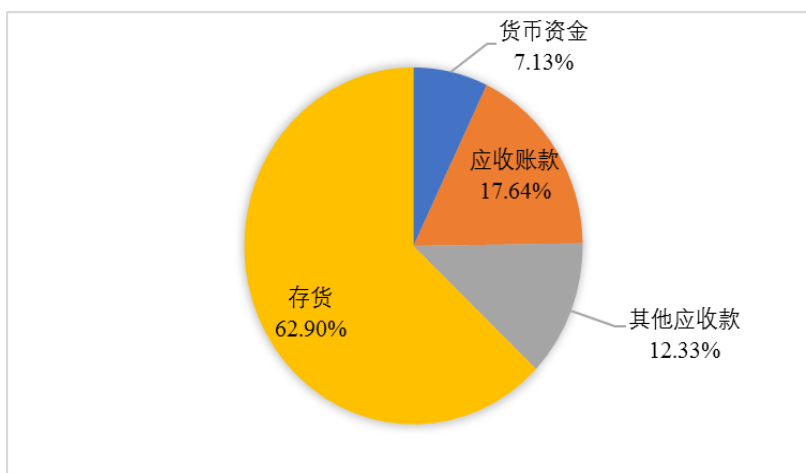
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 15.84%；2016 年末，公司资产总额 82.52 亿元，较年初增长 26.74%，其中流动资产占 90.98%，非流动资产占 9.02%，公司资产以流动资产为主，近三年资产结构较为稳定。

流动资产

2014~2016 年，公司的流动资产快速增长，年均复合增长为 17.49%。2016 年末，公司流动资产 75.08 亿元，较年初增长 29.81%。流动资产以存货（占 62.90%）、应收账款（占 17.64%）、其他应收款（占 12.33%）和货币资金（占 7.13%）为主。

图 1 截至 2016 年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长 33.51%。截至 2016 年末，公司货

币资金 5.35 亿元，较年初增长 382.37%，主要系公司于 2016 年发行“16 高邮经发债 01”募集资金所致。公司货币资金中，银行存款占 94.39%，其他货币资金 3,000.00 万元为受限资金，系公司为取得银行借款所做的银行定期存单质押，期限为 1 年。公司货币资金较为充足。

2014~2016 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 21.87%。截至 2016 年末，公司应收账款余额 13.24 亿元，较年初增长 4.60%，主要系应收高邮市城乡建设局 2.74 亿元和应收江苏省高邮经济开发区管理委员会 10.50 亿元。由于公司应收账款全为应收政府款项，公司未计提坏账准备。从账龄上看，截至 2016 年末，公司账龄一年以内的应收账款占比 61.74%，账龄为 1~2 年的应收账款占比 38.26%，公司应收账款账龄整体偏短。从集中度看，公司应收账款全部为应收高邮市城乡建设局以及开发区管委会款项，应收账款集中度高。总体来看，公司应收账款欠款单位集中，增加了公司资金周转压力，由于全部为应收政府部门款项，整体应收款项风险较低。

表 8 截至 2016 年末公司应收账款明细（单位：万元，%）

客户名称	金额	占比	账龄
高邮市城乡建设局	27,411.04	20.70	1~2 年
江苏省高邮经济开发区管理委员会	81,758.38	61.74	1 年以内
	23,259.65	17.56	1~2 年
合计	132,429.07	100.00	--

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司其他应收款大幅增长，年均复合增长 75.65%。截至 2016 年末，公司其他应收款余额 9.25 亿元，较年初增长 89.73%，主要系往来借款增加所致。截至 2016 年末，公司计提坏账准备 936 万元，计提比例 0.97%，计提比例较低。从账龄来看，公司其他应收款账龄均为一年以内，整体账龄较短。从集中度看，公司其他应收款中应收高邮开盛市政建设投资有限公司款项占 61.40%，应收扬州润邮物资贸易有限公司款项占 38.60%，其他应收款集中度高。总体来看，公司其他应收款欠款单位比较集中，其他应收款金额较大，增加了公司资金周转压力。

2014~2016 年，公司存货波动中有所增长，年均复合增长 9.94%。截至 2016 年末，公司存货为 47.23 亿元，较年初增长 21.76%，主要系本年工程施工项目增加所致。截至 2016 年末，公司存货主要由开发成本（占 67.67%）、土地开发整理（占 7.77%）和工程施工成本（占 24.56%）构成。存货中开发成本 31.96 亿元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 18.08 亿元土地已进行抵押（占 56.57%）。公司对存货未计提跌价准备。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产变化较小，年均复合增长 2.38%。截至 2016 年末，公司非流动资产 7.44 亿元，较年初增长 2.29%，以无形资产（占 56.36%）、在建工程（占 32.44%）及固定资产（占 10.88%）为主。

2014~2016 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 14.08%，公司在建工程全部为科技产业综合用房项目，建设完成后将转为固定资产。截至 2016 年末，公司在建工程 2.41 亿元，较年初增长 11.86%，主要系科技产业综合用房项目增加投入所致。

2014~2016 年，公司无形资产有所下降，年均复合下降 2.17%，主要系每年对土地使用权进行摊销所致。截至 2016 年末，公司无形资产 4.20 亿元，较年初下降 1.74%。2016 年，公司无形资产摊销为 0.11 亿元。

总体看，公司流动资产占比高，其中主要为存货及应收账款，由于存货开发成本中主要为土地，

且土地抵押比例较高，公司资产流动性较差；非流动资产占比较低，主要由在建工程 and 无形资产构成，整体看，受土地变现以及政府回款效率影响，公司资产质量一般。

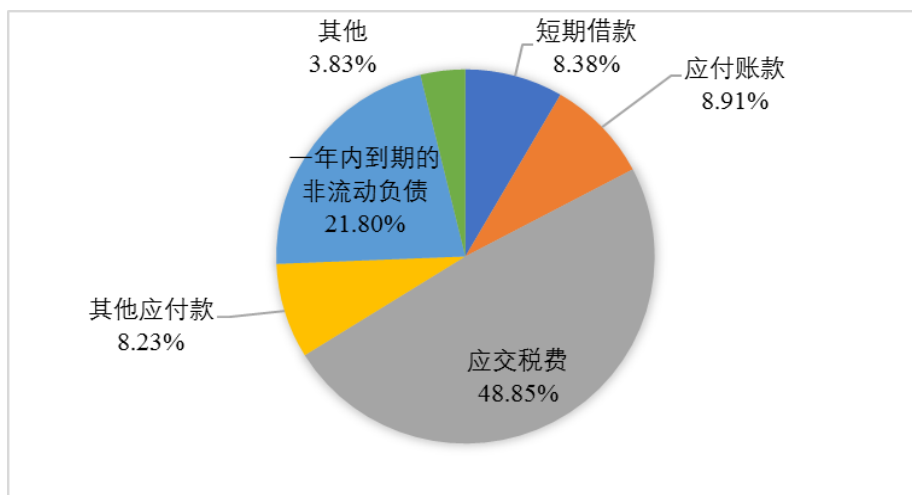
3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，公司负债规模波动增长，年均复合增长 82.66%，主要系长期借款和应付债券的增加所致。截至 2016 年末，公司负债总额 18.13 亿元，其中流动负债占 18.98%，非流动负债占 81.02%。公司负债以非流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债有所增长，年均复合增长 0.83%。截至 2016 年末，公司流动负债 3.44 亿元，较年初降低 0.75%，主要由短期借款（占 8.38%）、应付账款（占 8.91%）、应交税费（占 48.85%）、其他应付款（占 8.23%）和一年内到期的非流动负债（占 21.80%）构成。

图2 2016年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年末，公司短期借款为 0.29 亿元，较年初下降 19.94%，全部为质押借款。

2014~2016 年，公司应付账款大幅减少，年均复合下降 38.63%。截至 2016 年末，公司应付账款为 0.31 亿元，较年初下降 17.72%，全部为应付的工程款；从账龄来看，公司一年以内应付账款占比为 100%；从集中度来看，公司应付账款前五名占比为 100%。整体看，公司应付账款账龄较短，集中度高。

2014~2016 年，公司应交税费快速增长，年均复合增长 14.70%。截至 2016 年末，公司应交税费为 1.68 亿元，较年初增长 13.92%，主要由企业所得税、土地使用税、增值税、房产税等构成。

2014~2016 年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降 33.31%。截至 2016 年末，公司其他应付款为 0.28 亿元，较年初下降 7.05%，全部为与高邮市惠源区域供水投资有限公司的资金往来款；从账龄来看，全部为 1 年以内款项。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 73.21%。截至 2016 年末，公司一年内到期的非流动负债为 0.75 亿元，较年初下降 21.05%，全部为公司一年内到期的长期借款。

2014~2016 年，公司非流动负债大幅增长，年均复合增长 167.70%。截至 2016 年末，公司非流动负债 14.69 亿元，其中长期借款和应付债券分别占 31.93%和 68.07%。

2014~2016 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 51.26%。截至 2016 年末，公司长期借款

为 4.69 亿元，较上年增加 3.29 亿元，全部为抵押借款。

截至 2016 年末，公司应付债券 10.00 亿元，为公司于 2016 年 9 月发行 10.00 亿元“16 高邮经发债 01”企业债券。

从债务结构看，2014~2016 年，公司全部债务规模大幅增长，年均复合增长 141.36%。截至 2016 年末，公司全部债务为 15.73 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 6.60%和 93.40%。截至 2016 年末，公司全部债务较上年增加 13.29 亿元，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司债务结构以长期债务为主。

从偿债指标看，2014~2016 年，受公司负债规模增加影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率大幅增长，2016 年分别为 21.97%、19.63%和 18.58%。

总体来看，公司债务结构以长期债务为主，债务结构合理；近三年，公司有息债务规模大幅增加，但整体债务负担较轻。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 7.18%，主要系未分配利润增长所致。截至 2016 年末，公司所有者权益 64.39 亿元，较年初增长 6.88%，公司所有者权益全部为归属于母公司所有者权益。其中实收资本占 12.10%、资本公积占 47.03%、盈余公积占 4.22%、未分配利润占 36.64%。

总体看，近三年来，公司未分配利润占比高，所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2014~2016 年，受代建工程业务减少和新增土地开发整理业务影响，公司营业收入波动下降，年均复合下降 5.38%。2016 年，公司营业收入为 8.08 亿元，其中代建工程收入 3.18 亿元，土地开发整理收入 4.90 亿元。2014~2016 年，公司营业成本波动中有所下降，年均复合下降 3.22%，2016 年，公司营业成本为 5.89 亿元。2014~2016 年，公司营业利润率有所降低，三年分别为 30.02%和 26.10%和 26.59%。

从期间费用看，2014~2016 年，公司期间费用波动下降，分别为 0.21 亿元、0.22 亿元和 0.19 亿元，占营业收入的比重略有增长，分别为 2.28%、2.33%和 2.40%，公司期间费用控制能力较强。

营业外收入方面，2014~2016 年，公司营业外收入规模快速增长，年均复合增长 14.30%，全部为政府补助收入。2016 年，公司营业外收入为 2.26 亿元，主要为政府对安置小区项目、基建项目和北关河综合整治的补助。

2014~2016 年，公司利润总额分别为 4.28 亿元、4.31 亿元和 4.19 亿元，其中营业外收入贡献较高，公司利润对政府补助的依赖性强。

从盈利能力指标来看，2014~2016 年，受所有者权益及有息债务增长影响，公司总资本收益率有所下降，三年分别为 7.31%、6.91%和 5.86%；总资产报酬率分别为 7.24%、6.83%和 5.73%；净资产收益率也有所下降，三年分别为 7.64%、7.20%和 6.65%。

整体看，公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

经营活动方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流入分别为 8.63 亿元、7.68 亿元和 9.79 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 6.52%。公司销售商品提供劳务收到的现金波动增长，三年分别为 6.77 亿元、5.55 亿元和 7.50 亿元，主要为政府代建工程项目回款；同期，公司现金收入比分别为

74.98%、59.70%和 92.79%，公司整体收入实现质量有所提升。2014~2016 年，公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为 1.86 亿元、2.13 亿元和 2.29 亿元，主要为政府对基础设施项目的补贴收入、企业往来款和利息收入等。2014~2016 年，公司经营活动现金流出分别为 5.04 亿元、9.49 亿元和 14.16 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 67.67%。2014~2016 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长，年均复合增长 69.71%，2016 年为 14.14 亿元，同比大幅增长 95.30%，主要系公司实际支付的工程施工项目成本增加所致；支付的其它与经营活动有关的现金波动降低，年均复合降低 73.29%，主要系企业往来款减少所致。2014~2016 年，公司经营活动产生的净现金流分别为 3.59 亿元、-1.82 亿元和 -4.37 亿元。

投资活动方面，2014 年，公司无投资活动现金流入，2015~2016 年，公司投资活动现金流入量较小，分别为 0.40 亿元和 0.42 亿元，其中，公司均收到其他与投资活动有关的现金 0.40 亿元，全部为公司购买的理财产品到期赎回所致。2014~2016 年，公司投资活动现金流出分别为 0.75 亿元、0.71 亿元和 4.56 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 146.57%，其中 2016 年同比增长 543.11%。2014 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为 0.35 亿元，购买理财产品而支付其他与投资活动有关的现金为 0.40 亿元；2015 年公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 0.26 亿元，购买理财产品而支付其他与投资活动有关的现金为 0.40 亿元 2016 年，公司支付其他与投资活动有关的现金 4.31 亿元，主要为公司与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往来借款。2014~2016 年，公司投资活动产生的现金均处于净流出状态，三年分别为 -0.75 亿元、-0.31 亿元和 -4.14 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于取得借款和发行债券收到的现金，2014~2016 年公司筹资活动现金流入分别为 0.50 亿元、1.56 亿元和 15.23 亿元，年均复合增长 451.88%。筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，分配股利、利润或偿付利息支付的现金和支付的其他与筹资活动有关的现金，三年分别为 1.00 亿元、1.13 亿元和 2.77 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 66.34%。2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -0.50 亿元、0.43 亿元和 12.46 亿元。

总体来看，近三年，公司经营活动与投资活动现金流出均大幅增加，同时受借款增加与发行债券影响，公司筹资活动现金流量净额不断增加。整体看，随着在建项目增多及未来投资额增加以及往来流出不断增大，公司存在一定的外部筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率均大幅上升，流动比率分别为 16.07 倍、16.68 倍和 21.82 倍；速动比率分别为 4.53 倍、5.49 倍和 8.10 倍。近三年，公司现金短期债务比分别为 4.62 倍、0.85 倍 5.16 倍，现金对短期债务的保障能力强。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力来看，2016 年，公司 EBITDA 波动下降，年均复合降低 0.88%，三年分别为 4.42 亿元、4.46 亿元和 4.34 亿元；公司 EBITDA 全部债务比分别为 1.64 倍、1.65 倍和 0.28 倍；公司 EBITDA 对全部债务的保障能力良好。公司 EBITDA 利息倍数分别为 353.95 倍、323.46 倍和 94.99 倍，公司 EBITDA 对利息的保障能力强。总体看，公司长期偿债能力强。

截至 2016 年末，公司对外担保金额为 23.10 亿元，担保余额为 17.51 亿元，担保比率 27.19%，被担保企业大部分为国有企业，被担保公司目前经营正常，但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。

表 9 被担保单位列表（单位：亿元）

被担保单位	担保金额
高邮市兴开建设投资有限公司	3.28
高邮市惠源区域供水投资有限公司	4.02
高邮市润邮建设投资有限公司	3.00
高邮开盛市政建设投资有限公司	4.50
高邮市邮通水务有限公司	1.58
高邮市兴开农业科技有限公司	0.30
高邮市润发建设开发有限公司	1.50
扬州润邮物资贸易有限公司	1.00
高邮市金峰贸易有限公司	0.72
高邮市清水潭经济贸易发展有限公司	0.80
高邮市润园供水服务有限公司	0.40
高邮东湿旅游度假有限公司	0.30
高邮市清水潭旅游投资开发有限公司	0.50
高邮市园区经济发展有限公司	0.50
高邮市援农建设发展有限公司	0.50
高邮市秦邮生物技术有限公司	0.08
江苏欧力特能源科技有限公司	0.05
高邮市华兴机械有限公司	0.04
扬州领鲜农产品冷链物流有限公司	0.03
合计	23.10

资料来源：公司提供

截至 2016 年末，公司各类可用融资授信额度达 5.44 亿元，已使用额度合计 4.94 亿元，未使用额度合计 0.50 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10321084000402703，报告编号为：NO.E201702130180），截至 2017 年 6 月 5 日，公司无未结清和已结清的关注和不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，基于对公司自身经营和财务状况，以及高邮市区域经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到高邮市政府在资产划拨和财政补贴等方面的支持，公司整体偿债能很强。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券额度 6.00 亿元，相当于 2016 年末公司全部债务的 38.15%，对公司现有债务影响较大。

截至 2016 年末，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为 21.97%、18.58%和 19.63%。以 2016 年末财务数据为基础，本期债券发行后，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将分别上升至 27.26%、24.32%和 25.23%，公司的债务负担将进一步加重，但仍处于合理范围内。

2. 本期债券偿还能力分析

2014~2016 年，公司 EBITDA 对本期债券的保障倍数分别为 0.74 倍、0.74 倍和 0.72 倍。本期债券本金自存续期内第三年至第七年分期等额偿还，每年待偿还本金为 1.20 亿元。2014~2016 年，公司 EBITDA 对每年待偿还本金的保障倍数分别为 3.68 倍、3.72 倍和 3.62 倍，EBITDA 对每年待偿还

本金保障程度尚可。

2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为本期债券的 1.44 倍、1.28 倍和 1.63 倍。本期债券本金自存续期内第三年起至第七年等额偿还，每年待偿还金额为 1.20 亿元。2014~2016 年，公司经营活动现金流入量对每年待偿还本金的保障倍数分别为 7.19 倍、6.40 倍和 8.16 倍。公司经营活动现金流入量对本期债券本金和每年待偿还本金保障程度高。

根据 2015 年 1 月江苏省苏辰建设投资顾问有限公司出具的《扬州清水潭生态文化旅游度假区项目可行性研究报告》，扬州清水潭生态文化旅游度假区项目收入主要来源于大马戏、四季花海、船博馆等的门票收入以及大运商业街、大运美食水街、大运文化商业街、大运客栈和滨湖餐厅的出租收入。大马戏按一年表演 300 场次估算，共有 4,500 个座位，试营业阶段票价按不低于 130 元/张，平均上座率 80%；正式营业阶段票价按不低于 160 元/张计算，平均上座率预估 90%，年收入约为 14,040-19,440 万元；四季花海按 150 万人/年的客流量，票价按 25 元/人计算，年收入约为 3,750 万元；大运楼、大运剧场、船博馆、魔术馆、魔幻馆均按 100 万人/年的客流量，票价按 10 元/人估算，预计年收入 5,000 万元。大运商业街、大运美食水街、大运文化商业街出租收入按 120 元/年·平方米计算，大运客栈、滨湖餐厅按 100 元/年·平方米计算；高邮市财政自 2016 年至 2025 年，累计投入 2 亿元的清水潭度假区专项建设运营配套资金。成本方面，大马戏运行成本前 4 年按收入的 25%估算，后 3 年按收入的 35%估算；四季花海管理维护成本按收入的 20%估算，大运楼、大运剧场、船博馆、魔术馆、魔幻馆的管理维护成本前 4 年按收入的 20%估算，后 3 年按收入的 30%估算，出租商业用房物业管理成本按收入的 10%估算，预计运营期净收入见表 10，在项目运营期前 7 年内，共可实现 16.94 亿元净收入。本期债券募投项目收入预估较为乐观。

表 10 扬州清水潭生态文化旅游度假区项目收入明细（单位：亿元）

项目	合计	建设期			运营期						
		1	2	3	1	2	3	4	5	6	7
门票收入	18.65	--	--	--	2.27	2.28	2.82	2.82	2.82	2.82	2.82
大马戏	12.53	--	--	--	1.40	1.40	1.94	1.94	1.94	1.94	1.94
四季花海	2.63	--	--	--	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
船博馆等 5 个场馆	3.50	--	--	--	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
出租收入	1.53	--	--	--	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
商业用房	1.36	--	--	--	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
客栈、餐厅	0.17	--	--	--	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
政府配套补贴	2.00	0.30	0.30	0.25	0.25	0.20	0.20	0.15	0.15	0.10	0.10
收入合计	22.19	0.30	0.30	0.25	2.75	2.70	3.24	3.19	3.19	3.14	3.14
成本	5.24	--	--	--	0.55	0.55	0.68	0.68	0.93	0.93	0.93
大马戏	3.72	--	--	--	0.35	0.35	0.49	0.49	0.68	0.68	0.68
四季花海管理维护	0.53	--	--	--	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
船博馆等 5 个场馆	0.85	--	--	--	0.10	0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.15
出租商业用房物业管理	0.15	--	--	--	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
净收入	16.94	0.30	0.30	0.25	2.20	2.15	2.56	2.51	2.26	2.21	2.21

资料来源：公司提供、联合评级整理。

总体来看，项目为 2016 年年初开工，假设本期债券于建设期第 2 年内成功发行，本期债券存续期内项目实际运营 6 年，预计可实现收入合计 12.42 亿元，对“16 高邮经发债 01”所募集资金中用于该项目的 4.50 亿元及本期债券本金 6.00 亿元的保障倍数为 1.18 倍，保障能力较好，但考虑到项目每年实现收入的不确定性以及可能延期完成建设造成的收入延迟风险，未来公司可能需要自有资金对本期债券本息进行偿付。公司 EBITDA 对本期企业债券分期待偿还本金保障程度尚可，经营活动现金流入量对分期待偿还本金保障程度较高。公司本期债券募投项目未来收入和自身综合经营性收入对本期债券保障能力较好。

九、债权保障措施

本期债券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，本期债券到本期债券兑付日，如公司不能全部兑付本期债券本金，江苏再担保承担担保责任，担保范围包括本期债券本金、利息，以及违约金、损害赔偿、实现债券的费用和其他支付的费用。上述担保期间为本期债券到期日起两年。

江苏再担保是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业。江苏再担保成立于 2009 年 12 月，初始注册资本 31.00 亿元，随着资本金的逐步到位及增资扩股的实施，截至 2015 年末江苏再担保实收资本增至 46.49 亿元。2016 年，江苏再担保再次实施增资扩股，截至 2016 年 6 月末实收资本增至 53.49 亿元。

截至 2015 年末，江苏再担保合并口径资产总额 86.54 亿元，负债总额 29.64 亿元，所有者权益合计 56.90 亿元。2015 年，江苏再担保实现营业收入 9.14 亿元。其中，再担保业务收入 0.32 亿元，担保业务收入 2.81 亿元，利息收入 2.90 亿元，租赁收入 1.43 亿元；实现净利润 2.61 亿元。

经联合评级评定，江苏再担保担保实力很强，其担保对提升本期债券的信用水平具有积极影响。

十、综合评价

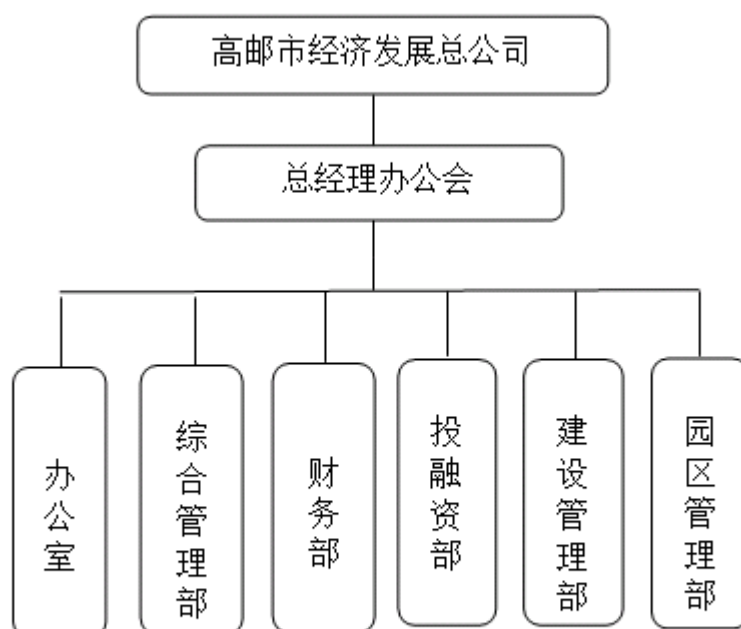
公司在外部经营环境、政府支持力度和区域业务专营性等方面具备的优势。同时联合评级也关注到公司债务规模增长较快、其他应收款等往来款项对公司资金占用明显以及公司盈利能力对高邮市政府补贴的依赖程度高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，高邮市经济发展趋势良好，随着公司土地整理业务规模的继续扩大，以及平台化、资本化运作的加强，公司收入和利润规模有望持续稳定发展，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

江苏再担保为本期企业债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，江苏再担保的担保实力很强，其担保对提升本期债券的信用水平具有积极影响。

基于对公司主体长期信用状况、担保方主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期企业债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 高邮市经济发展总公司组织结构图



附件 2 高邮市经济发展总公司主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	61.49	65.11	82.52
所有者权益（亿元）	56.06	60.25	64.39
短期债务（亿元）	0.65	1.31	1.04
长期债务（亿元）	2.05	1.40	14.69
全部债务（亿元）	2.70	2.71	15.73
营业收入（亿元）	9.03	9.29	8.08
净利润（亿元）	4.12	4.19	4.14
EBITDA（亿元）	4.42	4.46	4.34
经营性净现金流（亿元）	3.59	-1.82	-4.37
应收账款周转次数（次）	0.83	0.86	0.62
存货周转次数（次）	0.17	0.18	0.14
总资产周转次数（次）	0.15	0.15	0.11
现金收入比率（%）	74.98	59.70	92.79
总资本收益率（%）	7.31	6.91	5.86
总资产报酬率（%）	7.24	6.83	5.73
净资产收益率（%）	7.64	7.20	6.65
营业利润率（%）	30.02	26.10	26.59
费用收入比（%）	2.28	2.33	2.40
资产负债率（%）	8.84	7.47	21.97
全部债务资本化比率（%）	4.60	4.30	19.63
长期债务资本化比率（%）	3.53	2.27	18.58
EBITDA 利息倍数（倍）	353.95	323.46	94.99
EBITDA 全部债务比（倍）	1.64	1.65	0.28
流动比率（倍）	16.07	16.68	21.82
速动比率（倍）	4.53	5.49	8.10
现金短期债务比（倍）	4.62	0.85	5.16
经营现金流动负债比率（%）	106.11	-52.42	-127.04
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.74	0.74	0.73

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

附件 3 江苏省信用再担保有限公司主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
资产总额（亿元）	64.95	73.84	86.54	98.59
所有者权益合计（亿元）	43.63	46.86	56.90	66.26
母公司净资产（亿元）	37.74	40.46	49.87	58.21
母公司净资本（亿元）	18.23	23.10	24.79	25.56
担保余额（亿元）	613.79	603.82	772.06	847.42
担保责任余额（亿元）	235.25	245.57	285.31	409.22
净资产担保倍数（倍）	6.23	6.07	5.72	7.03
净资本担保倍数（倍）	9.49	9.91	11.51	16.01
营业收入（亿元）	6.74	7.48	9.14	5.19
净利润（亿元）	2.27	2.89	2.61	1.72
平均资产收益率（%）	3.62	4.16	3.26	--
平均净资产收益率（%）	5.24	6.39	5.04	--

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注：现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。