

信用等级公告

联合[2016]1504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 年第一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 年第一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

信评委主任：

二零一六年十二月十二日

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 年度第一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：10 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：2016 年 12 月 12 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	57.06	61.49	65.11
所有者权益（亿元）	51.94	56.06	60.25
长期债务（亿元）	2.20	2.05	1.40
全部债务（亿元）	2.45	2.70	2.71
营业收入（亿元）	8.38	9.03	9.29
净利润（亿元）	3.93	4.12	4.19
EBITDA（亿元）	4.28	4.43	4.46
经营性净现金流（亿元）	-1.42	3.59	-1.82
营业利润率（%）	16.11	30.02	26.10
净资产收益率（%）	--	7.64	7.20
资产负债率（%）	8.99	8.84	7.47
全部债务资本化比率（%）	4.50	4.60	4.30
流动比率（倍）	17.12	16.07	16.68
EBITDA 全部债务比（倍）	1.75	1.64	1.65
EBITDA 利息倍数（倍）	--	353.95	323.46
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.43	0.44	0.45

担保方

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额（亿元）	60.10	64.95	73.84
所有者权益合计（亿元）	42.82	43.63	46.86
营业收入（亿元）	6.76	6.74	7.48
净利润（亿元）	1.96	2.27	2.89
经营性净现金流（亿元）	2.91	0.44	1.29
资产负债率（%）	28.77	32.83	36.54

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经营环境、政府支持力度和区域垄断地位等方面具备的优势；公司负债规模较小，近年来收入稳定增长，偿债能力较强。同时，联合评级也关注到公司经营业务回款质量差，应收账款规模较高，对公司资金有所占用以及公司经营对高邮市政府支持的依赖程度高等不利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，随着公司基础设施建设与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增长。联合评级对公司的评级展望为“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定增长，为公司的可持续发展提供了较为有利的外部环境。
2. 公司作为高邮市主要的开发建设主体，具备区域垄断优势，并得到政府在资金、土地资产注入等方面的大力支持。
3. 公司目前债务规模小，整体债务负担轻。
4. 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. 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

侯珍珍

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。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。2007 年 3 月，根据《关于同意增加高邮市经济发展总公司注册资本的批复》（邮开管【2007】30 号），高邮经济开发区管委会（以下简称“经开区管委会”）同意公司增加注册资本至 5,188 万元，出资方式为盈余公积转增实收资本；2007 年 9 月，根据《关于同意增加高邮市经济发展总公司注册资本的批复》（邮开管【2007】50 号），高邮经开区管委会同意公司增加注册资本至 10,188 万元，出资方式为盈余公积转增实收资本；2008 年 11 月，根据《关于同意增加高邮市经济发展总公司注册资本的批复》（邮开管【2008】68 号），高邮经开区管委会同意公司增加注册资本至 15,188 万元，出资方式为未分配利润转增实收资本；2008 年 12 月，公司经高邮市工商行政管理局批准，将股东由原“江苏省高邮经济开发区管理委员会”变更为“高邮市经济开发区投资咨询服务所”；2010 年 2 月，公司经江苏省高邮经济开发区管理委员会批准，注册资本从 15,188 万元增加至 25,988 万元，增资部分 10,800 万元全部为货币资金出资，出资人为高邮市经济开发区投资咨询服务所；2010 年 3 月，经江苏省高邮经济开发区管理委员会《关于同意增加高邮市经济发展总公司注册资本的批复》（邮开管【2010】28 号）审批同意，公司注册资本从 25,988 万元增加至 37,688 万元，增资部分 11,700 万元全部以未分配利润转增；2013 年 5 月，经江苏省高邮经济开发区管理委员会批准，公司注册资本从 37,688 万元增加至 77,900 万元，增资部分 40,212 万元全部以货币资金出资，出资人为高邮市经济开发区投资咨询服务所；2014 年 8 月，公司股东变更为高邮市国有资产管理中心，高邮市国有资产管理中心持有公司 100% 股权。截至 2015 年底，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），公司实际控制人为高邮市国有资产管理中心。

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 2015 年底，公司无子公司，共设立办公室、综合管理部、财务部、投融资部、建设管理部、园区管理部等 6 个部门。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 65.11 亿元，负债总额 4.87 亿元，所有者权益合计 60.25 亿元，全部为归属于母公司的所有者权益。2015 年公司实现营业收入 9.29 亿元，净利润 4.19 亿元，全部为归属于母公司所有者净利润；经营活动现金流量净额为-1.82 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.69 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

公司于 2016 年发行“2016 年第一期高邮市经济发展总公司企业债券”（以下简称“本期债券”），

额度为 10 亿元，发行期限为 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%，到期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

本期债券所募集的资金中 3.50 亿元用于高邮经济开发区 2015 年~2017 年安置小区工程项目，4.50 亿元用于扬州清水潭生态文化旅游度假区项目，2.00 亿元用于补充营运资金。

本期债券经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

本期债券募集资金共 10 亿元，其中 8.00 亿元用于经开区安置房项目和清水潭生态文化旅游度假区项目。

表 1 本期债券募投项目明细（单位：亩，万元，%）

项目名称	占地面积	投资总额	拟使用债券资金	募集资金占项目总投资比例
高邮经济开发区 2015 年-2017 年安置小区工程项目	142.40	52,875.07	35,000.00	66.19
扬州清水潭生态文化旅游度假区项目	1,109.06	157,345.33	45,000.00	66.73

资料来源：公司提供

（1）高邮经济开发区 2015 年-2017 年安置小区工程项目

项目概况

高邮经济开发区 2015 年~2017 年安置小区工程项目为公司于 2015 年至 2017 年在高邮经济开发区建设 3 个安置小区，其中运河福邸地点：高邮经济开发区金塘社区居委会二组；安置房九期地点：高邮经济开发区经七路以西、外环路以北、屏淮路以东、洞庭湖路以南；安置房十期地点：高邮经济开发区兴业路以西、安置小区五期以北、经七路以东。项目总占地面积为 94,933.70 平方米（约 142.40 亩），地上建筑面积 164,657 平方米，地下建筑面积 12,720 平方米，1,309 套住房，以满足清水潭生态文化旅游度假区及高邮经开区发展需求，建设期为 2.5 年，投资总额约为 52,875.07 万元，该项目建设资金来源于本期债券募集资金以及自筹资金。

表 2 安置小区建设具体情况（单位：平方米，套）

项目名称	运河福邸	安置房九期	安置房十期
建设地点	高邮经济开发区金塘社区居委会二组	高邮经济开发区经七路以西、外环路以北、屏淮路以东、洞庭湖路以南	高邮经济开发区兴业路以西、安置小区五期以北、经七路以东
占地面积	55,922.00	26,700.00	12,311.70
地上建筑面积	82,420.00	48,510.00	33,727.00
地下建筑面积	--	9,400.00	3,320.00
套数	686.00	357.00	266.00

资料来源：公司提供

该项目已于 2015 年 9 月开始动工，计划于 2018 年 3 月完工，目前已基本完成桩基工程，进行住宅楼主体结构建设，完成投资约 7,900 万元，占工程总投资额的 15%。

项目审批情况

该项目已获得高邮市发展和改革委员会（以下简称“高邮发改委”）出具的《关于“高邮经济开发区 2015 年~2017 年安置小区工程项目可行性研究报告”的批复》（邮发改【2015】82 号）、《关于高邮经济开发区 2015 年~2017 年安置小区工程节能评估报告表的审查意见》（邮发改能审【2015】第 5 号），高邮市国土资源局出具的《关于高邮经济开发区 2015 年~2017 年安置小区工程项目用地的预审意见》（邮国土资预【2015】第 50 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“高邮经济开发区 2015~2017 年安置小区工程项目”环境影响报告表的审查意见》（邮环管【2015】33 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 2015004、2015005、2015006 号）等审批文件。

建设规模和内容

高邮经济开发区 2015 年~2017 年安置小区工程项目一共建设 3 个安置小区，其中运河福邸地上建筑面积 82,420 平方米（含地上车库 10,738 平方米），容积率为 1.28，安置房 686 套；安置房九期地上建筑面积 48,510 平方米，地下车库 9,400 平方米，容积率为 1.81，安置房 357 套；安置房十期地上建筑面积 33,727 平方米，半地下车库 3,320 平方米，容积率为 2.74，安置房 266 套；配套建设区内供水、供电、道路、雨污、广场、绿地、公用工程等基础设施。

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《高邮经济开发区 2015 年~2017 年安置小区工程可行性研究报告》，高邮经济开发区 2015 年~2017 年安置小区工程项目收入主要来自安置房销售收入、配套商业销售收入以及车库销售收入，预计项目总收入为 61,015.55 万元。

表 3 高邮经济开发区 2015 年~2017 年安置小区工程项目收入明细（单位：平方米，元/平方米，万元）

序号	项目	工程量	单价	合计
一	安置房	--	--	46,175.01
1	运河福邸	66,657.00	3,000	19,997.10
2	安置房九期	45,600.00	3,300	15,048.00
3	安置房十期	33,727.00	3,300	11,129.91
二	配套商业	--	--	3,771.50
1	运河福邸	4,072.00	5,000	2,036.00
2	安置房九期	2,670.00	6,500	1,735.50
三	车库	--	--	3,069.04
1	运河福邸非机动车库	10,738.00	800	859.04
2	安置房十期非机动车库	3,320.00	1,000	332.00
3	安置房九期地下机动车位	313.00	60,000	1,878.00
四	政府专项配套资金			8,000.00
1	运河福邸	--	--	4,000.00
2	安置房九期	--	--	2,300.00
3	安置房十期	--	--	1,700.00
	合计	--	--	61,015.55

资料来源：公司提供、《高邮经济开发区 2015 年~2017 年安置小区工程可行性研究报告》

高邮经济开发区 2015 年~2017 年安置小区工程项目拟使用募集资金 3.50 亿元，该项目总收入对拟使用募集资金的覆盖倍数为 1.74 倍，该项目收入对募集资金的保障能力尚可。

（2）扬州清水潭生态文化旅游度假区项目

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马棚镇，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本期债券募集资金以及自筹资金。

该项目已于 2016 年 1 月开始动工，计划于 2018 年底完工，目前正在进行景区东入口建筑群和配套设施建设，完成投资约 3600 万元，占工程总投资额的 2.30%。

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。

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 20,5615 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。

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，试营业阶段按不低于 130 元/张，平均上座率 80%；正式营业阶段按不低于 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，25 元/人计算，年收入约为 3750 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，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 4，在项目运营期前 7 年内，共可实现 16.94 亿元净收入。

扬州清水潭生态文化旅游度假区项目运营前七年可实现 16.94 亿元的净收入，对该项目拟使用募集资金的覆盖倍数为 3.76 倍，该项目前六年运营净收入对募集资金的保障能力强。

表 4 扬州清水潭生态文化旅游度假区项目收入明细（单位：亿元）

序号	项目	合计	建设期			运营期						
			1	2	3	1	2	3	4	5	6	7
1	门票收入	18.65	--	--	--	2.27	2.28	2.82	2.82	2.82	2.82	2.82
1.1	大马戏	12.53	--	--	--	1.40	1.40	1.94	1.94	1.94	1.94	1.94
1.2	四季花海	2.63	--	--	--	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
1.3	船博馆等 5 个场馆	3.50	--	--	--	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
2	出租收入	1.53	--	--	--	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
2.1	商业用房	1.36	--	--	--	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
2.2	客栈、餐厅	0.17	--	--	--	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
3	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
4	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
5	成本	5.24	--	--	--	0.55	0.55	0.68	0.68	0.93	0.93	0.93
5.1	大马戏	3.72	--	--	--	0.35	0.35	0.49	0.49	0.68	0.68	0.68
5.2	四季花海管理维护	0.53	--	--	--	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
5.2	船博馆等 5 个场馆	0.85	--	--	--	0.10	0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.15
5.4	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
6	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

总体看，假设本期债券于建设期第 1 年内成功发行，上述两个募投项目在本期债券存续期内能完全销售以及正常运营，在债券存续期内能实现收入合计 22.01 亿元，对本期债券本金 10 亿元的保障倍数为 2.20 倍，保障能力强。但考虑到项目每年实现收入的不确定性以及项目延期建设完成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。

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国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 年底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 年底，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

公司是高邮市国有资产管理中心下属区内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市经济开发区的土地开发建设任务，对列入开发区发展计划的项目进行融资、投资、建设、经营等业务。

目前高邮市与公司具有相类似职能的企业有高邮市城市建设投资公司（以下简称“高邮投资”），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

公司高级管理人员主要有总经理1名，副总经理2名，财务总监1名。

公司总经理赵锦章先生，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2015年底，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在财政补贴、项目回购和土地划拨方面的有力支持。

2013~2015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财政补助，公司分别获得3.05亿元、1.73亿元和2.12亿元的政府补助。

2013年，高邮市经济开发区管理委员会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，计入“资本公积”科目。

针对每个代建项目，公司会与高邮市城乡建设局单独签订委托代建合同，公司会根据工程进度

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审查确认，在建设局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%。

总体看，公司作为高邮市最主要的项目投资建设主体，得到了高邮市政府以及高邮经济开发区管理委员会的有力支持。

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，全市总人口 83 万，其中非农业人口 28.3 万人，共有 24 个民族。全市总面积 1963 平方公里，其中水面积约占 40%，耕地面积 118 万亩。农村劳动力总量为 33.8 万人，转移就业约 30 万人，其中就地转移 18.5 万人，异地输出 11.5 万人。

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。2015 年高邮市全市实现地区生产总值 483.85 亿元，同比增长 10.50%，其中，第一产业增加值 66.34 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 215.53 亿元，增长 10.1%；第三产业增加值 201.98 亿元，增长 13.3%。人均地区生产总值 65420 元，按美元汇率折算达 10081 美元。产业结构不断优化，三次产业比例由 2014 年的 14.1:45.2:40.7 调整为 13.7:44.6:41.7。

2013~2015 年，高邮市生产总值年均增长 12.62%，2015 年高邮市预计实现生产总值 483.85 亿元，高邮市可控财力持续稳步增长，年均复合增长 7.81%，其中一般预算收入年均复合增长 14.31%。2015 年高邮市可控财力为 81.89 亿元，同比增长 14.65%，其中一般预算收入为 33.24 元，同比增长 13.40%，高邮市一般预算收入结构较好，税收收入占比为 82.29%。2013~2015 年，高邮市政府性基金收入波动中有所下降，年均复合下降 5.82%；转移性收入有所增长，年均复合增长 11.71%。

表 5 2013~2015 年高邮市财政收入状况（单位：亿元）

指标	2013年	2014年	2015年
一般预算收入	25.44	29.32	33.24
其中：税收收入	20.89	24.04	27.36
非税收入	4.55	5.28	5.89
政府性基金收入	9.02	8.39	8.00
预算外资金	16.67	15.89	16.54
转移性收入	19.32	22.19	24.11
政府可控财力	70.46	75.79	81.89

资料来源：联合评级根据高邮市财政局提供数据整理

高邮市债务余额方面，截至 2015 年底，高邮市债务余额为 70.47 亿元，地方综合财力为 81.89 亿元，高邮市地方政府债务率为 86.05%，高邮市政府债务率偏高。

表 6 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 2015 年底）	金额	地方综合财力（2015 年度）	金额
（一）直接债务余额	704,528	（一）地方一般预算收入	332,443
1、外国政府贷款		1、税收收入	273,566
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	58,877
3、国债转贷资金	27	（二）转移支付和税收返还收入	241,066
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	142,132
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	81,959
6、国内金融机构借款	440,389	3、税收返还收入	16,975
（1）政府直接借款		（三）国有土地使用权出让收入	80,001
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	440,389	1、国有土地使用权出让金	75,721
7、债券融资	233,500	2、国有土地收益基金	4,000
（1）中央代发地方政府债券	233,500	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	165,388
9、向单位、个人借款	16,302		
10、拖欠工资和工程款	3,380		
11、其他	10,930		
（二）担保债务余额	332		
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	332		
地方政府债务余额=（一）+（二）x50%	704,694	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	818,898
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）x100%		86.05%	

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

公司不设股东会、董事会和监事会。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，下设办公室、财务部、投融资部、建设管理部、综合管理部、园区管理部。各部门在总经理领导下行使各自职权。

公司的法定代表人由总经理担任，总经理由高邮市国有资产管理中心任命。公司实行总经理负责制。法定代表人全权负责在工商行政管理机关核准的经营方式和经营方式内开展经营活动。

根据《高邮市经济发展总公司总经理办公会议事规则》规定，凡涉及到公司经营发展等方面的重大事项、公司重点工作由总经理办公会议研究、决定。总经理办公会议内容为：1.研究和讨论党的路线、方针、政策、国家和当地政府有关法规、规定、政策在本企业的贯彻实施事项；2.据公司的指示精神和工作部署，研究、落实各项工作任务的具体措施，确定在本企业贯彻实施方案；3.讨论决定企业发展规划、经营管理工作方案；4.研究和制定企业的规章制度；5.讨论决定企业重大经营管理活动的安排和实施方案等。

总经理办公会议由总经理召集，总经理、副总经理参加。根据会议内容，总经理可指定有关部门的负责人列席会议。总经理办公会议谈论决定问题实行集体讨论、统一决策的议事规则，总经理办公会议对所议事项进行充分讨论，力求一致，有意见分歧时，由总经理做出决定。不同意见可以保留，并在会议记录中说明。

总体看，公司建立了基本的公司治理结构，能够满足公司日常经营运营需要，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、项目招标投标管理、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

公司目前无子公司，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，主要系高邮市经济开发区的土地整理业务。

2013~2015 年，公司营业收入稳步增长，三年分别为 8.38 亿元、9.03 亿元和 9.29 亿元，年均复合增长 5.29%，2014 年公司工程代建业务收入为 4.85 亿元，较 2013 年 8.38 亿元大幅下降，主要系北关河综合整治工程在 2013 年完成主要施工任务，而 2014 年新增安置房项目没有形成较大工程量，确认收入较少所致。2014 年公司新增土地开发整理收入，2015~2016 年收入分别为 4.17 亿元和 4.79 亿元。

毛利率方面，2013~2015 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；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。综上，2013~2015 年，公司毛利率波动中有所增长，主要系公司于 2014 年新增毛利率较高的土地开发整理业务所致。

表 7 公司 2013~2015 年营业收入及毛利率（单位：万元，%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
工程代建收入	83,843.20	16.67	100.00	48,541.11	16.67	53.78	45,006.91	16.67	48.43
土地开发整理	--	--	--	41,718.38	46.20	46.22	47,921.81	35.48	51.57
合计	83,843.20	16.67	100.00	90,259.49	30.32	100.00	92,928.72	26.37	100.00

资料来源：公司提供

总体看，伴随业务范围扩大的影响，公司营业收入持续增长，毛利率水平波动增长。

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委托，完成高邮市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建设的模式看，公司与高邮城乡建设局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，高邮城乡建设局基于两年以内付清项目建设成本和代建管理费。

目前政府和公司无具体代建项目回款说明，但公司近三年工程代建项目的回款状况较稳定。从政府回款方面看，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，高邮市城乡建设局将上述款项汇至高邮市财审局账户，由高邮市财审局转至公司；从公司应收款项账龄判断，高邮城乡建设局基于代建项目竣工后 2 年以内回款完全；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于 2016 年起加快各类款项的支付进度，预计 2019 年底之前完成所欠公司全部应收代建工程款项的支付。为确保还款资金落到实处，高邮市政府将督促高邮市城乡建设局及时偿还所欠款项，在高邮市城乡建设局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 1470.50 亩商住用地上市出让，将上述地块对应的土地出让金收益作为偿还应收代建工程款项的资金来源。总体看，公司工程代建业务回款安排较为明确。

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”；公司实际收到高邮城乡建设局拨付的项目资金后，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。2013~2015年，公司工程代建业务收入分别为8.38亿元、4.85亿元和4.50亿元，受北关河综合整治工程在2013年完成主要施工任务，而2014年新增安置房项目没有形成较大工程量，确认收入较少影响，2014年公司工程代建业务收入较2013年大幅下降；工程代建业务毛利率一直保持在16.67%。截至2015年底，公司在建的代建项目的明细状况见表8，公司项目总投资金额6.57亿元，已完成投资6.53亿元，尚需投资0.04亿元，尚需投资规模较小。另，公司未来拟建代建项目目前尚未确定。

表8 截至2015年底，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	截至2015年底已投资额	尚需投资	2013年确认收入金额	2014年确认收入金额	2015年确认收入金额	工程进度	计划完工时间
农民集中安置小区项目	52,519.66	52,175.69	343.97	10,070.73	23,319.70	29,220.39	99.35	2016年
基建十三期	13,209.00	13,155.43	53.57	--	--	15,786.51	99.73	2015年
合计	65,728.66	65,331.12	397.54	10,070.73	23,319.70	45,006.91	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司工程代建业务盈利稳定，发展受高邮城乡建设局影响较大，考虑到公司受到的政府支持力度较大，预计公司工程代建业务将随着高邮市的发展而稳步发展。

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、开发职能并指定高邮市经济开发区北关河地带土地开发整理工作由公司进行，待完成土地出让程序后，根据公司完成的土地开发整理工作发生的成本加85%的合理成本利润率进行核算，形成公司主营业务收入，且今后每年政府将指定一定数量的土地给公司进行整理开发。

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，主要是以现金补偿拆迁户及拆迁相关支出。公司每年核实替政府进行拆迁支出的成本，确定合适的利润后（公司未按照85%的成本利润率核算利润），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。

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高邮经开区管委会于2016年起加快各类款项的支付进度，预计2019年底之前完成所欠公司全部应收款项的支付，具体还款情况见表9，为确保还款资金落到实处，高邮市政府将督促高邮市城乡建设局以及高邮经开区管委会及时偿还所欠款项，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作为偿还应收款项的资金来源；从公司应收账款账龄判断，近三年，公司对高邮经济开发区管理

委员会的应收土地开发整理款项账龄均在 1 年以内。整体看，公司目前无土地开发整理业务回款协议，只有应收款项回款说明，公司未来土地开发整理业务收入的回款状况存在一定不确定性。

表9 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	--

资料来源：公司提供

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；每年在收到高邮经济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；公司实际收到高邮经济开发区管委会拨付的资金后，借记“货币资金”，贷记“应收账款”。

2014~2015 年，公司土地开发整理情况见表 10，2014~2015 年，公司确认土地开发整理业务收入分别为 4.17 和 4.79 亿元，毛利率分别为 46.20%和 35.48%。

表10 2014~2015年公司土地开发整理情况（单位：万元）

土地开发整理支付情况	2014 年	2015 年
清水潭 166 户	--	4,044.13
林邮丝厂 72 户	--	3,033.58
国信燃气 39 户	--	6,497.68
杨桥九里 133 户	--	12,716.54
赵倪路	--	542.11
花王 18 组	--	3,456.95
电池工业园	2,444.47	--
合计	2,444.47	30,290.99
土地开发整理成本	22,444.49	30,917.30

资料来源：公司提供

注：电池工业园以前年度发生的土地开发整理成本于 2014 年结转。

总体看，公司土地开发整理业务盈利能力较好，但公司目前无土地开发整理业务回款协议，只有应收款项回款说明，公司未来土地开发整理业务收入的回款状况存在一定不确定性。

4. 拟建项目

目前公司拟建项目主要为本期债券募投项目，募投项目除募集资金外还需公司自筹资金进行建设，募投项目投资总额为 21.02 亿元，除募集资金 14 亿元外，公司还需自筹资金 7.02 亿元，具体情况见上文募集资金用途分析。总体看，公司未来有一定的支出压力。

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 1500 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

公司提供的 2013~2015 年度财务报表已经中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)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, 公司无并表子公司, 公司近三年财务数据可比性较强。

截至 2015 年底, 公司合并资产总额 65.11 亿元, 负债总额 4.87 亿元, 所有者权益合计 60.25 亿元, 全部为归属于母公司的所有者权益。2015 年公司实现营业收入 9.29 亿元, 净利润 4.19 亿元, 全部为归属于母公司所有者净利润; 经营活动现金流量净额为-1.82 亿元, 现金及现金等价物净增加额-1.69 亿元。

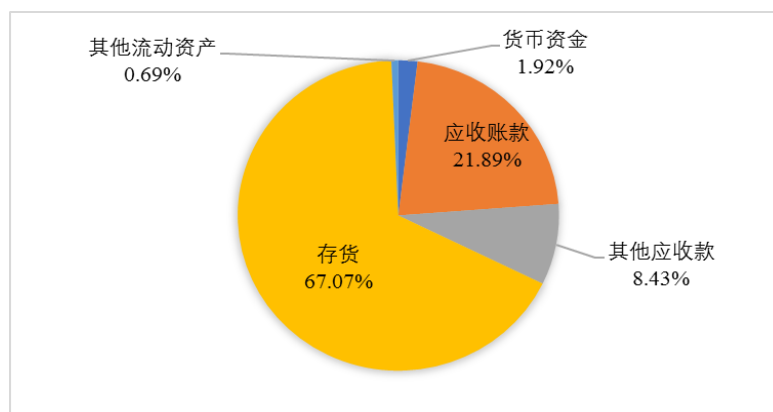
2. 资产质量

2013~2015年, 公司资产总额稳步增长, 年均复合增长6.82%, 主要由存货的增长所致; 截至2015年底, 公司资产总额为65.11亿元, 较年初增长5.89%, 主要系流动资产增长所致。资产构成中流动资产占88.82%, 非流动资产占11.18%, 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

2013~2015年, 公司的流动资产略有增长, 年均复合增长为7.38%, 截至2015年底, 流动资产为57.84亿元, 较年初增长6.34%。流动资产构成中, 主要以应收账款、存货和其他应收款为主, 分别占21.89%、67.07%和8.43%。

图1 2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长54.69%。截至2015年底，公司货币资金为1.11亿元，较年初下降63.05%，其中以银行存款为主，无受限资金。

2013~2015年，公司应收账款有所波动，年均复合下降0.86%。截至2015年底，公司应收账款为12.66亿元，较年初增长42.00%，主要系新增江苏省高邮经济开发区管理委员会土地开发整理款及高邮市城乡建设局代建工程款所致，其中应收高邮市城乡建设局9.02亿元，应收江苏省高邮经济开发区管理委员会3.64亿元。由于公司应收账款全为应收政府款项，公司未计提相应坏账准备。从账龄上看，截至2015年底，账龄一年以内的应收账款占比64.15%，账龄为1-2年的应收账款占比35.85%，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江苏省高邮经济开发区管理委员会，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 11 2015 年底应收账款明细（单位：万元，%）

客户名称	金额	占比	账龄
高邮市城乡建设局	44,835.47	71.26	1 年以内
	45,383.26		1-2 年
江苏省高邮经济开发区管理委员会	36,387.47	28.74	1 年以内
合计	126,606.21	100.00	--

资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司其他应收款波动中大幅增长，年均复合增长26.20%。截至2015年底，公司其他应收款为4.88亿元，较年初增长62.62%，主要系新增高邮开盛市政建设投资有限公司资金往来款4.92亿元所致，公司计提坏账准备493万元。从账龄来看，截至2015年底，公司其他应收款账龄全为一年以内，账龄较短。从集中度看，公司其他应收款金额第一名为高邮开盛市政建设投资有限公司，占总的其他应收款的比例为99.92%，公司其他应收款集中度高。公司其他应收款欠款单位高度集中，关联方企业欠款金额占比高，增加了公司资金周转压力。

2013~2015年，公司存货波动中有所增长，年均复合增长7.20%。截至2015年底，公司存货为38.79亿元，较年初下降0.72%，主要由开发成本（占82.39%）和土地开发整理（占17.61%）构成。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31.55亿元土地已进行抵押，占81.34%，受限比例高。由于期末存货账面成本低于可变现净值，公司未计提存货跌价准备。

2014~2015年，公司其他流动资产均为0.40亿元，全部为公司购买的光大银行理财产品。

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产变化较小，年均复合增长2.67%。截至2015年底，公司非流动资产为7.28亿元，较年初增长2.46%；从构成看，公司非流动资产主要由固定资产（占比11.49%）、在建工程（占比29.66%）以及无形资产（占比58.68%）构成。

2013~2015年，公司固定资产略有下降，年均复合下降2.60%。截至2015年底，公司固定资产为0.84亿元，较年初下降2.27%，主要为房屋及建筑物（占比98.88%），截至2015年底，公司累计计提折旧1,191.08万元，固定资产资产成新率为89.23%，成新率较高。

2013~2015年，公司在建工程大幅增长，年均复合增长19.76%，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2015年底，公司在建工程为2.16亿元，较年初增长16.34%，主要系科技产业综合用房项目完工进度增长所致。

2013~2015年，公司无形资产有所下降，年均复合下降2.56%，主要系每年对土地使用权进行摊销所致。截至2015年底，公司无形资产为4.27亿元，较年初下降2.60%。2015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，且土地抵押比例很高，公司资产流动性较差；非流动资产占比较低，主要由在建工程和无形资产构成，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。

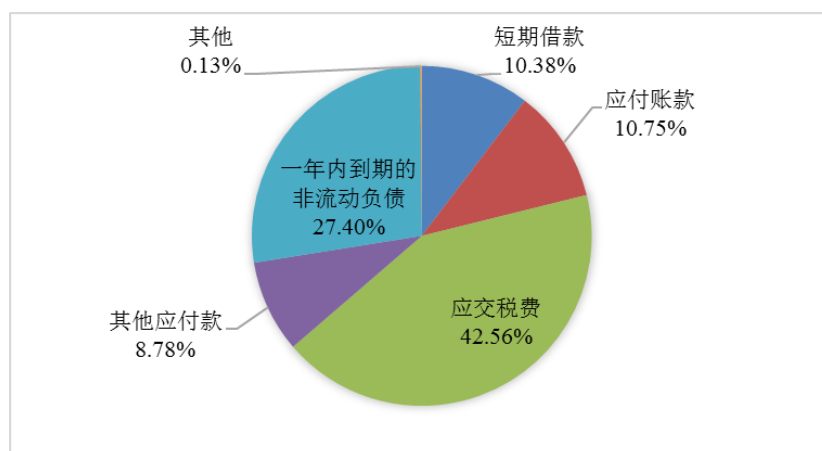
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015年，公司负债规模波动下降，年均复合下降2.59%，主要系长期借款减少所致。截至2015年底，公司负债总额为4.87亿元，其中流动负债占比71.23%，非流动负债占比28.77%，公司负债以流动负债为主。

2013~2015年，公司流动负债有所增长，年均复合增长8.79%。截至2015年底，公司流动负债合计3.47亿元，较年初增长2.43%，主要由短期借款（占10.38%）、应付账款（占10.75%）、应交税费（占42.56%）、其他应付款（占8.78%）和一年内到期的非流动负债（占27.40%）构成。

图2 2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司短期借款为0.36亿元，较2014年底增长0.36亿元，全部为质押借款。

2013~2015年，公司应付账款大幅减少，年均复合下降34.74%。截至2015年底，公司应付账款为0.37亿元，较年初下降54.23%，全部为应付的工程款；从账龄来看，一年以内占比100%；从集中度来看，公司应付账款前五名占比为89.09%。整体看，公司应付账款账龄较短，集中度偏高。

2013~2015年，公司应交税费快速增长，年均复合增长17.69%。截至2015年底，公司应交税费为1.48亿元，较年初增长15.48%。

2013~2015年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降35.48%。截至2015年底，公司其他应付款为0.30亿元，较年初下降52.15%，全部为与高邮市润邮建设投资有限公司和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。

2013~2015年，公司一年内到期的非流动负债大幅增长，年均复合增长94.94%。截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债为0.95亿元，较年初增长280%，全部为抵押借款。

2013~2015年，公司非流动负债快速下降，年均复合下降20.23%。截至2015年底，公司非流动负债为1.40亿元，较年初下降31.71%，全部为长期借款。

2013~2015年，公司长期借款快速下降，年均复合下降20.23%，截至2015年底，公司长期借款为1.40亿元，全部为抵押借款。

从债务结构看，2013~2015年，公司有息债务规模有所增长，年均复合增长5.17%。截至2015年底，公司全部债务为2.71亿元，较2014年底略有增长，其中短期债务占比48.34%，长期债务占比51.66%，公司债务结构偏长期债务为主。

从偿债指标看，2013~2015年，受公司负债规模较低以及权益规模较高影响，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整体较低，且呈下降的趋势。2014~2016年，资产负债率分别为8.99%、8.84%和7.47%；全部债务资本化比率分别为4.50%、4.60%和4.30%；长期债务资本化比率分别为4.06%、3.53%和2.27%。

总体来看，公司债务以流动负债为主，近三年，公司有息债务有所增长，但整体债务负担轻。

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长7.71%，主要系未分配利润增长所致。截至2015年底，公司所有者权益为60.25亿元，较年初增长7.47%，公司所有者权益全部为归属于母公司所有者权益。其中实收资本占比12.93%、资本公积占比50.27%、盈余公积占比3.83%、未分配利润占比32.97%，公司所有者权益稳定性尚可。

总体看，公司所有者权益以资本公积为主，公司所有者权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2013~2015年，受新增土地开发整理业务影响，公司营业收入有所增长，年均复合增长5.28%。2015年，公司营业收入为9.29亿元，其中代建工程收入4.50亿元，土地开发整理收入4.79亿元。2013~2015年，公司营业成本波动中有所下降，年均复合下降1.04%，2015年，公司营业成本为6.84亿元。2013~2015年，公司营业利润率波动中有所增长，三年分别为16.11%、30.02%和26.10%，公司营业利润率较高。

从期间费用看，2013~2015年，公司期间费用有所增长，分别为0.12亿元、0.21亿元和0.22亿元，占营业收入的比重持续增长，分别为1.41%、2.28%和2.33%，主要系管理费用中的无形资产摊销费增长较快所致。

2013~2015年，公司营业利润波动中有所增长，年均复合增长36.52%，2015年，公司营业利润为2.19亿元；近三年，公司投资收益较小。

营业外收入方面，公司近三年营业外收入规模波动中有所下降，年均复合下降 16.63%，全部为政府补助收入。2015 年，公司营业外收入为 2.12 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。

2013~2015 年，公司利润总额分别为 4.23 亿元、4.28 亿元和 4.31 亿元，其中营业外收入贡献较高，公司利润对政府补贴的依赖性较强。

从盈利能力指标来看，2014~2015 年，受所有者权益增长影响，公司总资本收益率有所下降，两年分别为 7.31%和 6.91%；总资产报酬率分别为 7.24%和 6.83%；净资产收益率也有所下降，分别为 7.64%和 7.20%。

整体看，公司盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动看，2013~2015 年，公司经营活动现金流入分别为 7.41 亿元、8.63 亿元和 7.68 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基本与营业收入保持同向增长，2013~2015 年，分别为 3.93 亿元、6.77 亿元和 5.55 亿元，。2013~2015 年，公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为 3.48 亿元、1.86 亿元和 2.13 亿元，主要为政府补助、企业往来款和利息收入。2013~2015 年，公司经营活动现金流出分别为 8.83 亿元、5.04 亿元和 9.49 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 67.67%。2013~2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金波动中有所下降，年均复合下降 2.31%，其中 2014 年公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅下降，主要系北关河整治项目 2013 年完成大部分建设任务，使得 2014 年发生成本大幅减少，2015 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 7.24 亿元；支付的其它与经营活动有关的现金波动中快速增长，年均复合增长 36.20%，主要系企业往来款增长所致，2015 年为 2.24 亿元。2013~2015 年，公司经营活动产生的净现金流分别为-1.42 亿元、3.59 亿元和-1.82 亿元。公司现金收入比分别为 46.89%、74.98%和 59.70%，公司整体收现质量较差。

2013~2015 年，公司投资活动现金流出量和流入量较小。2013~2014 年，公司无投资活动现金流入，2015 年为 0.40 亿元，为收到其他与投资活动有关的现金 0.40 亿元，全部为公司 2014 年购买的光大理财产品。2013 年，公司只有投资活动现金流出，购建固定资产、无形资产等支付的现金为 1.58 亿元，投资活动产生的净现金流量为-1.58 亿元。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，支付其他与投资活动有关的现金为 0.40 亿元。2015 年，公司购建固定资产和无形资产等支付的现金为 0.31 亿元；公司支付其他与投资活动有关的现金为 0.40 亿元，全部为公司购买的光大理财产品。2013~2015 年，公司投资活动现金净流出 1.53 亿元、0.75 亿元和 0.31 亿元，近三年，公司投资活动均处于净流出状态，但流出金额持续减小。

筹资活动方面，公司筹资性现金流入主要来源于银行借款，2013~2015 年分别为 4.02 亿、0.50 亿元和 1.56 亿元。筹资性现金流出主要为偿还债务支付的现金以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金，分别为 0.84 亿元、1.00 亿元和 1.13 亿元。2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 3.18 亿元、-0.50 亿元和 0.43 亿元。

总体来看，2013~2015 年，公司经营性净现金流量有所波动，投资活动现金流出量有所减小，筹资活动前净现金流有所波动，使得公司筹资活动净现金流也有所波动。整体看，公司筹资活动后净现金流由流入转为流出状态，公司存在一定对外筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看，2013~2015 年，公司流动比率和速动比率波动中略有下降，流动比率分别为 17.12 倍、16.07 倍和 16.68 倍；速动比率分别为 5.60 倍、4.53 倍和 5.49 倍。受经营活动净现金流量波动影响，公司经营现金流动负债比率大幅波动，三年分别为-48.50%、106.11%和 52.42%。2014~2016 年，公司现金短期债务比分别为 1.86 倍、4.62 倍和 0.85 倍，公司现金对短期债务的保障程度尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期债券能力来看，2013~2015 年，公司 EBITDA 有所增长，年均复合增长 2.14%，三年分别为 4.28 亿元、4.43 亿元和 4.46 亿元；公司 EBITDA 全部债务比分别为 1.75 倍、1.64 倍和 1.65 倍。2013~2014 年，公司无财务化和费用化的利息支出，2015 年，公司 EBITDA 利息倍数分别 353.95 倍。为从指标看，公司长期偿债能力较强。

截至 2015 年底，公司获得银行授信总额 5.86 亿元，其中未使用授信额度为 3.51 亿元，公司间接融资渠道尚可。

截至 2015 年底，公司对外担保金额为 20.44 亿元，担保余额为 13.45 亿元（担保余额是指发行人提供担保对应主营业务的当前余额合计，当一笔主营业务存在多种担保方式时，担保余额排除重复后加总计算），对外担保比率为 22.34%，被担保企业大部分为国有企业，被担保公司目前经营正常，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 12 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	3.78
高邮市惠源区域供水投资有限公司	3.12
高邮市润邮建设投资有限公司	2.40
高邮开盛市政建设投资有限公司	1.89
高邮市邮通水务有限公司	1.59
高邮市兴开农业科技有限公司	1.50
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	0.90
高邮市金峰贸易有限公司	0.73
扬州市龙海建筑安装工程有限公司	0.61
高邮市清水潭经济贸易发展有限公司	0.50
高邮市润园供水服务有限公司	0.35
扬州市别克机电有限公司	0.30
高邮东渥旅游度假有限公司	0.30
江苏邮城建设工程有限公司	0.20
扬州市弘宇建筑安装工程有限公司	0.15
扬州卫鑫化工有限公司	0.10
高邮江北金属结构件制造有限公司	0.10
江苏双兔食品股份有限公司	0.09
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	0.06
扬州清禹医药有限公司	0.05
江苏荣华铁塔制造有限公司	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

高邮市通达拆迁有限公司	0.03
合计	20.44

资料来源：公司提供

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.B201604140129101420），截至 2016 年 4 月 14 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，公司整体偿债能力很强。

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 10 亿元，占 2015 年底公司全部债务的 369.00%，对公司现有债务影响很大。

截至 2015 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为 7.47%、2.27%和 4.30%。以 2015 年底财务数据为基础，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 19.79%、15.91%和 17.42%，均有较大幅度的上升，公司的债务负担将加重，但仍处于合理范围内。

2. 本期债券偿还能力分析

2013~2015 年，公司 EBITDA 对本期债券的保障倍数分别为 0.43 倍、0.44 倍和 0.45 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 2.00 亿元。2013~2015 年，公司 EBITDA 对每年待偿还本金的保障倍数分别为 2.14 倍、2.22 倍和 2.23 倍，EBITDA 对每年待偿还本金保障程度尚可。

2013~2015 年，公司经营活动现金流入量分别为本期债券的 0.74 倍、0.86 倍和 0.77 倍，公司经营活动净现金流分别为本期债券的-0.14 倍、0.36 倍和-0.18 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 2.00 亿元。2013~2015 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 3.71 倍、4.31 倍和 3.84 倍，经营活动净现金流分别为每年待偿还本金的保障倍数分别为-0.71 倍、1.80 倍和-0.91 倍。经营活动现金流入量对每年待偿还本金保障程度一般，经营活动净现金流对每年待偿还本金保障程度较差。

总体看，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一般。

3. 偿债资金监管

本期债券将设立偿债账户和监管账户。偿债账户是公司在监管银行处开立的专门用于支付本期债券本息的资金账户，募集资金账户是公司在监管银行处开立的专门用于本期债券募集资金存放和使用的银行账户。本期债券监管银行将按照《募集资金专户监管协议》和《偿债资金专户监管协议》对偿债账户和募集资金账户进行监督和管理，以保障本期债券本息的偿付。

募集资金监管方面，公司与南京银行扬州分行签订了《募集资金专户监管协议》，为本期债券设立了募集资金专户。根据该协议，公司于本期债券发行首日前在南京银行扬州分行开设募集资金专户，募集资金专户仅用于本期债券募集资金的接收、存储与划转，募集资金专户内的资金必须严

格用于本期债券《募集说明书》约定的用途，不得擅自变更资金用途，不得转借他人，但因配合国家司法、执法部门依法采取强制性措施的除外。南京银行扬州分行根据公司出具的划款指令进行募集资金专户内的资金划转，南京银行扬州分行有权根据公司提供的资料对划款指令进行形式性审查。

偿债资金监管方面，公司与南京银行扬州分行签订了《偿债资金专户监管协议》，为本期债券设立了偿债资金专户。根据该协议，偿债资金专户内资金仅限于本期债券本息偿付用途。在本期债券存续期内每个付息日的五个交易日前，公司应将应付利息全额存入偿债资金专户；在债券到期日（或回售日）十个交易日前，将应偿付的债券本息（回售日为登记回售金额和当期利息）的 20% 存入偿债资金专户，并在到期日（或回售日）五个交易日前，将全部债券本息（回售日为登记回售金额和当期利息）存入偿债资金专户。

在偿债计划安排方面，本期债券采取提前分期偿付本金方式，于本期债券存续期第三年开始每年分别按照 20%、20%、20%、20% 和 20% 的比例偿还债券本金。本金的分期提前偿付降低了本期债券集中偿付的风险。

总的看，本期债券偿债资金主要来源于项目收益，在债券存续期内，项目收入对本期债券的本息覆盖程度一般，但考虑到公司自身的偿债能力以及政府对公司的有力支持。综合分析，本期债券到期不能偿还的风险低。

九、债权保障措施

本期债券由江苏再担保提供连带责任保证担保，具体为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。

江苏再担保成立于 2009 年 12 月，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 2014 年末江苏再担保实收资本增至 37.34 亿元，全部为货币出资。2015 年，江苏再担保实施增资扩股，实收资本增至 39.34 亿元。截至 2014 年末，江苏再担保合并资产总额 73.84 亿元，合并负债总额 26.98 亿元，所有者权益合计 46.86 亿元。2014 年，江苏再担保现合并营业收入 7.48 亿元。其中，再担保业务收入 0.10 亿元，担保业务收入 2.46 亿元，利息收入 2.58 亿元，租赁收入 1.27 亿元，典当收入 0.10 亿元；2014 年实现净利润 2.89 亿元。

经联合评级评定，江苏再担保担保实力很强，其担保对提升本次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垄断地位等方面具备的优势；公司负债规模较小，近年来收入稳定增长，偿债能力较强。同时，联合评级也关注到公司经营业务回款质量差，应收账款规模较高，对公司资金有所占用以及公司经营对高邮市政府支持的依赖程度高等不利因素对公司信用水平带来的不利影响。

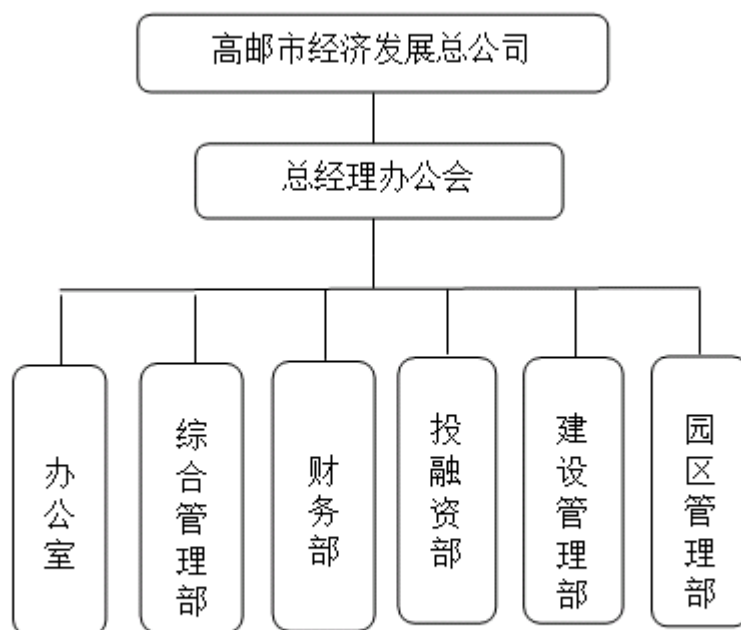
目前，高邮市经济发展趋势良好，随着公司基础设施建设与土地整理业务规模的继续扩大，以及平台化、资本化运作的加强，公司收入和利润规模有望持续增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	57.06	61.49	65.11
所有者权益（亿元）	51.94	56.06	60.25
短期债务（亿元）	0.25	0.65	1.31
长期债务（亿元）	2.20	2.05	1.40
全部债务（亿元）	2.45	2.70	2.71
营业收入（亿元）	8.38	9.03	9.29
净利润（亿元）	3.93	4.12	4.19
EBITDA（亿元）	4.28	4.42	4.46
经营性净现金流（亿元）	-1.42	3.59	-1.82
应收账款周转次数（次）	--	0.83	0.86
存货周转次数（次）	--	0.17	0.18
总资产周转次数（次）	--	0.15	0.15
现金收入比率（%）	46.89	74.98	59.70
总资本收益率（%）		7.31	6.91
总资产报酬率（%）	--	7.24	6.83
净资产收益率（%）		7.64	7.20
营业利润率（%）	--	30.02	26.10
费用收入比（%）	1.41	2.28	2.33
资产负债率（%）	8.99	8.84	7.47
全部债务资本化比率（%）	4.50	4.60	4.30
长期债务资本化比率（%）	4.06	3.53	2.27
EBITDA 利息倍数（倍）	--	353.95	323.46
EBITDA 全部债务比（倍）	1.75	1.64	1.65
流动比率（倍）	17.12	16.07	16.68
速动比率（倍）	5.60	4.53	5.49
现金短期债务比（倍）	1.86	4.62	0.85
经营现金流流动负债比率（%）	-48.50	106.11	-52.42
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.43	0.44	0.45

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	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额（亿元）	60.10	64.95	73.84
所有者权益合计（亿元）	42.82	43.63	46.86
母公司净资产（亿元）	37.38	37.74	40.46
母公司净资本（亿元）	21.37	18.23	23.10
担保余额（亿元）	630.88	613.79	603.82
担保责任余额（亿元）	269.23	235.25	245.57
净资产担保倍数（倍）	169.75	6.23	6.07
净资本担保倍数（倍）	6.29	9.49	9.91
营业收入（亿元）	6.76	6.74	7.48
净利润（亿元）	1.96	2.27	2.89
平均资产收益率（%）	3.67	3.62	4.16
平均净资产收益率（%）	4.92	5.24	6.39

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。