



# 高邮市经济发展集团有限公司2023年公司 债券信用评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.  
让评级彰显价值

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 高邮市经济发展集团有限公司

## 2023年公司债券信用评级报告

### 评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2023-02-09

### 债券概况

**发行规模：**不超过 8.40 亿元

**发行期限：**7 年

**偿还方式：**每年付息一次，在债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末，分别按照债券发行总额的 20% 的比例偿还债券本金

**发行目的：**拟将 5.04 亿元用于高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房工程项目建设及运营，3.36 亿元用于补充营运资金

**增信方式：**保证担保

**担保主体：**江苏省信用再担保集团有限公司

### 联系方式

**项目负责人：**马琳丽  
mall@cspengyuan.com

**项目组成员：**郑丽芬  
zhenglf@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

### 评级观点

- 中证鹏元评定高邮市经济发展集团有限公司（以下简称“高邮经发”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，评定公司本次拟发行不超过 8.40 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。
- 上述等级的评定是考虑到高邮市为全国百强县和全国工业百强县，工业基础较好，短期内公司代建业务收入来源较有保障，棚户区改造业务可持续性较好，获得的外部支持力度较大，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到了公司棚户区改造业务回款不及预期，资产流动性较弱，面临较大的资金压力及短期债务压力，以及存在一定的或有负债风险。

### 未来展望

- 预计公司代建业务和棚户区改造业务持续性较好，且有望持续获得较大程度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

### 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.9	2021	2020	2019
总资产	166.12	164.88	131.95	112.52
所有者权益	63.06	62.42	55.82	50.69
总债务	83.56	92.49	69.38	51.28
资产负债率	62.04%	62.14%	57.70%	54.95%
现金短期债务比	0.81	0.89	0.67	0.50
营业收入	2.81	5.72	5.36	5.10
其他收益	0.30	0.43	0.56	0.18
利润总额	0.68	1.22	1.16	0.98
销售毛利率	21.67%	21.13%	20.49%	23.51%
EBITDA	--	1.93	1.77	1.26
EBITDA 利息保障倍数	--	0.71	0.76	0.92
经营活动现金流净额	5.54	31.59	23.33	-7.34

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **高邮市为全国百强县和全国工业百强县，工业基础较好。**高邮市位于长三角中心区域，区位优势明显，2021年GDP总量和增速在扬州市各区县中均排名靠前，人均GDP为全国人均GDP的1.62倍，经济发展水平较高；江苏省高邮经济开发区（以下简称“高邮经开区”）为省级经济开发区，重点发展光储充、电子信息、生命健康等产业。
- **短期内公司代建业务收入来源较有保障，棚户区改造业务可持续性较好。**公司为高邮经开区重要的基础设施建设主体，同时业务范围延伸至高邮市北部片区，近年持续实现较大规模的代建收入，2021年末公司存货中工程成本尚有一定规模，短期内公司代建业务收入来源较有保障；此外，公司棚户区改造业务尚未回购规模较大。
- **公司获得的外部支持力度较大。**近年高邮市及高邮经开区政府在股权注入、财政补贴方面给予了公司大力支持，且公司持续获得一定的补贴收入。
- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

## 关注

- **公司棚户区改造业务回款不及预期。**2019-2020年公司棚户区改造业务实际回款少于预计回款，且2021年及2022年1-9月该项目未新增回款。
- **公司受限资产占比较高，资产流动性较弱。**公司资产中应收款项及长期应收款持续保持较大规模，应收对象大部分为江苏省高邮经济开发区管理委员会（以下简称“高邮经开区管委会”）及其关联单位，较为集中，需关注其回收时间；此外，公司受限资产占比较高。
- **公司面临较大的资金压力。**截至2022年9月末主要在建及拟建基础设施项目、保障房项目尚需投资规模较大。
- **公司面临较大的短期债务压力。**公司短期债务规模较大，货币资金受限比例较高，短期偿债指标表现较弱。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2022年9月末，公司对外担保规模较大，被担保对象均为高邮市及高邮经开区的国有企业，但均未设置反担保措施。

## 同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
高邮国控	高邮市最大的基础设施建设及国有资产控股平台	680.64	276.95	31.18
高邮建投	主要负责高邮市城区范围内的基础设施建设和棚户区改造项目	344.97	141.31	13.73
高邮水投	主要从事高邮市供水和污水处理相关业务	139.66	68.47	10.36
高邮总公司	业务范围均主要在高邮经开区，但高邮经发还承担了部分高邮市北部片区的基础设施建设业务	129.16	85.88	7.25
高邮经发		164.88	62.42	5.72
高邮交投	主要承担交通类基础设施建设项目	190.96	72.87	12.04
鑫邮投发	负责高邮市城南经济新区范围内的拆迁、土地整理、安置房开发建设等基础设施建设业务	133.98	61.35	5.41

注：（1）高邮国控为高邮市国有资产投资管理控股（集团）有限公司的简称、高邮建投为高邮市建设投资发展集团有限公司的简称、高邮水投为高邮市水务产业投资集团有限公司的简称、高邮总公司为高邮市经济发展总公司的简称、高邮交投为高邮市交通产业投资集团有限公司的简称、鑫邮投发为江苏鑫邮投资发展集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为2021年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分	评分要素	评分
区域状况	5/7	经营状况	4/7
区域状况	5/7	城投经营&财务状况	4/7
行政层级	2/5		
调整因素		ESG 因素	0
		审计报告质量	0
		不良信用记录	0
		补充调整	-1
个体信用状况			<b>a-</b>
外部特殊支持			<b>4</b>
主体信用等级			<b>AA</b>

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **a-**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

## 外部特殊支持

- 公司是高邮经开区重要的基础设施建设主体，同时也承接了部分高邮市北部片区的基础设施建设项目，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，高邮市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与高邮市政府的联系非常紧密以及对高邮市政府非常重要。同时，中证鹏元认为高邮市政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

## 一、发行主体概况

公司成立于2017年6月，由高邮总公司单独出资设立，初始注册资本3.00亿元，原名为高邮市经济发展有限公司。2017年8月，高邮总公司将持有公司的全部股权无偿转让给高邮市国有资产管理中心（以下简称“高邮国资中心”）；2017年11月，公司名称变更为现用名。经过历次增资和实缴出资，截至2022年9月末，公司注册资本和实收资本均为15.00亿元，高邮国资中心持有公司100%股权。

公司主要负责高邮经开区范围内的基础设施建设、棚户区改造及安置房建设等业务，是高邮经开区重要的基础设施建设主体，同时公司也承接了部分高邮市北部片区的基础设施建设项目。截至2022年9月末，纳入公司合并报表范围内的子公司共14家。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**2023年高邮市经济发展集团有限公司公司债券；

**发行规模：**不超过8.40亿元；

**债券期限和利率：**7年期固定利率；

**还本付息方式：**每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第3、4、5、6、7年末，分别按照债券发行总额的20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付；

**增信方式：**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。

## 三、本期债券募集资金用途

本期债券发行规模不超过8.40亿元，拟将5.04亿元用于高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房工程项目建设和运营，3.36亿元用于补充营运资金。

**表1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）**

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房工程项目	8.00	5.04	60.00%
补充营运资金	-	3.36	-
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>8.40</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （一）项目概况

本期债券募投项目为高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房工程项目，该项目位于高邮经开区屏淮北路东侧，兴欣路北侧，建设单位为子公司扬州欣满园建设发展有限公司（以下简称“欣满园公司”），根据江苏建威建设管理有限公司2022年1月出具的《高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房工程项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），项目总建筑面积为104,801.78平方米，其中地上总建筑面积

79,199.61平方米（主要包括安置房建筑面积62,505.85平方米，商业配套建筑面积13,720.80平方米），计划总投资79,998.60万元。

## （二）项目审批、核准或备案情况

**表2 本期债券募投项目获批文件**

核准时间	核准部门	核准内容	核准文号
2020年8月17日	高邮市自然资源和规划局	建设用地规划许可证	-
2020年10月15日	-	建设项目环境影响登记表	202032108400000324
2020年12月22日	高邮市行政审批局	关于“高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房工程可行性研究报告”的批复	邮行审投资发【2020】83号
2021年8月20日	-	固定资产投资节能承诺表	-
2021年9月6日	-	高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房工程社会稳定风险评估报告	-
2021年11月12日	高邮市住建局	关于高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房工程项目的情况说明	邮住建【2021】118号

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （三）项目建设进度

根据可研报告，募投项目计划建设期3年，运营期34年，合计37年，截至2022年9月末已投资2.25亿元，主要为土地款。

## （四）经济效益

根据可研报告，该项目收入包括安置房、商铺及车库销售收入，以及配套商业用房出租收入，预计计算期37年内可实现营业收入100,983.82万元，可以覆盖募投项目总投资；本期债券存续期内<sup>1</sup>预计可实现收入48,163.89万元，项目收入不能覆盖本期债券用于募投项目部分的本息和。需要关注的是，上述募投项目实现收益取决于项目运营情况以及建设进度等因素，未来若项目的建设进度滞后或运营情况不及预期，则其收益亦存在一定的不确定性。

# 四、运营环境

## 宏观经济和政策环境

**2021年我国经济持续复苏，2022年以来经济顶住压力运行在合理区间，坚持稳中求进工作总基调，财政货币政策着力扩需求**

2021年，我国经济呈稳健复苏态势，实现国内生产总值（GDP）114.4万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，经济增长全球领先，主要预期目标全面实现。分季度来看，一至四季度分别增长

<sup>1</sup> 假定本期债券建设期第1年为2022年，本期债券存续期为2023-2029年。

18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，经济运行总体平稳。

2022年以来，我国经济发展面临的形势更趋复杂严峻。国际方面，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，主要经济体货币政策快速收紧，不确定性和新挑战增多。国内方面，疫情多发散发，叠加高温干旱少雨极端天气，有些因素超出预期，经济发展仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，尤其是需求不足的矛盾突出，企业生产经营困难较多，经济恢复的基础不牢固。

2022年1-8月，稳经济一揽子政策出台及时，接续政策又果断推出，国内经济总体延续恢复发展态势，但有小幅波动。供给端，工业生产虽小幅波动但总体稳健，采矿业增速较快，高技术制造业和汽车制造业表现亮眼；疫情扰动下，服务业复苏基础不牢固，地产服务业快速回落拖累服务业整体增速，复苏略显乏力。需求端，出口增速整体维持高景气但有下滑压力，8月受高基数和外需走弱影响，出口增速大幅回落；专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，基建投资实现高增长，是稳增长的重要抓手；实施大规模留抵退税，确定设备更新专项贷款，制造业投资保持强劲；房地产开发投资持续走弱，尤其在三季度断供危机和“保交楼”压力下，新增投资积极性较低，居民购房意愿和信心不足；受疫情干扰，消费整体表现低迷。在全球高通胀背景下，我国通胀水平偏低，今年以来通胀水平温和上涨但整体可控。失业率较高但近期有所回落，青年人失业率持续突破历史新高，结构性就业压力较大。

宏观政策在扩大需求上积极作为。人民银行加大稳健的货币政策实施力度，发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，降准降息并下调中长期LPR利率，保持流动性合理充裕，有效支持实体经济融资需求，稳住宏观经济大盘。积极的财政政策靠前发力，注重精准、可持续。加大减负纾困力度，实施大规模增值税留抵退税，延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。加快专项债发行和使用进度，适度超前开展基础设施投资，用足用好专项债务限额。通过调增政策性开发性金融工具额度、能源保供特别债等措施助力稳增长。

我国继续坚持稳中求进工作总基调，狠抓稳经济一揽子政策和接续政策措施落地见效，财政货币政策积极作为，用足用好各类政策工具箱，发挥组合效应，大力扩大有效需求，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，实现回稳复苏。

**2019-2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来经济下行压力加大，城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧**

2019年，在控制隐性债务风险前提下，城投公司合理融资需求得到保障，整体融资环境有所改善。2019年5月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资。

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，

城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松。具体来看，自 2 月起，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

2021 年，随着 2020 年疫情影响的缓解，经济形势好转，稳增长压力减轻，监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7 月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得新提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。

2022 年以来，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管有保有压。4 月，央行 23 条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5 月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6 月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20 号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

目前国内外经济形势仍较为复杂严峻，后续政策重心仍是稳增长，同时平衡好风险防范和处置工作，预计城投融资监管将保持合理适度，城投公司合理融资需求仍有一定保障。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约和技术违约等风险事件时有发生，城投区域分化加剧，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

## 区域经济环境

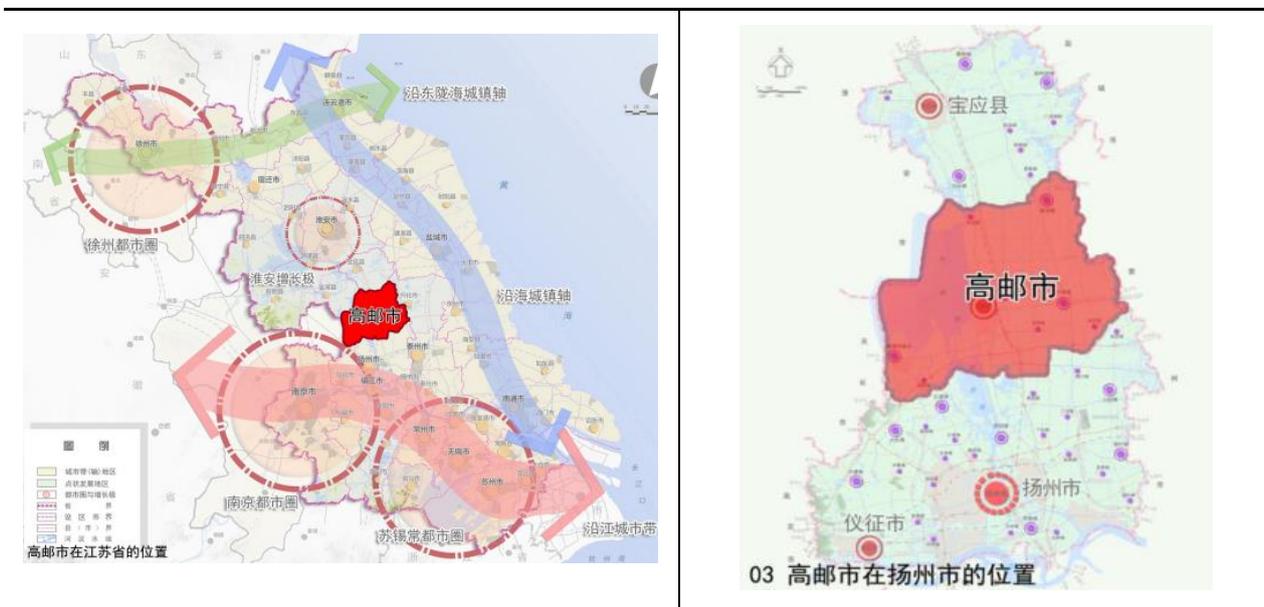
高邮市位于长三角中心区域，区位优势明显，交通便利，2021 年 GDP 总量和增速在扬州市各区县中均排名靠前，为全国百强县和全国工业百强县，工业基础较好；高邮经济开发区位于高邮市城区北部，为省级经济开发区，重点发展光储充、电子信息、生命健康等产业

区位特征：高邮市为扬州市下辖的县级市，位于上海和南京都市圈的交汇处，区位优势明显，市内水陆空交通便利。高邮市位于江苏省中部，是扬州市下辖的县级市，东邻兴化市，南连江都区、邗江区、仪征市，西接天长市（安徽省）、金湖县，北接宝应县，是连接苏南、苏北、鲁南、皖东的纽带，

市区西南经扬州市达南京市165千米，东南经无锡市、苏州市抵上海市331千米，全市总面积1,963平方千米，下辖11个镇（街道），1个乡（菱塘回族乡），2个省级开发区（高邮经济开发区、高邮高新技术产业开发区），1个新区（高邮城南经济新区），根据第七次全国人口普查公报，截至2020年11月1日零时，高邮市常住人口为70.96万人，较2010年第六次全国人口普查减少3.51万人。

高邮市地处长江三角洲，位于上海和南京都市圈的交汇处，区位优势明显，市内公路、铁路、航空以及水运等交通网络体系较为发达。京沪高速公路和市内外的公路网使高邮市交通便捷，开车3小时内可到上海、苏州、南京、扬州等地；市内设有高邮站、高邮北站等2个高铁站，距扬州站0.5小时车程；高邮城区距扬州泰州国际机场30分钟、南京禄口国际机场1.5小时、上海浦东国际机场2.5小时；水路方面，高邮港是扬州港分港区，岸线长1,500米，在全国内河码头中最长。

**图 1 高邮市区位图**



资料来源：高邮市城镇住房发展规划（2021-2025年）

**经济发展水平：**高邮市为全国百强县，**GDP总量和增速在扬州市各区县中均排名靠前，整体经济发展水平较高。**近年高邮市地区生产总值保持增长，三次产业结构由2019年的10.5:49.6:39.9调整为2021年的10.0:50.4:39.6，经济结构以第二产业为主，2021年高邮市GDP总量和增速在扬州市各区县中均排名靠前，在赛迪顾问《2021中国县域经济百强研究》中，高邮市排名第71位。按常住人口计算，2021年高邮市人均GDP为13.10万元，为全国人均GDP的161.70%，经济发展水平较高。2019-2021年，高邮市固定资产投资增速持续下滑，其中2020年主要系第二产业投资下降所致，2021年主要系第三产业投资下降所致；高邮市社会消费品零售总额增速波动较大，其中2020年受新冠疫情影响增速为负，2021年增速在低基数基础上回升，对经济增长拉动作用明显。高邮市进出口规模不大，对经济增长的贡献有限。2022年1-9月高邮市GDP为701.31亿元，同比增长4.5%。

**表3 2021年扬州市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）**

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算 收入	政府性基金收 入
江都区	1,220.54	8.0%	13.17	56.90	99.67
邗江区	1,117.29	5.2%	15.37	54.41	56.91
<b>高邮市</b>	<b>929.31</b>	<b>7.8%</b>	<b>13.09</b>	<b>39.00</b>	<b>36.91</b>
仪征市	910.71	7.6%	17.10	48.21	95.12
宝应县	841.41	7.5%	12.33	25.14	41.72
广陵区	765.80	7.0%	14.12	42.02	64.50

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

**表4 高邮市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	929.3	7.8%	838.2	3.4%	818.7	7.1%
固定资产投资	-	0.3%	-	7.6%	-	10.0%
社会消费品零售总额	185.2	7.9%	171.6	-2.5%	204.6	7.0%
进出口总额（亿美元）	6.7	29.0%	5.4	6.5%	5.1	2.3%
人均 GDP（元）		130,935		112,372		109,970
人均 GDP/全国人均 GDP		161.70%		155.11%		155.12%

注：“-”表示数据未公布。

资料来源：2019-2021 年高邮市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：**高邮市为全国工业百强县，产业布局为“3+3”体系，工业基础较好。在中国信息通信研究院《中国工业百强县（市）、百强区发展报告》中，高邮市排名第56位。高邮市实行工业“3+3”体系，产业定位为巩固提升机械装备、电线电缆、纺织服装三大基本产业，加速集聚光储充、智慧照明、电子信息三大新兴产业，机械装备方面，高邮市是江苏省高端装备制造业特色基地，汤庄镇为“江苏省液压机械制造名镇”，卸甲镇是江苏省电动工具出口基地，代表企业有道爵新能源汽车公司、中信戴卡公司、中国航天水力、秦邮特钢、江苏金飞达公司等；电线电缆方面，高邮市是国家火炬计划特种电缆特色产业基地，重点企业有扬州曙光电缆公司、光明电缆公司等；纺织服装方面，高邮市是中国羽绒服制造名城，现有波司登、雅鹿、经纬纺织、永辉丙纶等纺织服装生产企业，其中波司登在高邮市建有大型研发、生产、物流基地。2021年高邮市600家规模以上工业企业实现工业总产值946.4亿元，同比增长23.3%，其中产值超亿元以上的企业达191家，高邮市工业基础较好，有利地支撑了全市经济的发展。

**财政及债务水平：**高邮市一般公共预算收入持续增长且收入质量较好，但财政自给程度偏低。近年高邮市一般公共预算收入保持增长，税收占比均在80%以上，但财政自给水平偏低；政府性基金收入波动增长，但2021年规模在扬州市各下属区县中排名末位。区域债务方面，2019-2021年高邮市政府债

务余额保持小幅增长，2021年末高邮市广义政府债务率<sup>2</sup>为248.78%。2022年1-11月，高邮市一般公共预算收入为33.59亿元，同比下降2.2%；其中税收收入占比78.54%。

**表5 高邮市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	39.00	37.91	36.80
税收收入占比	81.71%	81.77%	84.22%
财政自给率	44.25%	45.59%	46.01%
政府性基金收入	36.91	31.02	31.52
地方政府债务余额	94.87	94.40	90.12

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：2019-2021年高邮市财政预决算文件，中证鹏元整理

**高邮经开区位于高邮市城区北部，为省级经济开发区，重点发展光储充、电子信息、生命健康等产业。**高邮经开区是1993年11月由江苏省政府批准设立的省级经济开发区，位于高邮市城区北部，区域总面积101.5平方千米，规划开发面积50平方千米，其中建成区面积20多平方千米，辖14个村、6个社区，现常住人口8.77万人。高邮经开区以光储充为特色主导产业、以电子信息、生命健康为两个战略性新兴产业，内设光储充产业园、电子信息产业园、生命健康产业园和清水潭旅游度假区等特色园区，目前重点项目有总投资100亿元的中节能20GW高效太阳能电池智能制造项目、总投资50亿元的中环艾能高效光伏电池、切片、组件项目和总投资5000万美元的赛得能源IBM无钴新型GT锂离子电池项目。

**表6 高邮经开区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	183.13	10.3%	160.00	4.46%	153.16	12.7%
规模以上工业总产值	397.60	24.70%	309.62	20.20%	255.23	28.0%
固定资产投资	78.20	10.0%	71.60	9.16%	65.59	9.3%

资料来源：高邮经开区统计分局，中证鹏元整理

**表7 高邮经开区主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	6.96	6.35	6.91
财政自给率	188.85%	200.59%	185.78%

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：2019-2021年高邮市财政预决算文件，中证鹏元整理

**投融资平台：**截至2022年末，高邮市主要城投公司有7家，分别为公司、高邮国控、高邮建投、高邮水投、高邮总公司、高邮交投和鑫邮投发，其中公司持有高邮建投、高邮交投和鑫邮投发3家公司100.00%股权；高邮建投持有高邮水投100.00%股权。上述7家公司的实际控制人均为高邮市人民政府。

<sup>2</sup> 广义政府债务率=（地方政府直接债务+地区城投债务）/（公共财政收入+政府性基金收入+上级补助收入）。

**表8 截至 2022 年末高邮市（含开发区）主要城投平台情况（单位：亿元）**

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
高邮国控	高邮国资中心	276.95	59.31%	31.18	273.25	高邮市最大的基础设施建设及国有资产控股平台
高邮建投	高邮国控	141.31	59.04%	13.73	133.26	主要负责高邮市城区范围内的基础设施建设和棚户区改造项目
高邮水投	高邮建投	68.47	50.97%	10.36	58.77	主要从事高邮市供水和污水处理相关业务
高邮总公司	高邮国资中心	85.88	33.51%	7.25	35.51	业务范围均主要在高邮经开区，但高邮经发还承担了部分高邮市北部片区的基础设施建设业务
高邮经发	高邮国资中心	62.42	62.14%	5.72	92.49	主要负责高邮市城南经济新区范围内的拆迁、土地整理、安置房开发建设等基础设施建设业务
高邮交投	高邮国控	72.87	61.84%	12.04	102.98	主要承担交通类基础设施建设项目
鑫邮投发	高邮国控	61.35	54.21%	5.41	26.00	负责高邮市城南经济新区范围内的拆迁、土地整理、安置房开发建设等基础设施建设业务

注：财务数据为 2021 年/2021 年末数据，高邮水投和高邮总公司总债务未考虑其他债务调整项。

资料来源：中证鹏元数据库，中证鹏元整理

## 五、公司治理与管理

根据《公司法》和其他相关法律、法规的规定，公司制定了《高邮市经济发展集团有限公司章程》，章程中规定，公司不设股东会。公司设董事会，由5名董事组成，其中包括职工董事1名，非职工代表董事会成员由出资人委派，职工董事由公司职工代表大会选举产生，董事长由出资人从董事会成员中指定。公司设监事会，由5名监事组成，其中包括职工代表监事2名，非职工代表监事会成员由出资人委派，职工代表监事由公司职工代表大会选举产生，监事会主席由监事会成员选举产生。

为保证公司的正常运转，公司下设综合办公室、项目建设部、投融资部、会计核算部等部门，并建立了较为完善的内部控制制度。

## 六、经营与竞争

公司业务主要涉及基础设施建设、棚户区改造及安置房建设、贸易等，业务范围主要在高邮经开区，同时也有部分高邮市北部片区的基础设施建设项目。2019-2021年公司营业收入分别为5.10亿元、5.36亿元和5.72亿元，其中代建收入占比均在70%以上，为公司的最主要收入来源。政府购买服务收入系子公司高邮市飞扬新城镇建设有限公司（以下简称“飞扬新城镇”）棚户区改造项目确认的收入，为2019年新增的收入。2022年1-9月，公司营业收入为2.81亿元，同比下降25.50%，主要系代建收入下降所致。

毛利率方面，由于收入占比较大的代建业务毛利率不变，而2020年新增的贸易业务毛利率较低，近

年公司销售毛利率随着贸易业务收入占比变化而小幅波动下降。

**表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2022年1-9月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
代建收入	21,182.91	14.17%	47,986.12	14.17%	37,821.52	14.17%	45,490.03	14.17%
贸易收入	2,754.45	1.36%	3,925.65	0.18%	10,285.23	0.92%	0.00	-
政府购买服务收入	2,899.95	100.00%	4,140.83	100.00%	4,442.89	100.00%	5,456.85	100.00%
其他	1,228.82	11.70%	1,185.60	97.08%	1,099.03	100.00%	98.14	100.00%
<b>合计</b>	<b>28,066.13</b>	<b>21.67%</b>	<b>57,238.19</b>	<b>21.13%</b>	<b>53,648.67</b>	<b>20.49%</b>	<b>51,045.02</b>	<b>23.51%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司是高邮经开区重要的基础设施建设主体，短期内公司代建业务收入来源较有保障**

作为高邮经开区重要的基础设施建设主体，公司就具体项目与高邮经开区管委会或者其关联单位签订委托代建协议，并根据协议约定承担项目代建任务。按照协议约定，委托方根据代建方已完成的工程投资额与代建费用确定代建结算金额，并与代建方签署代建结算确认协议，代建费用均为工程投资额的20%，目前公司代建业务主要由公司本部、高邮开盛市政建设投资有限公司（以下简称“开盛市政”）和高邮市援农建设发展有限公司（以下简称“援农建设”）等公司负责，代建业务委托方主要为高邮经开区管委会和高邮市兴区建设有限公司（以下简称“兴区建设”），兴区建设的实际控制人为高邮经开区管委会。实际执行中，公司代建项目主要按照完工进度确认收入，2019-2021年，公司代建业务收入分别为4.55亿元、3.78亿元和4.80亿元，其中2020年收入下降主要受疫情影响；毛利率均为14.17%。

**表10 近年公司代建收入明细情况（单位：万元）**

项目	项目名称	确认成本	确认收入
2022年1-9月	河闸及村河道清淤水利工程	13,783.04	15,860.10
	2018年制村庄生活污水处理		
	电池园北一、二、三路工程	1,380.09	1,656.11
	河道整治工程	1,550.42	1,860.50
	金桥路南延、北延工程	1,468.46	1,806.20
	<b>合计</b>	<b>18,182.00</b>	<b>21,182.91</b>
2021年	邮城经开高效农业示范园区项目	16,965.88	19,766.07
	生态湿地工程	9,368.66	10,914.94
	高邮经济开发区段屏淮路改造工程	6,778.43	7,897.20
	高邮市内基础设施建设	3,518.65	4,099.40
	河闸及村河道清淤水利工程、高邮市建制村庄生活污水处理设施建设工程	2,618.18	3,050.31
	高邮经济开发区洞庭湖路东延工程	1,232.26	1,435.64
	兴欣路及兴欣东路提升改造工程	706.03	822.56
<b>合计</b>	<b>41,188.09</b>	<b>47,986.12</b>	

2020年	高邮经济开发区泰北路（文游路-金桥北路）及泰北路东延工程	1,883.17	2,193.99
	高邮经济开发区企业污水纳管污水管道建设工程项目	3,763.65	4,384.83
	河闸及村河道清淤水利工程、高邮市建制村庄生活污水处理设施建设工程	2,925.91	3,408.83
	九园路；民营路	1,051.37	1,224.90
	洞庭湖路东延工程	1,267.03	1,476.15
	经十七路南延工程	2,737.41	3,189.21
	邮城经开高效农业示范园区项目	10,000.00	11,650.49
	基础设施建设	4,519.23	5,265.12
	高邮经济开发区段屏淮路改造工程	4,315.69	5,027.99
	<b>合计</b>	<b>32,463.46</b>	<b>37,821.51</b>
2019年	珠光锦苑安置小区拆迁项目	10,708.26	12,475.64
	邮城经开高效农业示范园区项目	18,000.00	20,970.87
	高邮市凌波路道路工程项目	6,363.84	7,414.19
	高邮经济开发区双庙村、杨桥村拆迁工程项目	3,973.50	4,629.32
	<b>合计</b>	<b>39,045.61</b>	<b>45,490.03</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年9月末，公司在建代建项目有苏州大学高邮实验学校工程，拟建项目为高邮经济开发区台湾工业园一期厂房及附属用房项和高邮市智慧停车升级改造项，合计总投资11.64亿元，尚需投资8.49亿元。2021年末公司存货中工程成本为7.33亿元，短期内公司代建业务收入来源较有保障。

**表11 截至 2022 年 9 月末公司主要在建及拟建基础设施工程情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	已投资	是否签订代建协议
苏州大学高邮实验学校工程	8.00	2.85	是
高邮经济开发区台湾工业园一期厂房及附属用房项目（拟建）	2.49	-	否
高邮市智慧停车升级改造项目（拟建）	1.15	-	否
<b>合计</b>	<b>11.64</b>	<b>3.15</b>	<b>-</b>

注：以上项目总投资数据为根据最新情况预估的总投资，与前期立项批复的总投数有差异。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司保障性住房业务投资规模较大，未来收入较有保障，但回款进度不及预期，且公司存在较大的资金支出压力**

子公司飞扬新城镇主营棚户区改造业务。2018年5月，飞扬新城镇与高邮市住房保障和房产管理局签订《政府购买协议》，约定飞扬新城镇为2018年度高邮市部分棚户区（城中村）改造项目的实施主体，负责对文游台村、花王村、奥林村和服装城周边等4个地块进行拆迁安置补偿，项目总投资11.12亿元，政府回购总价款为15.70亿元，政府按照协议约定在15年内分期支付资金，公司需要投入的资金已经支付。2019-2021年，公司分别确认政府购买服务收入5,456.85万元、4,442.89万元和4,140.83万元，毛利率

均为100%<sup>3</sup>。回款方面，2019-2020年，该项目实际分别收到高邮经开区管委会回款13,804.89万元和10,040.00万元，2021年及2022年1-9月该业务未收到政府回款，项目实际回款进度不及预期。

**表12 高邮市部分棚户区（城中村）改造项目政府资金支付计划（单位：万元）**

回购时间	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年 及以后	合计
回购金额	26,900	11,000	10,100	10,000	9,500	9,400	8,900	157,000

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

子公司欣满园公司承接了珠光锦苑定向销售安置房项目和高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房项目（本期债券募投项目），根据高邮市发展和改革委员会2019年10月出具的批复文件，珠光锦苑定向销售安置房项目总建筑面积75,131.23平方米，其中地上建筑面积56,490.23平方米，建设内容为1-5#为安置房，6#为社区用房，项目涉及安置房393套，需定向销售给高邮经开区内因招商引资、项目建设过程中土地房屋被征收的拆迁户，销售价格执行“一房一价”政策，备案均价为7,826元/平方米，项目实际销售给拆迁户的价格低于备案价，高邮经开区管委会承诺，项目实际售价与备案价之间的差额由其进行补差，但当前已售房产尚未结算补差款，项目概算总投资4.26亿元，截至2022年9月末已投资2.38亿元。根据高邮市行政审批局于2020年12月出具的批复文件，高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房项目总建筑面积104,801.78平方米，其中地上建筑面积79,199.61平方米，建设内容为5幢住宅安置房和1幢附属用房，预计总投资8.00亿元，截至2022年9月末已投资2.25亿元。截至2022年9月末，公司主要在建及拟建基础设施项目、保障房项目合计尚需投资7.63亿元，公司存在较大的资金支出压力。

**表13 截至2021年末公司保障房项目投资情况（单位：万平方米、亿元）**

项目名称	总建筑面积	地上建筑面积	预计总投资	已投资
珠光锦苑定向销售安置房项目	7.51	5.65	4.26	2.38
高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房项目	10.48	7.92	8.00	2.25
<b>合计</b>	<b>17.99</b>	<b>13.57</b>	<b>12.26</b>	<b>4.63</b>

注：上表中已投资数据统计口径为财务实际累计支付的金额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 2020年公司新增贸易业务，但该类业务盈利较弱，对公司的利润贡献有限

公司贸易业务由子公司高邮市集采供贸易有限公司（以下简称“集采供公司”）负责，是2020年公司新增的业务板块，集采供公司成立于2019年11月，目前主营进口板坯、钢材等贸易业务，通过产品进销差价获取收入。公司以销定采，贸易结算方式主要为现金结算，2020-2021年及2022年1-9月，公司贸易收入分别为10,285.23万元、3,925.65万元和2,754.45万元，其中2021年毛利率仅为0.18%。

### 近年公司获得的外部支持力度较大

<sup>3</sup> 公司确认的政府购买收入系根据项目回购总价款减去总投资后的差额，在15年内按实际利率法分年摊销计算所得，摊销利率为5.09%，项目应回购金额记入长期应收款科目。

作为高邮经开区重要的基础设施建设主体，高邮市及高邮经开区政府在股权注入、财政补贴方面给予了公司大力支持。

股权注入方面，根据高邮市财政局出具的邮财企【2017】368号文件，将援农建设79.50%股权无偿划转给公司；根据高邮经开区管委会出具的邮开管【2017】64号文件、邮开管【2018】105号文件，将开盛市政、高邮市润发建设开发有限公司和高邮市惠源区域供水投资有限公司3家公司的全部股权无偿划转给公司，同时根据高邮市政府2021年10月出具的文件，将高邮市东湿旅游度假有限公司<sup>4</sup>（以下简称“东湿旅游”）100%股权无偿划转给公司，截至2021年末，公司资本公积为43.88亿元。

财政补贴方面，2019-2021年及2022年1-9月公司累计获得高邮经开区管委会补贴收入1.47亿元，一定程度上提升了公司利润水平。

**表14 近年来公司获得的外部支持情况（单位：万元）**

时间	资产类型	文件	资产价值	计入科目
2017年	开盛市政 100%股权		208,385.01	增加资本公积
2017年	高邮市润发建设开发有限公司 100%股权	邮开管【2017】64号	23,365.77	增加资本公积
2017年	援农建设 79.50%股权	邮财企【2017】368号	182,363.07	增加资本公积
2018年	高邮市惠源区域供水投资有限公司 100%股权	邮开管【2018】105号	8,365.20	增加资本公积
2020年	援农建设资本公积冲减应收款项	邮开管【2020】150号	-40,000.00	减少资本公积
2021年	货币资金	邮开管【2021】113号	22,847.74	增加资本公积
2021年	东湿旅游 100%股权	关于同意高邮市润发建设开发有限公司收购高邮市东湿旅游度假有限公司股权的批复	33,491.45	增加资本公积
<b>合计</b>	-	-	<b>438,818.23</b>	-
2019年	经营补贴	邮开管【2019】150号	1,800.00	其他收益
2020年	经营补贴	邮开管【2020】148号	5,640.00	其他收益
2021年	经营补贴	邮开管【2021】111号	4,284.00	其他收益
2022年 1-9月	-	银行回单	3,000.00	其他收益
<b>合计</b>	-	-	<b>11,724.00</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

<sup>4</sup> 根据公司提供的资料，截至2021年9月末，东湿旅游总资产为4.99亿元，其中其他应收款4.92亿元，净资产为3.35亿元。

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年三年连审审计报告、2021年审计报告以及未经审计的2022年1-9月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年公司新增2家合并子公司：集采供公司、高邮中万鼎泰建设实业有限公司；2020年公司合并范围未发生变化；2021年公司新增5家合并子公司：高邮市隆华建设投资有限公司、高邮市邮源污水处理有限公司、江苏隆科科技产业园运营管理有限公司、东湿旅游和高邮市恒能产业投资合伙企业（有限合伙）；2022年1-9月，公司合并范围未发生变化。

## 资产结构与质量

**公司应收款项及长期应收款规模较大，且应收对象较为集中，需关注其回收时间；此外，公司受限资产占比较高，资产流动性较弱**

公司资产规模快速增长，2022年9月末为166.12亿元，较2019年末增长47.64%。从资产结构来看，以流动资产为主，2022年9月末流动资产占比为73.55%。

截至2021年末，公司货币资金为53.39亿元，其中使用受限资金46.29亿元，占比86.70%，受限原因为开立票据及借款质押，公司货币资金受限比例较高。截至2021年末，公司交易性金融资产为2.85亿元，为结构性存款。公司应收账款主要为应收代建项目款，2021年末账面价值为7.46亿元，其中兴区建设应收余额为4.53亿元，高邮经开区管委会应收余额为3.01亿元。公司其他应收款主要为往来款，2021年末账面价值为14.78亿元，账龄以1年以内的为主；前五大应收对象分别为高邮经开区管委会、高邮市鸿华新城镇建设有限公司、高邮市邮通水务有限公司、兴区建设和高邮总公司，均为高邮市及高邮经开区政府相关单位，合计应收余额为9.99亿元，占比66.59%，该类款项回收时间易受政府资金调配情况影响，存在不确定性；由于往来款项增加，2022年9月末，公司其他应收款大幅增至24.37亿元。

公司存货由待开发土地、工程成本和开发成本构成，2021年末为42.07亿元，在总资产中占比25.52%，近年持续增长主要系新增待开发土地以及工程项目的持续投入所致；其中待开发土地30.00亿元，主要为公司本部和开盛市政的土地成本，已抵押金额20.89亿元；工程成本7.33亿元，主要为代建项目成本；开发成本4.73亿元，为珠光锦苑定向销售安置房项目和高邮市湖畔景苑安置小区及附属用房项目投入的建设成本。

截至2021年末，公司长期应收款为9.23亿元，均系飞扬新城镇棚户区改造项目对应的政府购买服务款项，应收对象为高邮经开区管委会；截至2021年末，公司应收款项及长期应收款合计为31.48亿元，合计在总资产中占比19.09%，规模较大且较为集中，需关注其回收时间。2022年9月末公司长期股权投资增至2.63亿元，主要新增对高邮市恒能产业投资合伙企业(有限合伙)、高邮市孟城创业投资合伙企业(有限合伙)、高邮市邮建产业投资合伙企业(有限合伙)等公司的股权投资。近年公司投资性房地产增加较多，2021年末为16.37亿元，已抵押金额9.15亿元，其中2020年增加较多主要系新增部分出租房产同时转为以公允价值计量所致。公司无形资产主要为土地使用权，2021年末为10.86亿元，已抵押8.92亿元，

主要系购买取得。截至2021年末，公司其他非流动资产为1.90亿元，为银行定期存单。

截至2022年9月末，公司包括货币资金、交易性金融资产、存货、无形资产、投资性房地产和其他非流动资产等在内的受限资产合计80.56亿元，占总资产的比重为48.50%，受限资产占比较高。

**表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年9月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	37.56	22.61%	53.39	32.38%	26.14	19.81%	10.77	9.57%
交易性金融资产	2.85	1.71%	2.85	1.73%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收账款	9.65	5.81%	7.46	4.53%	8.70	6.59%	6.25	5.55%
预付款项	4.76	2.87%	2.07	1.25%	2.16	1.64%	0.00	0.00%
其他应收款	24.37	14.67%	14.78	8.97%	17.68	13.40%	47.69	42.38%
存货	42.29	25.46%	42.07	25.52%	37.22	28.21%	26.74	23.76%
<b>流动资产合计</b>	<b>122.18</b>	<b>73.55%</b>	<b>123.24</b>	<b>74.74%</b>	<b>92.64</b>	<b>70.21%</b>	<b>92.44</b>	<b>82.15%</b>
长期应收款	9.54	5.74%	9.23	5.60%	8.79	6.66%	9.33	8.29%
长期股权投资	2.63	1.58%	0.14	0.08%	0.15	0.11%	0.15	0.13%
投资性房地产	16.37	9.86%	16.37	9.93%	16.36	12.40%	3.80	3.38%
无形资产	11.25	6.77%	10.86	6.58%	9.84	7.46%	2.00	1.78%
其他非流动资产	1.90	1.14%	1.90	1.15%	0.90	0.68%	0.00	0.00%
<b>非流动资产合计</b>	<b>43.94</b>	<b>26.45%</b>	<b>41.64</b>	<b>25.26%</b>	<b>39.31</b>	<b>29.79%</b>	<b>20.08</b>	<b>17.85%</b>
<b>资产总计</b>	<b>166.12</b>	<b>100.00%</b>	<b>164.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>131.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>112.52</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

**公司营业收入保持增长，但主业回款波动较大，补贴收入一定程度上提升了公司利润水平**

近年公司营业收入主要来自于基础设施代建业务，2019-2021年代建业务收入占比均在70%以上，2019年公司棚户区改造业务开始确认收入，2020年公司新增贸易收入。2021年末公司存货中工程成本为7.33亿元，短期内公司代建业务收入来源较有保障；公司棚户区改造业务尚未回购规模较大，该项业务收入较为稳定，可持续性较好。2019-2021年公司销售毛利率分别为23.51%、20.49%和21.13%，小幅波动下降，主要受毛利率较低的贸易业务收入占比变化影响。

2019-2021年及2022年1-9月，公司补贴收入分别为0.18亿元、0.56亿元、0.43亿元和0.30亿元，占当期利润总额的比重分别为18.43%、48.45%、35.08%和43.95%，一定程度上提升了公司利润水平。得益于补贴收入以及利息收入的增加，近年公司利润总额持续增加。

**表16 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

项目	2022年9月	2021年	2020年	2019年
营业收入	2.81	5.72	5.36	5.10

营业利润	0.68	1.22	1.16	0.98
其他收益	0.30	0.43	0.56	0.18
利润总额	0.68	1.22	1.16	0.98
销售毛利率	21.67%	21.13%	20.49%	23.51%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 公司短期债务规模较大，短期偿债指标表现较弱，债务结构有待优化

得益于股东实缴出资、政府资产划转以及公司利润的累计，近年公司所有者权益持续增长，2022 年 9 月末为 63.06 亿元，主要为实收资本和资本公积。截至 2022 年 9 月末，公司总负债为 103.67 亿元，较 2019 年末增长 66.69%，主要系新增较多的应付票据及银行借款所致。公司产权比率有所上升，权益对负债的保障程度减弱。

图 2 公司资本结构

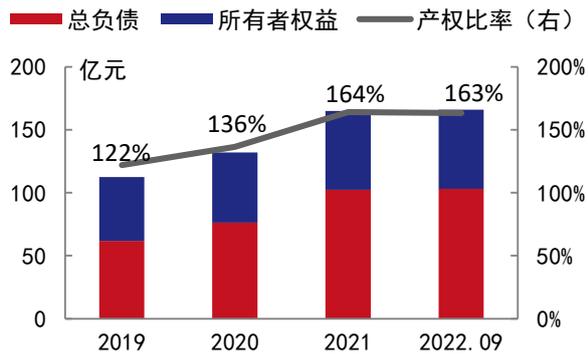
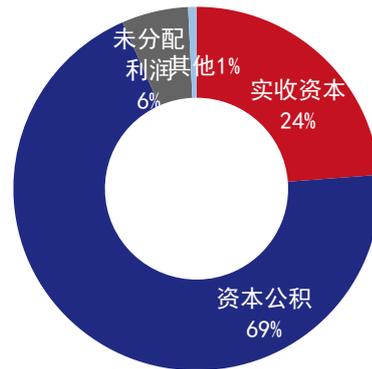


图 3 2022 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，2022 年 9 月末公司流动负债占总负债的比重为 67.28%。截至 2021 年末，公司短期借款为 17.84 亿元，较 2019 年末大幅增长，在总负债中占比 17.41%，其中质押借款 9.23 亿元、保证借款 3.68 亿元、抵押借款 4.93 亿元。近年公司应付票据持续大幅增长，2021 年末为 35.43 亿元，在总负债中占比 34.58%，主要为银行承兑汇票。合同负债为公司珠光锦苑定向销售安置房项目收到的购房款，2021 年末为 1.35 亿元，2019-2020 年末该类款项在预收款项科目核算。公司其他应付款主要为往来款，近年有所波动，2021 年末为 5.64 亿元，应付对象主要为高邮市及高邮经开区政府相关单位，其中应付高邮市国有资产投资运营有限公司 1.00 亿元，应付高邮建投 1.00 亿元；2022 年 9 月末，公司其他应付款大幅增至 14.93 亿元。截至 2021 年末，公司一年内到期的非流动负债为 10.24 亿元，其中一年内到期的长期借款 5.81 亿元、一年内到期的其他非流动负债 2.37 亿元和一年内到期的长期应付款 2.06 亿元。

截至 2021 年末，公司长期借款为 23.83 亿元，在总负债中占比 23.25%，其中质押借款 8.26 亿元、保证

借款10.44亿元和抵押借款10.94亿元（包括一年内到期的部分）。公司长期应付款为应付中航国际租赁有限公司、渝农商融资租赁有限责任公司以及冀银金融租赁股份有限公司等公司的融资租赁款，2021年末为5.16亿元。2020年末公司其他非流动负债主要为建信资本管理有限公司专项资产管理计划和开盛市政的定向融资工具，2021年末该部分款项转入一年内到期的非流动负债科目核算。

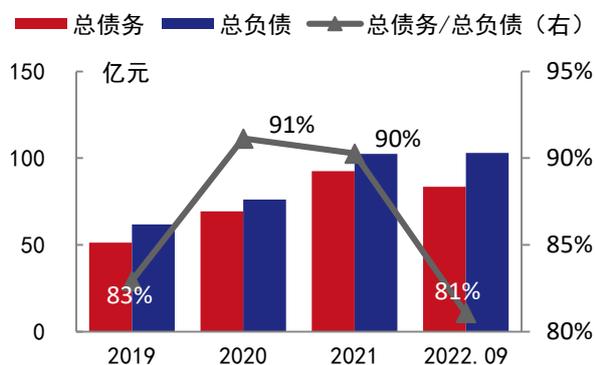
**表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年9月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.78	12.40%	17.84	17.41%	13.24	17.39%	9.80	15.85%
应付票据	31.22	30.29%	35.43	34.58%	15.40	20.23%	5.53	8.94%
预收款项	0.00	0.00%	0.01	0.01%	1.48	1.95%	1.47	2.37%
合同负债	1.34	1.30%	1.35	1.31%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	14.93	14.49%	5.64	5.51%	3.18	4.18%	5.31	8.59%
一年内到期的非流动负债	5.96	5.79%	10.24	9.99%	11.09	14.57%	6.98	11.29%
<b>流动负债合计</b>	<b>69.34</b>	<b>67.28%</b>	<b>73.35</b>	<b>71.59%</b>	<b>46.36</b>	<b>60.89%</b>	<b>33.81</b>	<b>54.69%</b>
长期借款	29.56	28.68%	23.83	23.25%	19.76	25.95%	18.03	29.16%
长期应付款	4.04	3.92%	5.16	5.03%	4.69	6.16%	3.92	6.34%
其他非流动负债	0.00	0.00%	0.00	0.00%	5.20	6.83%	6.01	9.72%
<b>非流动负债合计</b>	<b>33.73</b>	<b>32.72%</b>	<b>29.11</b>	<b>28.41%</b>	<b>29.77</b>	<b>39.11%</b>	<b>28.02</b>	<b>45.31%</b>
<b>负债合计</b>	<b>103.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>102.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>76.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>61.83</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

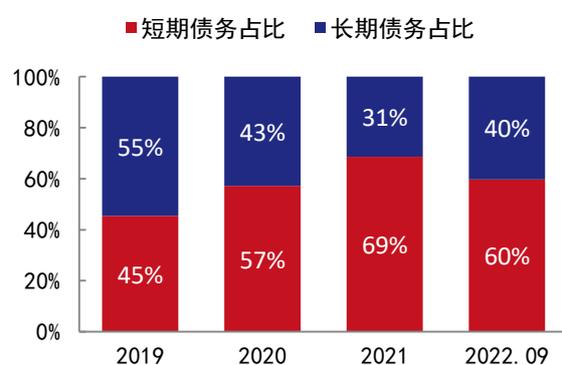
截至2022年9月末，公司总债务规模为83.56亿元，占负债总额比重为81.08%；其中短期债务为49.96亿元，占总债务的比重为59.79%，公司短期债务规模较大，债务结构有待优化。

**图 4 公司债务占负债比重**



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

**图 5 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，随着总债务的增加，近年公司资产负债率有所上升，2022年9月末为62.04%，

较2019年末提高7.09个百分点。由于短期债务规模较大，近年公司现金短期债务比虽有回升但不高，2021年末为0.89，且公司货币资金受限比例较高，短期偿债指标表现较弱；同时总债务快速增长，使得公司利息支出增加，受此影响，2021年公司EBITDA利息保障倍数降至0.71。

**表18 公司偿债能力指标**

项目	2022年9月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	62.04%	62.14%	57.70%	54.95%
现金短期债务比	0.81	0.89	0.67	0.50
EBITDA 利息保障倍数	--	0.71	0.76	0.92

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 八、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月2日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2022年11月11日）、子公司开盛市政（报告查询日：2023年2月2日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

### 或有事项分析

截至2022年9月末，公司对外担保余额为23.03亿元，占公司所有者权益的比重达36.52%，被担保对象均为高邮市及高邮经开区的国有企业，但均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

**表19 截至 2022 年 9 月末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保余额	担保期限	是否有反担保
高邮市兴开建设投资有限公司	7,600.00	2020.08.31-2023.08.31	否
高邮市清水潭经济贸易发展有限公司	10,000.00	2021.12.21-2022.12.20	否
高邮市清水潭旅游投资开发有限公司	4,400.00	2016.08.26-2024.06.25	否
高邮市润邮建设投资有限公司	4,000.00	2015.09.23-2023.09.20	否
高邮市兴区建设有限公司	18,000.00	2018.01.15-2024.01.05	否
高邮市润邮建设投资有限公司	3,600.00	2020.01.22-2028.11.01	否
高邮绿水生态建设有限公司	8,000.00	2021.12.16-2022.12.15	否
高邮市润园供水服务有限公司	5,275.64	2020.05.19-2025.05.19	否
高邮市城源污水处理有限公司	14,300.00	2020.10.09-2028.10.12	否
高邮市兴区建设有限公司	2,000.00	2022.05.23-2023.04.12	否
高邮市经济发展总公司	36,000.00	2021.06.24-2028.06.24	否
高邮城源污水处理有限公司	10,080.00	2021.09.18-2026.09.17	否
高邮市经济发展总公司	50,000.00	2021.11.01-2026.11.01	否
高邮市邮通水务有限公司	9,525.00	2021.11.25-2030.12.25	否

高邮市兴区建设有限公司	29,500.00	2021.01.25-2031.01.24	否
江苏振邮科技产业投资管理有限公司	18,000.00	2022.08.13-2023.02.12	否
<b>合计</b>	<b>230,280.64</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 九、外部特殊支持分析

公司是高邮经开区重要的基础设施建设主体，同时也承接了部分高邮市北部片区的基础设施建设项目，高邮国资中心持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，高邮市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与高邮市政府的联系非常紧密。公司由高邮国资中心100%控股，高邮市政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司业务范围涉及高邮经开区，并延伸至高邮市北部片区，近年公司资产注入和补贴收入主要来自高邮经开区管委会，同时高邮市政府也通过股权注入等方式给予了公司一定支持，预计未来公司与高邮市政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对高邮市政府非常重要。虽然公司不是高邮市最核心的城投平台，但作为区域内主要的城投平台之一，公司在基础设施建设方面对高邮市政府的贡献很大，近年营业收入主要来自基础设施代建业务，若公司发生债务违约，预计将对高邮市地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

## 十、抗风险能力分析

高邮市为全国百强县和全国工业百强县，工业基础较好，2021年GDP总量和增速在扬州市各区县中均排名靠前，公司是高邮经开区重要的基础设施建设主体，同时公司也承接了部分高邮市北部片区的基础设施建设项目，虽然公司受限资产规模较大且占比较高，短期债务规模较大，短期偿债指标表现较弱，但近年公司营业收入保持增长，短期内公司代建业务收入来源较有保障，棚户区改造业务可持续性较好，且近年高邮市及高邮经开区政府在股权注入、财政补贴方面给予了公司大力支持。综合来看，公司抗风险能力尚可。

## 十一、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，本期债券募投项目产生的收益是公司偿债资金的来源之一。根据可研报告，募投项目在债券存续期7年内预计可实现收入4.82亿元。但值得注意的是，受当地经济发展情况以及项目建设成本变动影响，项目建设进度及能否获得预期收益均存在一定不确定性。

其次，公司日常经营所得是公司偿债资金的主要来源。公司是高邮经开区重要的基础设施建设项目

建设主体，目前收入主要来自工程代建业务。2019-2021年公司营业收入分别为5.10亿元、5.36亿元和5.72亿元，2021年末公司存货中工程成本为7.33亿元，短期内公司代建业务收入来源较有保障。此外，公司棚户区改造业务尚未回购规模较大，该项业务收入较为稳定。但是需关注公司业务回款情况。

最后，资产变现是本期债券还本付息资金的有益补充。截至2021年末，公司存货和无形资产中土地使用权扣除使用受限部分后的账面价值为11.05亿元，必要时公司可将上述资产部分或全部处置，实现资金回笼，但同时中证鹏元也关注到公司土地使用权集中变现存在一定的困难。

## 本期债券保障措施分析

### 江苏再担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平

江苏再担保为本期债券出具了担保函，就本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保期限为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）原名江苏省信用再担保有限公司，成立于2009年12月，初始注册资本30.00亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省级再担保机构。经过多次增资和股权变更，截至2021年末，江苏再担保注册资本和实收资本均为98.98亿元，控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅，持股比例为22.11%，其他股东主要为江苏省地方各级政府和国有企业。

**表20 截至 2021 年末江苏再担保股权结构**

股东名称	出资额（万元）	持股比例
江苏省财政厅	218,892.43	22.12%
江苏金信金融控股集团有限公司	48,992.79	4.95%
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	4.45%
无锡惠开投资管理有限公司	34,677.07	3.50%
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	3.33%
常高新集团有限公司	33,000.00	3.33%
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	3.33%
南京溧水国资经营集团有限公司	32,984.98	3.33%
泰州市国鑫发展投资有限公司	32,661.86	3.30%
宿迁市人民政府	27,522.94	2.78%
仪征市国有资产管理中心	22,984.98	2.32%
丹阳市金融控股集团有限公司	22,000.00	2.22%
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	22,000.00	2.22%
扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	2.22%
如皋市人民政府	22,000.00	2.22%
常州钟楼新城投资建设有限公司	22,000.00	2.22%
扬州经济技术开发区开发（集团）有限公司	22,000.00	2.22%

其他股东	296,037.85	29.91%
<b>合计</b>	<b>989,754.90</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：江苏再担保 2021 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保是江苏省财政厅直接管理的省级再担保机构，主要在江苏省内经营直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款和典当等业务，其子公司江苏省融资再担保有限责任公司（以下简称“江苏融资再担”）承担构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能。担保业务收入、融资租赁业务收入和利息收入是江苏再担保的三大收入来源，2021年分别占营业总收入的64.46%、19.10%和9.15%。江苏再担保的担保业务收入以直接担保业务收入为主，利息收入主要来自信托产品、委托贷款、小额贷款、典当业务等。随着各项业务的发展，近年江苏再担保营业总收入实现较快增长。

**表21 江苏再担保营业总收入构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	14.58	64.46%	11.40	52.85%	10.25	56.13%
其中：直接担保费收入	11.03	48.76%	9.59	44.46%	7.86	43.04%
再担保费收入	3.55	15.69%	1.81	8.39%	2.39	13.09%
融资租赁业务收入	4.32	19.10%	4.33	20.07%	3.34	18.29%
利息收入	2.07	9.15%	5.38	24.94%	4.24	23.22%
其他	1.20	5.31%	0.00	0.00%	0.01	0.05%
其他业务收入	0.46	2.03%	0.46	2.13%	0.40	2.19%
<b>合计</b>	<b>22.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.26</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：江苏再担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保的担保业务包括直保业务和再担保业务，客户主要集中于江苏省内，受益于江苏省经济发展情况良好，担保业务承接情况较好，特别是直保业务规模不断增长。截至2021年末，江苏再担保担保业务担保余额为1,813.91亿元，其中直保余额占比为67.86%；再担保业务余额为582.94亿元，占期末担保余额的32.14%。

**表22 江苏再担保担保业务开展情况（合并口径）（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
期末担保余额	1,813.91	1,579.59	1,414.71
其中：直保余额	1,230.98	1,037.13	832.84
融资担保业务	1,212.10	1,031.79	827.87
直接融资担保	794.60	628.90	550.40
间接融资担保	388.42	385.72	269.49
非融资担保业务	18.88	5.34	4.98
再担保余额	582.94	542.46	581.87
当期新增担保额	1,300.42	1,221.50	880.93
当期解除担保额	1,066.09	1,056.62	831.87
期末直保责任余额*	789.04	626.99	509.60

当期担保代偿额	2.26	1.37	2.64
当期担保代偿率	0.21%	-	-
融资担保放大倍数*	7.78	7.31	6.90
累计担保代偿率	0.21%	0.20%	0.21%
累计代偿回收率	33.79%	28.68%	28.70%

注：\*为母公司口径。

资料来源：江苏再担保提供，中证鹏元整理

江苏再担保直接融资担保业务保持较快发展。直接融资担保方面，江苏再担保的直接融资担保业务以债券担保为主。截至2021年末江苏再担保直接融资担保余额为1,212.10亿元，同比增长17.48%，占同期末直保业务余额的98.47%，担保债券主要为江苏省内主体信用级别AA级及以上的地方国有企业发行的城投债。

间接融资担保方面，在宏观经济下行背景下，中小企业经营压力上升，为了控制风险，近年江苏再担保优化间接融资担保业务结构，收缩大额贷款担保业务的同时，积极创新业务和产品，推动普惠类贷款担保业务发展。近年江苏再担保间接融资担保业务规模有所上升，截至2021年末江苏再担保间接融资担保余额为388.42亿元，同比增长0.70%。

再担保业务方面，江苏再担保于2010年正式开展再担保业务，引入地方政府参股，目前在江苏省内13个地级市均设立了分公司，实现省内业务全覆盖。2020年，为更好的对接国家担保基金业务，江苏再担保正逐步将自身再担保业务转移至子公司江苏融资再担保进行统一管理。截至2021年末，江苏再担保的再担保余额为582.94亿元，同比上升7.46%。

担保业务质量方面，2021年江苏再担保当期担保代偿额为2.26亿元，同比增加64.96%；当期担保代偿率为0.21%。从代偿回收情况看，截至2021年末累计代偿回收率为33.79%，较2019年末提升5.09个百分点，但回收情况仍有待提升。截至2021年末应收代偿款账面余额为4.06亿元，较年初减少19.76%；已计提1.05亿元减值准备，占应收代偿款账面余额的25.86%。在宏观经济下行压力增大以及疫情反复等因素影响下，需持续关注担保项目的风险情况和代偿回收情况。

资产方面，得益于资本的持续增加，近年来江苏再担保总资产规模快速增长，截至2021年末总资产规模为264.83亿元，2019-2021年年复合增长率为24.03%。资产结构方面，江苏再担保资产主要由货币资金、交易性金融资产、发放贷款与垫款、长期应收款和其他权益工具投资组成构成。截至2021年末，江苏再担保的货币资金为37.93亿元，其中受限资金为2.65亿元，主要包括拟用于代偿项目的银行存款以及因质押、保理、监管等原因导致使用受限的货币资金。截至2021年末，江苏再担保交易性金融资产为45.99亿元，较上年末出现大幅增长，主要系2021年采用新金融工具准则，信托产品、资管计划等被调整至该科目同时对外投资力度增加所致。发放贷款及垫款主要包含小额贷款和典当两部分，截至2021年末，江苏再担保发放贷款及垫款账面价值为26.45亿元，同比增加26.17%，主要系小额贷款业务快速发展所致。截至2021年末，江苏再担保非流动资产规模为98.21亿元，较2019年增长29.51%，主要包括长

期应收款、债权投资和其他权益工具投资等。截至2021年末，江苏再担保不良类融资租赁资产余额为1.20亿元，占融资租赁资产总额的2.04%，已累计计提坏账准备1.11亿元。在宏观经济下行的背景下，江苏再担保的融资租赁资产质量需持续关注。

负债和所有者权益方面，截至2021年末，江苏再担保负债总额为106.24亿元，较2019年上升57.05%，其中包括短期借款12.95亿元、担保赔偿准备金18.14亿元、未到期责任准备金7.04亿元、长期借款15.22亿元和应付债券5.61亿元，合计占总负债的比例为55.94%。得益于增资扩股、永续债发行和经营积累，江苏再担保净资产规模持续提升，截至2021年末所有者权益158.59亿元，较2019年末增长23.18%，其中实收资本98.98亿元，较2019年末增长31.74%。截至2021年末江苏再担保融资担保放大倍数为7.78，整体而言，融资担保放大倍数仍处于较高水平。

盈利能力方面，得益于业务规模扩张，近年来江苏再担保收入和利润规模均持续增长，2021年江苏再担保实现营业总收入22.62亿元，同比增长4.87%；实现净利润7.23亿元，同比增长32.18%。2021年江苏再担保实现投资收益5.73亿元，同比大幅上涨887.93%，主要系2021年采用新金融工具准则，信托产品及资管计划等利息收入被重分类至投资收益所致。资产减值方面，2021年江苏再担保计提资产减值损失0.11亿元，较上年下降0.79亿元。近年来江苏再担保营业利润、利润总额、净利润均实现持续增长，2021年江苏再担保净资产收益率同比有所提升，整体上盈利能力有所增强。

**表23 江苏再担保主要盈利指标（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
营业总收入	22.62	21.57	18.26
投资收益	5.73	0.58	0.92
营业利润	10.75	8.07	6.42
利润总额	10.80	8.09	6.40
净利润	7.23	5.47	4.81
资产减值损失	0.11	0.90	1.29
信用减值损失	1.35	0.00	0.00
净资产收益率	4.90%	4.54%	5.35%

资料来源：江苏再担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，子公司江苏融资再担保承担构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能，在资本补充、业务拓展、政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的大力支持，自2009年成立以来，多次获得多家国资股东的增资，注册资本从最初的10.00亿元增加到2021年末的98.98亿元，资本实力进一步增强。

综上，江苏再担保子公司江苏融资再担保承担构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能，在资本补充、业务拓展、政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的大力支持，担保业务规模较大，近年来营业收入和净利润保持增长态势，资本实力持续增强，现金类资金规模较大，代偿能力极强；同

时中证鹏元也注意到在疫情反复、宏观经济下行压力较大的背景下，江苏再担保面临的代偿风险以及代偿款的回收风险或有所增加，融资租赁资产质量需要持续关注等风险因素。经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

## 十二、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

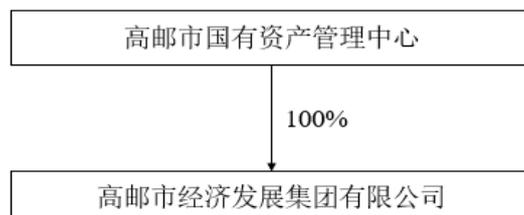
本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年9月	2021年	2020年	2019年
货币资金	37.56	53.39	26.14	10.77
应收账款	9.65	7.46	8.70	6.25
其他应收款	24.37	14.78	17.68	47.69
存货	42.29	42.07	37.22	26.74
流动资产合计	122.18	123.24	92.64	92.44
长期应收款	9.54	9.23	8.79	9.33
投资性房地产	16.37	16.37	16.36	3.80
无形资产	11.25	10.86	9.84	2.00
非流动资产合计	43.94	41.64	39.31	20.08
资产总计	166.12	164.88	131.95	112.52
短期借款	12.78	17.84	13.24	9.80
应付票据	31.22	35.43	15.40	5.53
其他应付款	14.93	5.64	3.18	5.31
一年内到期的非流动负债	5.96	10.24	11.09	6.98
流动负债合计	69.34	73.35	46.36	33.81
长期借款	29.56	23.83	19.76	18.03
长期应付款	4.04	5.16	4.69	3.92
非流动负债合计	33.73	29.11	29.77	28.02
负债合计	103.07	102.46	76.13	61.83
总债务	83.56	92.49	69.38	51.28
所有者权益	63.06	62.42	55.82	50.69
营业收入	2.81	5.72	5.36	5.10
营业利润	0.68	1.22	1.16	0.98
其他收益	0.30	0.43	0.56	0.18
利润总额	0.68	1.22	1.16	0.98
经营活动产生的现金流量净额	5.54	31.59	23.33	-7.34
投资活动产生的现金流量净额	-1.93	-2.51	-19.28	-8.56
筹资活动产生的现金流量净额	-2.34	-25.34	-2.87	15.61
财务指标	2022年9月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	21.67%	21.13%	20.49%	23.51%
资产负债率	62.04%	62.14%	57.70%	54.95%
现金短期债务比	0.81	0.89	0.67	0.50
EBITDA（亿元）	--	1.93	1.77	1.26
EBITDA 利息保障倍数	--	0.71	0.76	0.92

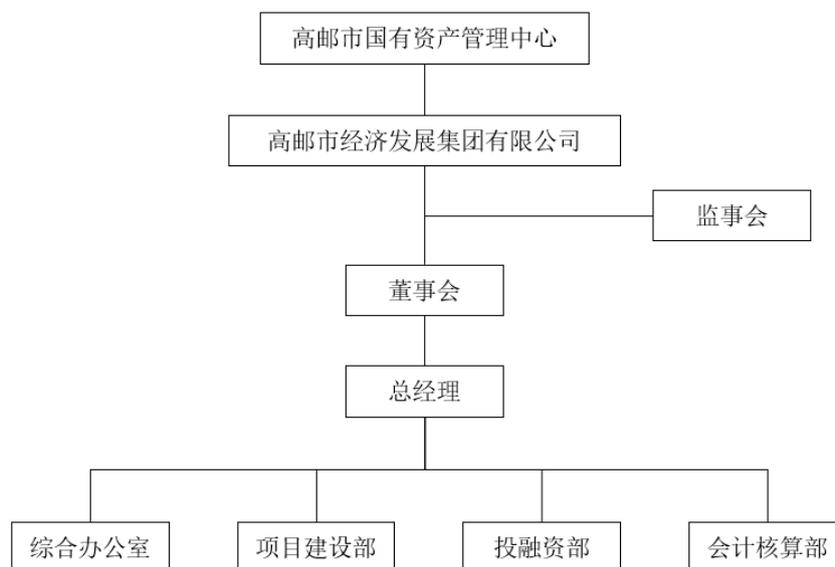
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2022年9月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	业务性质	取得方式
高邮市集采供贸易有限公司	100.00%	批发业	出资设立
高邮开盛市政建设投资有限公司	100.00%	土木工程建筑业	划拨
高邮市飞扬新城镇建设有限公司	100.00%	建筑装饰、装修和其他建筑业	出资设立
高邮市润发建设开发有限公司	100.00%	土木工程建筑业	划拨
扬州欣满园建设发展有限公司	100.00%	房屋建筑业	购入
高邮中万鼎泰建设实业有限公司	100.00%	批发业	出资设立
江苏睿博投资管理有限公司	100.00%	资本市场服务	出资设立
高邮市援农建设发展有限公司	100.00%	土木工程建筑业	划拨
高邮市惠源区域供水投资有限公司	100.00%	商务服务业	划拨
高邮市邮源污水处理有限公司	100.00%	生态保护和环境治理业	出资设立
高邮市隆华建设投资有限公司	100.00%	房屋建筑业	出资设立
江苏隆科科技产业园运营管理有限公司	100.00%	商务服务业	出资设立
高邮市东湿旅游度假有限公司	100.00%	其他服务业	划拨
高邮市恒能产业投资合伙企业（有限合伙）	69.90%	资本市场服务	出资设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

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

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。

<b>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

#### 四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。