

2014 年金湖县国有资产经营投资有限责任公司

公司债券 2018 年跟踪 信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

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員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員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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【350】号 01

债券简称：14 金湖债、
14 金湖资

增信方式：保证担保

担保主体：重庆进出口
信用担保有限公司

债券剩余规模：5.6 亿元

债券到期日期：2021 年
08 月 25 日

债券偿还方式：按年计
息，在第 3 至第 7 个计
息年度末分别偿还本金
的 20%

分析师

姓名：
刘师宇 张伟亚

电话：
021-51035670

邮箱：
liushy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2014 年金湖县国有资产经营投资有限责任公司公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 5 月 29 日	2017 年 06 月 18 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对金湖县国有资产经营投资有限责任公司（以下简称“金湖国资”或“公司”）及其 2014 年 8 月 25 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级为 AA+，发行主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。该评级结果是考虑到公司外部环境仍较好，为其发展提供良好的发展基础，公司在建工程以及可供整理土地规模较大，未来收入持续性较好，公司获得的外部支持力度仍较大，重庆进出口信用担保有限公司（以下简称“重庆进出口”或“担保方”）经营状况总体较为良好，对本期债券的偿还提供了一定的保障；同时我们也关注到了公司资产整体流动性一般，有息负债规模持续增长，未来存在一定的资金支出压力，存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好发展基础。2017 年预计实现地区生产总值完成 264.86 亿元，增长 8.5%。持续快速发展的区域经济，为公司发展提供了良好外部环境。
- 公司在建工程和可供整理土地规模较大，未来收入持续性较好。公司主要从事农业设施综合开发，截至 2017 年 12 月末，公司预计未来可供整理土地规模 2,000 亩；公司主要在建项目棚户区改造安置房建设预计未来给公司带来收入 21.48 亿元，未来收入有较好的持续性。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2017 年公司获得当地政府 6,748.83 万元补贴收

入，占利润总额的 31.04%，对公司利润总额贡献较大。

- **担保方经营状况总体较为良好，其提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经鹏元评定，重庆进出口主体长期信用级别为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的偿还提供了较强的保障，有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **资产整体流动性一般。**2017 年末公司应收账款和其他应收款规模达到 36.02 亿元，占资产总额 14.05%。应收款项规模较大，对公司资金形成占用；公司存货中农业基础设施和土地占总资产的 51.59%，流动性偏弱；公司存货和无形资产中土地使用权账面价值合计为 140.35 亿元，其中用于抵押融资的土地资产账面价值为 26.74 亿元，占公司总资产的比重为 10.43%。
- **有息债务规模持续增长。**截至 2017 年末公司有息债务规模为 321,315.22 万元，占总资产规模为 31.01%，较上年增长 6.96%，有息负债规模较大且持续增长。
- **未来存在一定的资金支出压力。**截至 2017 年底，公司主要在建项目尚需投入资金 2.83 亿元；公司未来土地整理规模较大，存在一定的资金需求；随着金湖县商业中心开发和金湖县城东片区开发项目进度的推进，预计拟投资额为 60 亿元，公司未来存在一定的资金支出压力。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外担保余额 116.82 亿元，占 2017 年末净资产的比重为 76.42%，绝大部分为地方国有企业，整体而言公司对外担保余额较大，存在一定的或有负债风险。

发行人主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,564,777.92	2,262,797.35	1,813,811.02
所有者权益（万元）	1,528,661.18	1,510,985.21	1,094,638.56
有息债务（万元）	321,315.22	300,400.15	196,781.29
资产负债率	40.40%	33.22%	39.65%
流动比率	3.15	4.30	2.88
主营业务收入（万元）	111,768.32	107,660.87	94,936.85
补贴收入（万元）	6,748.83	6,522.91	4,290.00
利润总额（万元）	21,744.07	23,660.45	19,593.91

主营业务毛利率	29.69%	28.82%	29.77%
EBITDA（万元）	44,209.95	39,487.75	33,046.34
EBITDA 利息保障倍数	1.75	1.44	1.06
经营活动现金流净额（万元）	46,390.79	-285,093.93	8,872.59

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

担保方主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	528,612.20	532,332.01	484,697.96
归属于母公司所有者 权益合计（万元）	343,502.25	335,764.51	313,902.66
在保责任余额（万元）	-	3,470,705	2,478,822
风险准备金覆盖率	-	3.83%	4.62%
净资产放大倍数	-	7.58	7.79
当期担保代偿率	-	3.79%	3.99%

资料来源：重庆进出口担保2015-2017年审计报告、重庆进出口担保提供，鹏元整理

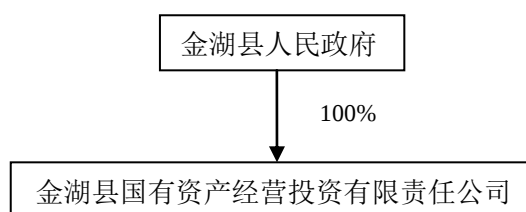
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年8月25日发行了7亿元公司债券，票面利率为7.75%，募集资金计划全部用于金湖县现代科技农业项目。截至2018年4月末，本期债券募集资金已全部用于金湖县现代科技农业项目。

二、发行主体概况

2017年，公司控股股东、实际控制人和注册资本均未发生变化，公司控股股东与实际控制人仍为金湖县人民政府，公司注册资本与实收资本仍为20亿元。公司主营业务也未发生变化。截至2018年4月30日，公司股权控制关系如下。

图1 截至2018年4月30日公司股权控制关系



资料来源：公司提供

2017年公司合并范围新增5家子公司，分别金湖尧乡文化旅游发展有限公司、金湖国控基金管理有限公司、金湖荷之都实业有限公司、金湖县园林绿化工程有限公司和金湖县城建市政工程有限公司。其中，金湖国控基金管理有限公司由公司出资设立，其他四家公司为政府划拨。

表1 2017年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
金湖尧乡文化旅游发展有限公司	100.00%	10,000	文化旅游项目策划与开发；文化旅游用品、纪念品开发、销售；文化创意、演艺策划等	划拨
金湖国控基金管理有限公司	100.00%	2,000	受托管理私募股权投资基金；非公开募集资金用于项目投资；投资管理	新设
金湖荷之都实业有限公司	100.00%	10,000	实业投资活动；投资咨询服务；房地产开发、销售；房屋建筑工程施工；市政公用工程施工等	划拨
金湖县园林绿化工程有限公司	100.00%	2,000	城市园林绿化工程的规划和施工、园林绿化、植物材料的生产和经营、技术咨询等	划拨
金湖县城建市政	100.00%	2,000.1	城乡各类道路、桥、闸、下水道、涵洞建	划拨

工程有限公司

设；路牙生产;排水管、水泥、方砖销售;
园林绿化等

资料来源：公司 2017 年审计报告

截至2017年年12月31日，公司资产总额为256.48亿元，所有者权益为152.87亿元，资产负债率为40.40%；2017年度，公司实现主营业务收入11.18亿元，利润总额2.17亿元，经营活动现金净流入4.64亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

近年来，全球经济整体呈现逐步复苏的态势，为我国经济平稳增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行实现稳中向好的态势。在积极的财政政策和稳健的货币政策影响下，随着稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作的统筹推进，我国经济社会有望持续健康发展

近年来，全球经济终于基本摆脱了 2008 年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济表现总体稳定，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地，有望进一步支撑未来的经济增长。欧洲经济稳健复苏，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，已创纪录地连续六个季度未出现衰退，释放收紧货币政策信号。新兴经济体整体复苏加快，但仍有所分化，印度因币制改革与莫迪新政效应递减，经济高速增长光环不再，而之前陷入衰退的巴西和俄罗斯经济复苏势头强劲，降息空间不断打开。全球经济回暖为我国经济平稳增长提供了良好的外部环境。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持在合理区间、实现稳中向好的态势。2015-2017 年，国内生产总值（GDP）从 68.91 万亿元增长至 82.71 万亿元，增长率分别为 6.9%、6.7%和 6.9%，2017 年实现 2011 年以来首次 GDP 增速回升。经济结构出现重大变革，2015-2017 年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过 60.0%，服务业占 GDP 比重均超过 50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。消费保持稳健增长，消费升级态势明显。进出口总额在 2015 年、2016 年连续下降的情况下，2017 年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）

温和上涨，2015-2017 年年均上涨 1.7%，保持较低水平；2015-2017 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和 6.3%，2017 年结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势。实体经济表现良好，2015-2017 年，全国规模以上工业增加值同比分别增长 6.1%、6.0%和 6.6%，增速稳中有升。“一带一路”建设成效显著，“京津冀协同发展”、“长江经济带发展战略”、粤港澳大湾区建设及雄安新区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。在财政收支矛盾较大情况下，我国率先大幅减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目，财政赤字率一直控制在 3%以内。2015-2017 年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为 15.22 万亿元、15.96 万亿元和 17.26 万亿元，一般公共预算支出分别为 17.56 万亿元、18.78 万亿元和 20.33 万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在 3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年，在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。继续实施积极的财政政策，调整优化财政支出结构，切实加强地方政府债务管理；实施稳健中性的货币政策，保持信贷和社会融资规模合理增长，促进经济社会持续健康发展。同时，全球经济有望继续复苏，但不稳定不确定因素仍然较多，国内经济金融领域的结构性矛盾仍然存在，防范化解重大风险的任务依然艰巨。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017 年，城投行业监管政策密集发布，监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2014 年 10 月，国务院发布《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”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自 43 号文出台以来，

城投行业相关政策依旧延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。具体来看，5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济

济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号,以下简称“194号文”),明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时,鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型,进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表2 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号)	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制,加快建立规范的地方政府举债融资机制,化解地方政府性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离,不能新增政府债务;鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015年3月底、4月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度,以引导和鼓励社会投入
2015年5月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》(发改办财金[2015]1327号)	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资,不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4号)	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为,严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作,鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年3月	《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》(国发[2016]21号)	发展改革委	规范地方政府债务管理,鼓励融资平台市场化转型改制,支持开展基础设施资产证券化试点
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》(中发[2016]18号)	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围,限定政府出资方式,引导融资平台市场化运动,鼓励发展直接融资
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预	财政部、发展改革委、司法部、中国人民	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规

	[2017]50号)	银行、银监会、证监会	范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

从宏观需求来看,国内宏观经济下行压力仍然存在,固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素,其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一,外部运营环境总体较好,短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范,未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱,城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看,城投公司举债机制将日益规范化,地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大,去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

(二) 区域环境

2017年金湖县经济发展较稳定,产业结构向二、三产业倾斜,但经济总量偏低

金湖县 2017 年预计实现地区生产总值完成 264.86 亿元，增长 8.5%。2017 年金湖县人均 GDP 达到 75,262 元，是全国人均 GDP 的 1.27 倍。分产业来看，2017 年金湖县第一产业增加值 35.49 亿元，较上年略有增长；二、三产业合计占地区生产总值 86.6%，同比提高 0.3 个百分点。2016 年的三次产业结构为 13.7:37.3:49.0，2017 年进一步向二三产业倾斜，产业结构更加合理。2017 年金湖县工业质态不断优化。获批国家火炬金湖仪器仪表特色产业基地，国家火炬金湖石油机械特色产业基地通过复审，成为全市首家拥有两张“国字号”产业名片的县份。新增国家高新技术企业 7 家、中国驰名商标 1 件、省级工程技术中心 1 家、企业技术中心 1 家、省级新产品 5 个。获批国家级“两化融合”管理体系贯标试点企业 1 家、省级 3 家。长园和鹰智能吊挂系统获评省“专精特新”产品。

2017 年金湖县新增规模以上工业企业 30 家，开票销售超亿元企业达 42 家。原口径规模以上工业开票销售超 400 亿元，同比增长 21%。实现工业入库税金 11 亿元，同比增长 15%，保持着较快的增速。2017 年完成规模以上固定资产投资 220.96 亿元，同比增长 13%，增速有所下滑，但其对经济发展的拉动作用依然明显。2017 年实现社会消费品零售总额 100.74 亿元，增长 11%，近年来增速基本稳定。2017 年全年进出口总额 3.7 亿美元，较上年略有增长。

表3 2015-2017 年金湖县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	264.86	8.5%	241.88	9.70%	216.53	10.80%
第一产业增加值	35.49	-	33.11	2.60%	30.94	2.90%
第二产业增加值	-	-	90.31	9.70%	83.31	11.70%
第三产业增加值	-	-	118.46	11.80%	102.28	12.20%
规模以上工业总产值	-	-	546.99	13.40%	504.02	19.00%
固定资产投资	220.96	13%	195.54	19.50%	164.37	27.90%
社会消费品零售总额	100.74	11.0%	90.76	12.0%	81.02	12.60%
进出口总额（亿美元）	3.7	-	3.47	-11.90%	3.49	-2.00%
人民币存款余额	-	-	220.07	18.2%	186.24	12.20%
人民币贷款余额	-	-	171.54	15.4%	148.6	13.50%
人均 GDP(元)	75,262		72,987		65,476	
人均 GDP/全国人均 GDP	127.00%		135.21%		132.67%	

注：2017 年固定资产投资为规模以上固定资产投资

资料来源：2015-2016 年金湖县国民经济和社会发展统计公报，2017 年数据来源 2018 年金湖县人民政府工作报告，鹏元整理

金湖县 2017 年公共财政收入和政府性基金收入均明显下滑，财政自给率水平不高

金湖县 2017 年地方综合财力为 53.40 亿元主要系 2017 年国有土地使用权出让收入同比大幅减少，使得 2017 年的政府基金收入下滑较大。2017 年金湖县地方综合财力中，公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入分别占 37.80%、32.38%和 29.82%。

公共财政收入是金湖县财政收入的重要来源，2017 年公共财政收入为 20.18 亿元，受到“营改增”影响，同比减少了 8.27%。从公共财政收入的结构看，税收收入占比较高，2017 年金湖县税收收入占地方公共财政收入的比重为 88.77%，公共财政收入的质量较好。2017 年金湖县得到上级政府的补助收入为 17.29 亿元，占地方综合财力的比重为 32.38%，是地方综合财力的重要补充。2017 年政府性基金收入为 15.93 亿元，受到土地出让收入大幅下降的影响较上年减少 40.93%，金湖县政府性基金收入主要来自国有土地出让所得，易受到房地产市场波动和国家土地政策的影响，存在较大的波动。

表4 2016-2017 年金湖县财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	534,001.00	651,461.00
（一）公共财政收入	201,828.00	220,020.00
其中：税收收入	179,167.00	191,879.00
非税收入	22,661.00	28,141.00
（二）上级补助收入	172,885.00	161,770.00
其中：返还性收入	37,811.00	27,420.00
一般性转移支付收入	84,410.00	71,971.00
专项转移支付收入	50,664.00	62,379.00
（三）政府性基金收入	159,288.00	269,671.00
其中：国有土地使用权出让收入	148,379.00	248,321.00
财政支出	656,692.00	706,103.00
（一）公共财政支出	448,479.00	418,497.00
（二）政府性基金支出	208,213.00	287,606.00
财政自给率	45.00%	52.57%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：公司提供，鹏元整理

金湖县 2017 年财政支出为 65.67 亿元，其中主要是公共财政支出 44.85 亿元，公共财政支出较上年增长 7.16%，主要用于一般公共服务、公共安全、教育和科学技术等方面，支出存在一定的刚性。近年金湖县公共财政收入难以覆盖公共财政支出，2017 年财政自给率为 45%，较上年下降 7.57 个百分点，财政自给水平不高。

四、经营与竞争

2017年公司实现主营业务收入11.17亿元，较2016年增长了3.80%。其中农业产业、农业基础设施工程、土地转让收入和租赁为公司主营业务收入的主要来源，分别占主营业务收入的40.48%、20.42%、19.92%和12.86%，此外公司主营业务收入还包括保障房收入、担保收入、利息收入、门票收入、园林绿化收入和市政工程收入，其中2017年新增的市政工程收入、门票收入、园林绿化收入来自于新增子公司。2017年主营业务收入增长主要系新增了土地转让收入和保障房收入所致。由于公司土地整理成本降低，2017年公司农业产业收入毛利率有所上升，同时公司租赁收入的占比有所提高，公司主营业务毛利率也相应提高至29.68%。

表5 2016-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
农业产业	45,234.44	32.98%	75,823.53	24.67%
农业基础设施工程	22,816.27	14.17%	20,545.73	14.17%
土地转让收入	22,259.41	21.83%	-	-
租赁收入	14,376.91	42.59%	10,953.36	82.82%
保障房收入	4,682.65	66.91%	-	-
市政工程收入	1,075.91	19.37%	-	-
门票收入	490.75	4.58%	-	-
园林绿化收入	422.28	65.62%	-	-
担保收入	247.17	100.00%	170.81	100.00%
利息收入	148.90	100.00%	167.44	100.00%
合计	111,754.68	29.68%	107,660.87	28.82%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

受当地政府政策以及用地规划影响，公司2017年农业产业收入下滑较多，但金湖县全县范围内待整理土地规模较大，未来收入来源有一定持续性

根据金湖县人民政府金政发[2003]087号文，由公司负责农业综合开发，具体包括道路、水利工程、园区、公用设施的建设、土地前期整理及拆迁服务、农业开发配套服务、农业流通服务和高效农业等，公司农业产业收入主要来自土地整理。对于公司在土地前期整理及拆迁中的投入，由县财政每年末进行认定，在公司实际支出的基础上结合政府土地出让情况加成一定的收益率，确认为县财政应支付给公司的相关收入。公司2017年农业产业收入为4.52亿元，较上年下滑40.34%。主要受到当地政府政策和用地规划影响，公司与当地政府土地整理结算量减少导致。不过公司负责金湖县全县范围土地开发整理业务，未来可供整理土地约2,000 亩，农业产业收入来源有一定持续性。2017年公司整理地块成本有所

下降，农业产业收入毛利率较2016年上升8.3个百分点。

2017年公司租赁收入随着房屋租金价格上涨而增加，未来租赁收入相对稳定

2017年公司租赁收入主要来自房产租赁和滩涂租赁，其中房产租赁的承租方为金湖金宝水利建设有限公司（以下简称“金湖金宝”），根据租赁合同，由金湖金宝承租公司商业服务用房107,410.11平方米，租赁期限为5年（即2017年1月1日起至2021年12月31日），租金为每年0.98亿元；2015年12月20日公司与金湖县滩涂开发公司（以下简称“金湖滩涂”）签订合同将公司所有的35,035亩内陆滩涂出租给金湖滩涂，租期从2016年1月1日至2030年1月1日，租金费用为每年1,500元/亩，每年6月30日前一次结清。2017年公司租赁收入增加主要因为房屋租金上升。但由于公司滩涂使用权摊销成本规模较大，拉低了租赁收入整体的毛利率。

表6 2017年公司房产出租情况（单位：平方米、元/平方米、万元）

产权证号	坐落位置	建筑面积	年租金	
			单价	金额
金房房权证字第 J201224152 号	金湖县交通路	4,257.69	900.00	383.19
金房房权证字第 J201224164 号	原航运公司楼	1,390.88	900.00	125.18
金房房权证字第 J20224300 号	健康西路	13,842.12	930.00	1,287.32
金房房权证字第 J201224151 号	健康西路	36,728.25	930.00	3,415.73
金房房权证字第 J201224204 号	衡阳路	5,505.10	870.00	478.94
金房房权证字第 J201224150 号	衡阳路	3,712.14	870.00	322.96
金房房权证字第 J201224153 号	建设西路	12,329.37	930.00	1,146.63
金房房权证字第 J201224167 号	建设路	7,348.56	900.00	661.37
金房房权证字第 J201224168 号	水上新村	1,009.94	750.00	75.75
金房房权证字第 J201224165 号	金湖县向阳路	1,404.11	825.00	115.84
金房房权证字第 J201224166 号	三河路 2 号	2,745.96	840.00	230.66
金房房权证字第 J201224207 号	水上新村	169.34	825.00	13.97
金房房权证字第 J201224209 号	健康西路 29 号	3,476.86	930.00	323.35
金房房权证字第 J201224208 号	金湖县建设路	9,719.61	900.00	874.76
金房房权证字第 J201224206 号	建设路 80 号	2,868.50	930.00	266.77
金房房权证字第 J201224169 号	宁淮东路东侧	901.68	885.00	79.80
合计	-	107,410.11	-	9,802.22

注：与金湖交通投资有限公司签订租赁协议双方协商提前解约，公司与金湖金宝签订租赁协议

资料来源：公司提供

公司主要在建项目规模以及土地整理规模较大，未来收入持续性较好，但未来存在一定的资金支出压力；2017年公司新增了土地出让收入和保障房收入，对公司收入形成了较好的补充

作为金湖县人民政府出资的国有独资公司，公司承担了金湖县大部分农业基础设施建设的任务，近年公司新增的农业基础设施工程业务包括农田水利建设，农产品流通重点设施建设，商品粮棉生产基地等。按照项目代建合同书，在建的项目完工后由政府回购，回购价以公司投入成本加上20%的利润构成。

2017年公司农业基础设施工程收入为2.28亿元，确认收入来自于14金湖债募投项目金湖县现代科技农业项目。该项目拟投资额为11.67亿元，已于2015年完工，实际投资额为10.62亿元。该项目预计将为公司带来共计14.01亿元收入，截至2017年末公司已实现收入9.91亿元。

截至2017年末，公司主要在建项目为16金湖债募投项目金湖县2015-2017棚户区改造安置房建设项目，项目投资总额为15.78亿元，项目已投资为12.95亿元。根据金人发[2015]25号文件，在还款期内每年公司将从金湖县财政局获得3,000万元财政补贴，财政补贴共计12,000万元，该项目计算期内总收入为214,838.70万元。项目完工才开始确认收入，截至2017年末未确认收入，公司未来收入来源较有保障。

公司主要从事农业设施综合开发，截至2017年12月末，公司预计未来可供整理土地规模2,000亩，土地整理收入来源较有保障。

截至2017年末，公司主要在建项目金湖县2015-2017棚户区改造安置房建设项目尚需投资2.83亿元；主要拟建项目为金湖县商业中心开发和金湖县城东片区开发，项目拟投资分别为10亿元和50亿元，目前项目均在认证和设计阶段，未来年度的资金需要较大。公司可供整理规模预计为2,000亩，未来年度需要一定的资金投入。综合来看，公司主要在建拟建项目以及可供整理土地规模较大，未来存在一定资金支出压力。

2017年当地政府安排国土部门交易公司淮河西路北侧地块，该地块面积40,950平方，成本17,400万元，新增土地业务收入为该地块转让收入2.23亿元；保障房收入来源子公司金湖县新城保障性住房开发公司，2017年出售保障房131套，出售面积为11,169平方米。2017年新增土地出让收入和保障房收入合计2.69亿元，占主营业务收入24.11%，对2017年主营业务收入增长贡献较大。

表7 截至 2017 年 12 月 31 日公司在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	建设周期
金湖县 2015-2017 棚户区改造安置房建设项目	157,783	129,500	2016.7-2018.7
合计	157,783	129,500	-

资料来源：公司提供

2017年公司获得较大力度的外部支，对公司利润贡献较大

公司建设资金需求量大，2017年当地政府在补贴收入方面给予公司大力支持。公司2017年继续获得在项目建设、创新和旅游专项补贴等，补贴收入共计6,748.83万元，占利润总额的31.04%，对公司利润总额贡献较大。

表8 2017 年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

补贴时间	补贴金额	具体内同和性质	依据文件
2017	6,500.00	建设项目资金	金财预[2017]121 号
	117.46	金融业创新发展专项引导资金	苏财金（2017）17 号
	90.48	旅游项目引导资金	淮财经[2017]41 号
	40.89	省风险补偿资金	财经信综合[2017]378 号
合计	6,748.83	-	-

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，报告均采用旧会计准则编制。2017年度公司合并范围增加5家子公司，如表1所示。

资产结构与质量

2017年公司资产规模稳定增长，但公司资产中应收款项规模较大，对资金形成占用；部分土地使用权用于抵押，资产整体流动性一般

截至2017年末，公司资产规模达到256.48亿元，较2016年规模增长13.35%。公司资产以流动资产为主，截至2017年末流动资产占比88.01%，非流动资产占比11.99%，近年资产结构较为稳定。

2017年末，公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款项和存货。2017年末公司货币资金余额为18.96亿元，其中0.62亿元受限资金，包括0.25亿元的定期存款和0.37亿元的存出保证金。2017年末公司应收账款余额为4.30亿元，较2016年略有增加，主要为应收金湖县财政局的工程款项。应收账款账龄均在2年之内，其中账龄1年以内的占比24.42%，1至2年账龄的占比75.58%。2017年末公司预付账款为5.78亿元，主要是预付工程款。部分预付账款的账龄较长，其中账龄5年以上的占比27.41%，由公司预付账款结算方式导致。公司其他应收款主要为企业往来款，2017年末公司其他应收款为

31.72亿元，与上年相比略有下降，前五位欠款单位分别为金湖县金宁资产经营管理有限公司、金湖县荷海商贸有限公司、金湖县财政局、土地储备开发中心保证金和淮安市金湖新城投资有限公司，合计欠款比重为41.94%。总体来看，公司应收账款和其他应收款规模达到36.02亿元，占资产总额14.05%，其中大部分是政府下属关联单位欠款，回收风险较小，但应收款项规模较大，回收时间不确定，对公司资金形成占用。

2017年公司存货增长12.50%，主要系公司购进18.34亿元的土地资产和厂房。存货规模达到164.98亿元，占资产总额的64.33%。其中土地资产为116.32亿元，均为出让方式取得。此外公司存货中还包括农业综合开发支出、开发产品、开发成本分别为16.00亿元、15.81亿元、16.84亿元，农业综合开发支出主要为土地开发整理成本，开发产品主要出租的商业房产，开发成本主要包括安置房建设成本。公司存货以农业基础设施和土地为主，流动性偏弱，影响了公司资产整体的流动性。

2017年末，公司非流动资产主要为固定资产和无形资产，固定资产主要为道路、水利工程和房屋及建筑物等，不能产生经营性收益。公司的无形资产为政府拨入的土地使用权，均已办理相关权证。截至2017年末，公司无形资产为24.03亿元，占总资产的比例为9.37%，。公司存货和无形资产中土地使用权账面价值合计为140.35亿元，其中用于抵押融资的土地资产账面价值为26.74亿元，占公司总资产的比重为10.43%。总体来看，2017年公司资产稳定增长，但公司资产中应收款项规模较大，对公司资金形成占用，部分土地使用权已用于抵押，公司资产整体流动性一般。

表9 2016-2017 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	189,613.01	7.39%	138,514.52	6.12%
应收账款	42,969.27	1.68%	32,496.69	1.44%
其他应收款	317,183.19	12.37%	328,785.08	14.53%
预付账款	57,812.60	2.25%	48,135.22	2.13%
存货	1,649,794.81	64.33%	1,466,434.06	64.81%
流动资产合计	2,257,379.88	88.01%	2,014,365.57	89.02%
固定资产	63,645.13	2.48%	50,221.60	2.22%
在建工程	2,335.08	0.09%	-	-
无形资产	240,279.24	9.37%	197,160.18	8.71%
非流动资产	307,398.03	11.99%	248,431.78	10.98%
资产总计	2,564,777.92	100.00%	2,262,797.35	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017年营业收入略有增长，主营业务毛利率有所提高，营业利润略有下滑

2017年，公司主营业务收入规模较上年增长3.82%，收入同比小幅增长。尽管2017年新增的土地转让收入规模较大，并且租赁收入和农业基础建设工程收入稳定增长，但是受到当地政府政策和用地规划的影响，农业产业收入出现较大下滑。由于公司整理地块的成本降低，2017年公司农业产业收入的毛利率上升；同时租赁收入比重提高，使得公司主营业务毛利率有所上升。

2017年公司主营业务收入增加0.41亿元，基本保持稳定，但营业利润减少0.20亿元，下滑11.62%。金湖县现代科技农业项目未来年度仍能给企业带来4.1亿元收入，金湖县2015-2017棚户区改造安置房建设项目预计未来年度会给公司带来收入21.48亿元，可供整理土地规模较大，土地整理收入较有保障，公司未来收入持续性较好。由于公司主要从事金湖县农业综合开发，取得了政府的一定支持。2017年公司获得的政府补助收入为0.67亿元，较上年有所增加，占利润总额的比例为31.04%，补贴收入仍是公司利润总额的重要来源之一。

表10 2016-2017 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
主营业务收入	111,768.32	107,660.87
营业利润	15,147.33	17,139.54
补贴收入	6,748.83	6,522.91
利润总额	21,744.07	23,660.45
主营业务毛利率	29.69%	28.82%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017年公司主营业务获现能力有所增强，经营活动现金流量净流入，未来存在一定的资金支出压力

2017年公司收现比为1.01，收现情况有所改善。2017年公司销售商品、提供劳务收到的现金从上年8.03亿元提高到11.25亿元；由于公司购买土地规模减少，公司购买商品、接受劳务支付的现金由上年的34.69亿元下降至14.49亿元。由于公司的获现能力有所增强，且公司2017年收到的往来现金流入规模较大，公司2017年经营活动产生的现金净额由上年的净流出28.51亿元转为净流入4.64亿元。近年公司投资活动现金流规模较小，公司2017

年投资活动现金净流入0.32亿元。由于2017年公司未收到政府划拨资产并且偿还债务支出金额增多，筹资活动产生的现金流量净额仅为0.15亿元，截至2017年末，公司主要在建项目尚需投资2.83亿元，公司处在认证与设计阶段的拟建项目预计投资60亿元，公司未来存在一定的资金支出压力。

表11 2016-2017 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.01	0.75
销售商品、提供劳务收到的现金	112,460.03	80,332.83
收到的其他与经营活动有关的现金	326,945.27	73,073.90
经营活动现金流入小计	439,405.29	153,406.74
购买商品、接受劳务支付的现金	144,871.05	346,903.23
支付的其他与经营活动有关的现金	247,073.49	91,270.83
经营活动现金流出小计	393,014.50	438,500.67
经营活动产生的现金流量净额	46,390.79	-285,093.93
投资活动产生的现金流量净额	3,234.13	-1,002.39
筹资活动产生的现金流量净额	1,473.57	287,515.77
现金及现金等价物净增加额	51,098.49	1,419.44

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2017公司负债规模上升幅度较大，偿债压力上升，但所有者权益对负债的保障程度较好

2017年公司负债规模为103.61亿元，增长幅度为37.82%。2017年公司所有者权益变化不大，公司产权比率较2016年上升至67.78%。2017年所有者权益达到152.87亿元，公司所有者权益对负债的保障程度较好。

表12 2016-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	1,036,116.73	751,812.14
所有者权益	1,528,661.18	1,510,985.21
产权比率	67.78%	49.76%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

从债务结构看，公司债务以流动负债为主。截至2017年末流动负债占比为69.13%，非流动负债占比为30.87%。公司流动负债主要为短期借款、其他应付款。2017年末公司短期借款为0.25亿元，均为抵押借款。2017年末公司其他应付款为67.50亿元，较上年增加58.19%，

主要为应付公司的往来款，公司主要前五名应付对象为江苏省城市建设投资有限公司、金湖水利建设工程公司、金湖县金海供水服务有限公司、金湖县瑞禾农业发展有限公司和金湖金宝水利建设有限公司，合计应付金额占其他应付款金额的26.01%。其他应付单位主要为政府下属单位，其偿还灵活性较大。

表13 2016-2017 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2,500.00	0.24%	1,100.00	0.15%
其他应付款	675,022.03	65.15%	426,705.70	56.76%
一年内到期的非流动负债	-	-	17,000.00	2.26%
流动负债合计	716,301.51	69.13%	468,511.99	62.32%
长期借款	30,000.00	2.90%	-	-
长期应付款	51,000.00	4.92%	31,000.00	4.12%
应付债券	238,815.22	23.05%	252,300.15	33.56%
非流动负债合计	319,815.22	30.87%	283,300.15	37.68%
负债合计	1,036,116.73	100.00%	751,812.14	100.00%
有息债务合计	321,315.22	31.01%	300,400.15	39.96%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要为长期借款、长期应付款和应付债券。公司2017年新增3亿元长期借款，均为保证借款。2017年末公司长期应付款较上年有所增加，为新增2亿元银行结构融资款。截至2017年末，公司应付债券为23.88亿元，为公司分别于2012年、2014年和2016年发行的公司债券。12金湖债债券持有人会议通过了《关于提前兑付2012年金湖县国有资产经营投资有限责任公司公司债券的议案》，公司将于2018年6月11日提前兑付12金湖债。

表14 公司应付债券情况（单位：万元）

项目名称	发行日期	债券期限	发行金额	剩余规模	年末应付利息
12 金湖债	2012/12/7	6年	80,000.00	80,000.00	425.21
14 金湖债	2014/8/25	7年	70,000.00	56,000.00	1,928.89
16 金湖债	2016/7/25	6年	100,000.00	100,000.00	2,257.53
合计	-	-	250,000.00	236,000.00	4,611.63

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司有息债务合计为321,315.22亿元，较2016年有所增加，占公司负债总额的比例为31.01%，短期有息负债为96,500.00万元，已安排好12金湖债80,000.00万元偿还资金，短期有息债务实际偿还压力较小。

表15 截至 2017 年 12 月 31 日公司有息债务本金偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
短期借款	2,500.00	-	-	-
长期借款	-	15,000.00	-	15,000.00
应付债券	94,000.00	39,000.00	39,000.00	64,000.00
长期应付款（付息部分）	-	-	20,000.00	30,000.00
合计	96,500.00	54,000.00	59,000.00	109,000.00

资料来源：公司提供

由于公司 2017 年负债规模上涨较大，公司资产负债率为 40.40%，较 2016 年上升 7.18 个百分点。公司 2017 年流动负债规模增加较大，流动比率和速动比率都出现了下滑，分别为 3.15 和 0.85。流动资产中存货规模较大，导致速动比率下滑幅度较大，仅为 0.85。2017 年公司 EBITDA 为 4.42 亿元，较上年增长 11.96%，并且公司利息支出有所减少，EBITDA 对借款利息的保障倍数从上年的 1.44 倍上升至 1.74 倍，保障程度有所增强。

表16 2016-2017 年公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	40.40%	33.22%
流动比率	3.15	4.30
速动比率	0.85	1.17
EBITDA（万元）	44,209.95	39,487.75
EBITDA 利息保障倍数	1.74	1.44
有息债务/EBITDA	7.27	7.61

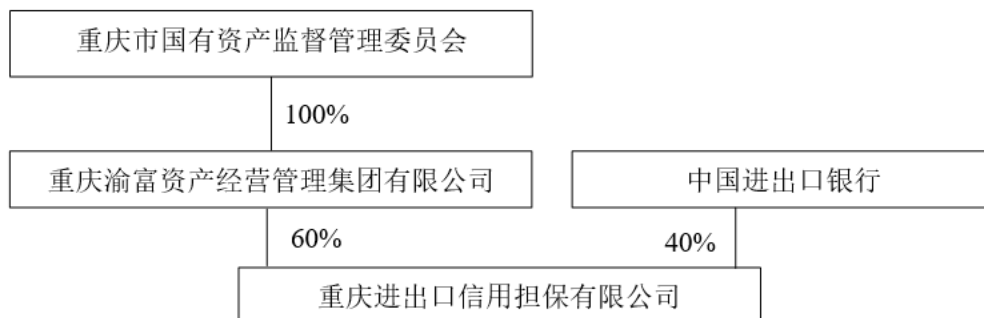
资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

担保方经营状况总体较为良好，其提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平

重庆进出口信用担保有限公司担保成立于2009年，系由重庆渝富资产经营管理集团有限公司及中国进出口银行共同出资成立。截至2017年12月31日，重庆进出口担保注册资本及实收资本均为30亿元，控股股东仍为重庆渝富资产经营管理集团有限公司，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，股权结构如图1所示：

图2 截至2017年12月31日公司股权结构



资料来源：公开信息

重庆进出口担保主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、履约保函等），以及委托贷款、财务顾问等业务。2017 年重庆进出口担保营业总收入为 5.33 亿元，同比减少 3.87%，担保业务仍是公司最主要的收入来源，2017 年担保费收入为 3.41 亿元，占重庆进出口担保营业总收入的 63.98%。

得益于重庆进出口担保 2016 年债券业务快速发展，2016 年担保发生额为 179.16 亿元，同比增长 35.15%，使得同期担保费收入同比增长 50.80%至 4.78 亿元。2016 年下半年开始，债券市场监管趋严和市场利率影响导致企业发行债券的时间过长，2017 年 1-6 月重庆进出口担保担保发生额为 13.30 亿元，较 2016 年同期下降 87.99%，2017 年 1-6 月担保费收入为 2.04 亿元，较 2016 年同期下降 15.33%，2017 年年度，担保费收入为 3.41 亿元，同比下降 28.82%，短期内重庆进出口担保担保费收入有所下降。

表17 最近两年又一期公司担保业务开展情况（单位：万元）

项目	2017 年 1-6 月	2016 年	2015 年
当期担保费收入	20,421	47,839	31,723
当期担保发生额	133,000	1,791,559	1,325,640
当期解除担保责任额	515,006	799,676	1,066,385
期末在保责任余额	3,088,698	3,470,705	2,478,822
其中：间接融资担保	319,986	425,762	592,365
直接融资担保	2,178,500	2,119,500	1,845,940
非融资担保	590,212	925,443	40,517

资料来源：重庆进出口担保提供

2016年重庆进出口担保共发生8笔代偿，代偿额合计3.03亿元，同比下降28.73%，主要原因是重庆进出口担保代偿项目集中爆发导致2015年代偿额基数较大；2017年1-6月，重庆进出口担保共发生3笔代偿，代偿额合计2.25亿元，是2016年度代偿额的74.08%，代

偿对象主要为民营制造业。截至2017年6月末，重庆进出口担保累计代偿额13.19亿元，累计代偿回收额7.26亿元，累计代偿回收率为55.08%，较2016年末有所下降，主要原因是代偿回收有一定的滞后性，但整体回收情况较好，主要是重庆进出口担保采取了非诉讼、债权出售等激励措施；当期担保代偿率在4%左右，高于重庆市平均担保代偿水平。

截至2017年12月31日，重庆进出口担保资产总额52.86亿元，归属于母公司的所有者权益为34.35元，资产负债率为35.02%；2017年重庆进出口担保实现营业总收入5.33亿元，利润总额1.62亿元。

表18 重庆进出口担保主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	528,612.20	532,332.01	484,697.96
归属于母公司所有者权益合计（万元）	343,502.25	335,764.51	313,902.66
资产负债率	35.02%	36.93%	34.15%
营业总收入（万元）	53,323.91	55,471.71	51,156.98
利润总额（万元）	16,154.75	30,035.06	33,614.16
净资产收益率	3.86%	7.59%	9.39%
经营净现金流（万元）	-37,860.71	76,234.70	1,622.91
当期担保发生额（万元）	-	1,791,559	1,325,640
期末在保责任余额（万元）	-	3,470,705	2,478,822
担保风险准备金（万元）	-	133,007.5	114,484.82
准备金充足率	-	226.87%	281.64%
风险准备金覆盖率	-	3.83%	4.62%
融资性担保净资产放大倍数	-	7.58	7.79
当期担保代偿率	-	3.79%	3.99%

资料来源：重庆进出口担保 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

总体看，重庆进出口担保风险准备计提较为充分，代偿能力较强。经鹏元评定，2017年重庆进出口担保主体长期信用等级为 AA+，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的安全性。

七、或有事项分析

截至2017年12月末，公司及下属子公司对外提供的担保总额为116.82亿元，其中公司对圣固（江苏）机械有限公司、金湖凌威纺织有限公司和江苏博越化纤有限公司的担保为对民营企业担保，对民营企业担保金额合计为0.33亿元。公司对外担保余额占2017年末所有者权益的比例为76.42%。公司对外担保规模较大，且公司对上述民营企业之外的担保对象均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表19 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保类型	届满时间	担保金额
圣固（江苏）机械有限公司	保证	2018.1	1,000.00
	保证	2018.1	1,000.00
	保证	2018.3	500.00
	保证	2018.1	430.00
金湖芎园投资有限公司	保证	2021.12	2,500.00
金湖县自来水公司	保证	2023.5	15,000.00
	保证	2022.7	12,000.00
	保证	2019.3	4,000.00
	保证	2022.1	4,000.00
	保证	2018.4	3,000.00
	保证	2019.12	1,900.00
	保证	2019.12	1,000.00
	保证	2018.4	800.00
	保证	2018.9	500.00
	抵押	2022.1	23,502.91
	抵押	2019.1	12,000.00
	抵押	2022.1	12,000.00
	抵押	2023.5	3,000.00
	抵押	2018.2	1,891.00
金湖县中医院	保证	2019.12	2,000.00
	保证	2018.11	110.00
	抵押	2018.2	1,149.00
金湖县张坝生态旅游发展有限公司	保证	2021.12	2,500.00
金湖县银涂实业投资有限公司	保证	2021.12	2,500.00
金湖县滩涂开发公司	保证	2022.11	16,000.00
	保证	2019.11	3,000.00
	抵押	2022.11	17,393.29
金湖县水务投资有限公司	保证	2024.1	40,000.00
	保证	2018.6	8,000.00
	保证	2018.6	2,000.00

	抵押	2023.1	26,061.00
金湖县润民新农村建设有限公司	保证	2027.8	48,000.00
	保证	2020.4	25,000.00
	保证	2022.3	20,000.00
	保证	2023.11	14,000.00
	保证	2019.1	9,990.00
	保证	2019.12	2,000.00
	保证	2018.8	1,000.00
	抵押	2019.1	9,990.00
金湖县瑞禾农业发展有限公司	保证	2024.12	54,000.00
	保证	2021.12	10,000.00
	保证	2021.12	3,000.00
	保证	2021.12	2,500.00
	保证	2024.12	2,000.00
	保证	2024.12	2,000.00
金湖县人民医院	保证	2021.12	10,000.00
	保证	2018.7	9,000.00
	保证	2018.11	6,500.00
	保证	2018.4	5,000.00
	保证	2018.3	4,000.00
	保证	2018.6	4,000.00
	保证	2018.12	3,000.00
	保证	2021.12	2,000.00
	保证	2019.12	1,900.00
	保证	2021.12	1,000.00
	保证	2018.1	800.00
	抵押	2018.2	3,842.00
金湖县旅游发展有限公司	保证	2019.12	2,000.00
金湖县粮食购销总公司	保证	2018.1	800.00
金湖县金海供水服务有限公司	保证	2020.11	6,000.00

	抵押	2023.1	26,880.00
	抵押	2023.5	10,800.00
	抵押	2023.11	675.00
金湖县第二中学	保证	2020.1	8,000.00
	保证	2019.12	2,000.00
金湖县城西新农村建设有限公司	保证	2029.2	70,000.00
金湖县北城投资有限公司	保证	2021.12	2,500.00
金湖水利建设工程公司	保证	2018.4	5,000.00
	保证	2018.3	4,000.00
	保证	2018.3	2,000.00
	保证	2018.4	1,000.00
	抵押	2018.4	3,000.00
金湖凌威纺织有限公司	保证	2018.9	400.00
金湖利农水利建设有限公司	保证	2021.12	2,500.00
金湖金西投资有限公司	保证	2021.12	2,500.00
金湖金宝水利建设有限公司	保证	2036.4	250,948.00
	保证	2025.6	43,200.00
金湖广润农业发展有限公司	保证	2021.12	2,500.00
江苏尧乡靓苑文化产业有限公司	保证	2021.12	2,500.00
江苏棋盘古镇文化旅游发展有限公司	保证	2021.12	2,500.00
江苏金湖建源集团有限公司	保证	2018.12	900.00
	保证	2021.12	2,500.00
江苏博越化纤有限公司	多人联保	2018.1	400.00
江苏白马湖风景区管理服务有限公司	保证	2021.12	2,500.00
淮安市金鑫投资有限公司	保证	2018.6	3,000.00
	保证	2018.12	3,000.00
	保证	2019.12	1,200.00
	保证	2031.5	135,744.00
	保证	2019.12	2,000.00

淮安市金湖交通投资有限公司	保证	2024.11	40,000.00
	保证	2020.12	15,000.00
	保证	2018.7	12,000.00
	保证	2020.12	10,000.00
	保证	2018.9	7,000.00
	保证	2018.4	6,000.00
合计		-	1,168,206.20

注：上述担保到期日在 2018 年 4 月末之前的，均已正常到期
 资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

八、评级结论

2017年金湖县经济保持快速增长，为公司发展提供了良好的外部环境，公司得到外部支持力度较大，公司在建工程和可供整理土地规模较大，收入持续性较好，同时重庆进出口提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证对本期债券的偿还提供了一定的保障。

但是，鹏元也关注到公司资产中农业基础设施和土地规模较大，往来款占用资金较多，且土地抵押规模较大，整体流动性较一般；有息债务规模持续增长；截至2017年末公司在建项目拟建项目以及土地整理业务存在一定的资金支出压力；截至2017年末公司对外担保金额较大，多未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	189,613.01	138,514.52	137,095.07
应收账款	42,969.27	32,496.69	42,890.17
其他应收款	317,183.19	328,785.08	195,946.57
预付账款	57,812.60	48,135.22	69,420.50
存货	1,649,794.81	1,466,434.06	1,112,436.25
其他流动资产	7.01	-	-
流动资产合计	2,257,379.88	2,014,365.57	1,557,788.57
长期股权投资	50.00	1,050.00	50.00
长期投资合计	50.00	1,050.00	50.00
固定资产原价	94,771.24	76,352.88	76,350.49
减：累计折旧	31,126.11	26,131.29	22,307.66
固定资产净值	63,645.13	50,221.60	54,042.83
固定资产净额	63,645.13	50,221.60	54,042.83
在建工程	2,335.08	-	-
固定资产合计	65,980.21	50,221.60	54,042.83
无形资产	240,279.24	197,160.18	201,929.62
其他长期资产	1,088.59	-	-
无形资产及其他资产合计	241,367.83	197,160.18	201,929.62
资产总计	2,564,777.92	2,262,797.35	1,813,811.02
短期借款	2,500.00	1,100.00	6,200.00
应付账款	7,070.58	-	-
预收账款	4,529.82	4,169.63	3,600.99
应交税金	25,944.76	18,560.29	10,292.57
其他应交款	487.12	330.56	144.11
其他应付款	675,022.03	426,705.70	507,989.27
一年内到期的非流动负债	-	17,000.00	12,400.00
其他流动负债	747.21	645.80	364.23
流动负债合计	716,301.51	468,511.99	540,991.16
长期借款	30,000.00	-	26,600.00
应付债券	238,815.22	252,300.15	151,581.29
长期应付款	51,000.00	31,000.00	-
非流动负债合计	319,815.22	283,300.15	178,181.29
负债合计	1,036,116.73	751,812.14	719,172.46
实收资本	200,000.00	200,000.00	50,000.00

资本公积	1,169,720.41	1,169,720.41	922,710.41
盈余公积	19,808.86	17,943.70	16,001.11
未分配利润	139,131.92	123,321.10	105,927.03
所有者权益合计	1,528,661.18	1,510,985.21	1,094,638.56
负债和所有者权益总计	2,564,777.92	2,262,797.35	1,813,811.02

资料来源：公司 2015-2017 审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、主营业务收入	111,768.32	107,660.87	94,936.85
减：主营业务成本	78,585.31	76,631.72	66,675.70
主营业务税金及附加	336.12	1,375.14	1,271.63
二、主营业务利润	32,846.89	29,654.02	26,989.53
减：营业费用	175.79	342.71	283.83
管理费用	3,040.88	1,002.74	951.48
财务费用	14,482.89	11,169.03	10,468.80
三、营业利润	15,147.33	17,139.54	15,285.43
补贴收入	6,748.83	6,522.91	4,290.00
营业外收入	143.03	-	25.00
减：营业外支出	295.13	2.00	6.52
四、利润总额	21,744.07	23,660.45	19,593.91
减：所得税	4,068.10	4,323.80	10.98
五、净利润	17,675.97	19,336.65	19,582.93

资料来源：公司 2015-2017 审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	112,460.03	80,332.83	88,401.92
收到的其他与经营活动有关的现金	326,945.27	73,073.90	58,882.11
经营活动产生的现金流入小计	439,405.29	153,406.74	147,284.03
购买商品、接受劳务支付的现金	144,871.05	346,903.23	72,368.42
支付给职工以及为职工支付的现金	617.53	187.08	72.87
支付的各项税费	452.43	139.53	17.85
支付的其他与经营活动有关的现金	247,073.49	91,270.83	65,952.30
经营活动产生的现金流出小计	393,014.50	438,500.67	138,411.45
经营活动产生的现金流量净额	46,390.79	-285,093.93	8,872.59
二、投资活动产生的现金流量：			
收到的其他与投资活动有关的现金	5,526.14	-	1,371.02
投资活动现金流入小计	5,526.14	-	1,371.02
购建固定资产、无形资产和其他长期资产 所支付的现金	2,292.01	2.39	114,900.38
投资支付的现金	-	1,000.00	-
投资活动现金流出小计	2,292.01	1,002.39	114,900.38
投资活动产生的现金流量净额	3,234.13	-1,002.39	-113,529.36
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资所收到的现金	-	211,700.00	201,160.00
借款所收到的现金	32,500.00	3,100.00	30,200.00
发行债券收到的现金	-	98,900.00	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	20,000.00	31,000.00	3,800.00
筹资活动现金流入小计	52,500.00	344,700.00	235,160.00
偿还债务所支付的现金	32,100.00	25,800.00	26,700.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	12,701.62	27,467.98	36,492.53
支付其他与筹资活动有关的现金	6,224.81	3,916.25	11,500.00
筹资活动现金流出小计	51,026.43	57,184.23	74,692.53
筹资活动产生的现金流量净额	1,473.57	287,515.77	160,467.47
四、汇率变动对现金的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	51,098.49	1,419.44	55,810.70

资料来源：公司 2015-2017 审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	17,675.97	19,336.65	19,582.93
固定资产折旧	4,994.82	3,823.63	3,823.46
无形资产摊销	4,769.44	4,769.44	4,769.44
财务费用	12,701.62	7,234.23	10,481.50
存货的减少（减：增加）	-59,460.74	-353,997.81	-3,786.36
经营性应收项目的减少（减：增加）	-134,044.31	-76,933.36	-67,672.84
经营性应付项目的增加（减：减少）	199,754.00	108,930.82	41,674.46
其他	-	1,742.47	-
经营活动产生的现金流量净额	46,390.79	-285,093.93	8,872.59
现金的期末余额	189,613.01	138,514.52	125,595.07
减：现金的期初余额	138,514.52	137,095.07	69,784.37
现金及现金等价物净增加额	51,098.49	1,419.44	55,810.70

资料来源：公司 2015-2017 审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	40.40%	33.22%	39.65%
流动比率	3.15	4.30	2.88
有息债务（万元）	321,315.22	300,400.15	196,781.29
收现比	1.01	0.75	0.93
主营业务毛利率	29.69%	28.82%	29.77%
EBITDA（万元）	44,209.95	39,487.75	33,046.34
EBITDA 利息保障倍数	1.75	1.44	1.06
产权比率	67.78%	49.76%	65.70%

资料来源：公司 2015-2017 审计报告，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
主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+1 年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款（付息部分）

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、债务人主体长期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、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。