

2016 年第一期、第二期江苏高淳经济开发区
开发总公司企业债券和 2017 年第一期、第二期
江苏高淳经济开发区开发总公司企业债券
2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
信用等级通知书编号：中
鹏信评【2020】跟踪第
【551】号 01

债券简称：

品种一：

1、2016年第一期：16宁
高发债 01/PR 宁高 01

2、2016年第二期：16宁
高发债 02/PR 宁高 02

3、2017年第一期：17宁
高发债 01/17 宁高 01

品种二：

2017年第二期：17宁高
发债 02/17 宁高 02

增信方式：保证担保

担保主体：

品种一：江苏省信用再担
保集团有限公司；

品种二：瀚华担保股份有
限公司

债券剩余规模：

品种一：

2016年第一期：3.2亿元；

2016年第二期：3.2亿元；

2017年第一期：4亿元；

品种二：

2017年第二期：6亿元

债券到期日期：

品种一：

2016年第一期：2023年
09月23日；

2016年第二期：2023年
11月23日；

2017年第一期：2024年6
月26日；

品种二：

2017年第二期：2024年8
月14日

债券偿还方式：均按年付
息，存续期内第3-7年末
分别按照发行总额 20%
的比例偿还本金

分析师

姓名：

刘玮 罗力

2016年第一期、第二期江苏高淳经济开发区开发总公司企业债券和2017年第一期、第二期江苏高淳经济开发区开发总公司企业债券2020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
本次债券信用等级	品种一：AAA； 品种二：AA+	品种一：AAA； 品种二：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	2020年6月23日	2019年6月24日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对江苏高淳经济开发区开发集团有限公司¹（以下简称“高淳经开”或“公司”）及其2016年至2017年分品种发行的18亿元企业债券²（以下简称“本次债券”）的2020年度跟踪评级结果为：本次债券品种一信用等级维持为AAA，品种二信用等级维持为AA+，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，主要业务持续性较好、继续获得较大力度的外部支持，保证担保有效提升了本次债券的安全性；同时我们也关注到了公司资产流动性较弱、经营活动现金流表现较差、未来项目建设仍面临较大资金压力、偿债压力较大以及存在一定或有负债等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。近年来，南京市经济保持较快增长，2019年南京市实现地区生产总值14,030.15亿元，同比增长7.8%，新型电子、绿色智能汽车、高端智能设备、生物医药与节能环保新材料等四大先进制造业合计实现增加值2,179.90亿元，为公司发展提供了良好的基础。

¹ 江苏高淳经济开发区开发总公司于2018年7月20日更名为江苏高淳经济开发区开发有限公司，江苏高淳经济开发区开发有限公司于2020年3月16日更名为江苏高淳经济开发区开发集团有限公司。

² 本次债券品种一包括：2016年9月23日发行的4亿元2016年第一期江苏高淳经济开发区开发有限公司企业债券，2016年11月23日发行的4亿元2016年第二期江苏高淳经济开发区开发有限公司企业债券，2017年6月26日发行的4亿元2017年第一期江苏高淳经济开发区开发有限公司企业债券；品种二包括：2017年8月14日发行的6亿元2017年第二期江苏高淳经济开发区开发有限公司企业债券。

电话：
010-66216006

邮箱：
liuw@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司城投公司评级方法，该评级方法已披露于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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.cspengyuan.com

- **公司业务持续性较好。**公司主要从事江苏高淳经济开发区基础设施、安置房建设和土地整理等业务，截至 2019 年末，除自建项目外，公司主要在建项目总投资 105.70 亿元，业务持续性仍较好。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2019 年江苏高淳经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）注入股权和资金合计增加公司资本公积 6.35 亿元，2019 年公司收到政府补贴 3.22 亿元，有效地提高了公司利润水平。
- **保证担保有效提升了本次债券的安全性。**江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）以及瀚华担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）分别为本次债券品种一及品种二提供无条件不可撤销连带责任保证担保；经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，瀚华担保主体长期信用等级为 AA+，有效提升了本次债券的安全性。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要以预付款项、其他应收款和存货为主，预付款项和其他应收款规模占 2019 年末总资产的 30.08%，对营运资金的占用较大，以工程施工和土地整理为主的存货变现能力较差，且部分资产使用受限，整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，仍面临较大资金压力。**2019 年公司经营活动现金净流出 27.97 亿元，当年末公司主要在建项目尚需投资 32.74 亿元，项目建设仍面临较大资金压力。
- **公司偿债压力较大。**2019 年末公司有息债务为 126.71 亿元，资产负债率为 64.54%，2019 年末公司有息债务与当年 EBITDA 的比值为 35.31，偿债能力指标表现较弱，公司未来偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年 12 月 31 日，公司对外担保余额 6.50 亿元，占当年末净资产的比重为 6.81%，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,690,120.98	2,091,793.75	1,954,822.36
所有者权益	953,847.74	836,402.61	833,635.73
有息债务	1,267,097.17	885,839.16	775,646.28
资产负债率	64.54%	60.02%	57.35%

现金短期债务比	0.75	0.51	0.76
营业收入	73,011.13	65,735.52	61,406.24
其他收益	32,191.49	26,435.62	18,760.77
利润总额	25,188.23	25,719.37	23,225.81
综合毛利率	11.97%	12.51%	12.67%
EBITDA	35,882.33	39,781.19	25,096.46
EBITDA 利息保障倍数	0.84	0.81	0.83
经营活动现金流净额	-279,730.70	-26,895.61	-193,466.46
收现比	0.61	1.04	1.21

资料来源：公司 2017 年-2019 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保主要财务指标（亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	172.17	143.93	122.24
所有者权益	104.52	75.27	71.73
融资性直接担保责任余额*	-	452.98	452.04
准备金覆盖率*	-	3.04%	2.09%
融资担保放大倍数（合计）（倍）*	-	8.59	8.70
当期担保代偿率*	-	0.04‰	0.97‰

注 1：2017 年财务数据采用 2018 年审计报告的上期数。

注 2：“*”表示数据为母公司口径。

注 3：2018 年融资担保责任余额和融资担保放大倍数按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：江苏再担保 2018-2019 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

瀚华担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	612,511.76	607,453.59	617,895.37
所有者权益合计	407,210.87	400,528.98	409,702.35
期末在保余额（亿元）	392.66	449.61	482.41
准备金覆盖率	5.50%	4.79%	4.60%
融资担保放大倍数	6.21	7.47	7.84
当期担保代偿率	0.49%	0.81%	1.23%

注：1、2017 年数据采用 2018 年度审计报告期初数（上年数）；

2、在保余额=融资担保业务在保余额+非融资担保业务在保余额-分担担保业务在保余额。

资料来源：瀚华担保 2018、2019 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年9月23日、2016年11月23日和2017年6月26日分别发行7年期4亿元公司债券，于2017年8月14日发行7年期6亿元公司债券，募集资金计划用于高淳区棚户区改造定向安置房工程项目及补充流动资金。根据公司提供的募集资金专户流水，截至2019年12月31日，本次债券募集资金专项账户余额为29,975.86元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及其持股比例、实际控制人均未发生变更，截至2019年末，公司注册资本和实收资本仍为45,000.00万元，控股股东仍为南京高淳国有资产经营控股集团有限公司，实际控制人仍为高淳区人民政府，根据《关于江苏高淳经济开发区开发有限公司变更名称为江苏高淳经济开发区开发集团有限公司及债务承继的公告》公司名称于2020年3月16日由江苏高淳经济开发区开发有限公司变更为江苏高淳经济开发区开发集团有限公司，公司已于2020年3月16日完成工商变更登记。

根据《江苏高淳经济开发区开发集团有限公司关于高级管理层人员变动的公告》，2020年3月12日，公司变更法定代表人、董事和监事，公司法定代表人由管新河变更为江璐，公司董事变更后为江璐、朱继飞，其中江璐任董事长、总经理、法定代表人，公司监事变更后为邢春、杨田英、吕新和、孔一新，其中吕新和为监事会主席。

截至2019年末，公司纳入合并报表范围内的子公司共11家，新增子公司南京宁高高科技产业园开发有限公司。

表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
南京宁高高科技产业园开发有限公司	100.00%	20,000.00	市政基础设施建设、投资及管理;高新技术产业投资、开发;土地成片开发;建筑安装工程;物业管理	无偿划转

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。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》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，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”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年南京市地区经济保持较快发展，人均GDP水平仍较高

2019年南京市实现地区生产总值14,030.15亿元，同比增长7.8%，保持较快增长。其中，第一产业增加值289.82亿元，同比增长0.7%；第二产业增加值5,040.86亿元，同比增长6.7%；第三产业增加值8,699.47亿元，同比增长8.6%。南京市国民经济三次产业结构由2018年的2.1:36.9:61.0调整为2.1:35.9:62.0。第三产业比例有所提高。2019年南京市人均生产总值16.57万元，为当年全国人均生产总值的2.34倍。

2019年南京市全部工业增加值4,215.77亿元，较上年增长6.9%。规模以上工业增加值3,092.26亿元、增长7.0%。高技术制造业、装备制造业增加值分别增长18.5%、9.3%，占

规上工业比重分别为20.7%、45.3%，比上年同期分别提高3.3个、4.7个百分点。新型电子、绿色智能汽车、高端智能设备、生物医药与节能环保新材料等四大先进制造业合计实现增加值2,179.90亿元、增长9.9%，占规上工业比重70.5%，比上年同期提高2.7个百分点。投资方面，2019年南京市固定资产投资同比增长8.0%，增幅较2017年降低1.4个百分点，第一、二、三产业固定投资额分别增长38.3%、5.7%、8.8%。2019年全年房地产开发投资2,501.26亿元，较上年增长6.2%。其中，住宅投资1735.85亿元，增长10.2%。加快建设百水、绿洲和孟北等保障房片区，完成棚户区改造393万平方米，新开工保障性住房590万平方米、竣工263万平方米。消费方面，南京市2019年实现社会消费品零售总额6,135.74亿元，同比增长5.2%。2019年南京市进出口总额稳步增加，达4,828.15亿元，较上年增长15.6%。

表 2 南京市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	14,030.15	7.8%	12,820.40	8.0%
第一产业增加值	289.82	0.7%	273.42	0.6%
第二产业增加值	5,040.86	6.7%	4,721.61	6.5%
第三产业增加值	8,699.47	8.6%	7,825.37	9.1%
工业增加值	4,215.77	6.9%	-	-
固定资产投资	-	8.0%	-	9.4%
社会消费品零售总额	6,135.74	5.2%	5,832.46	8.4%
进出口总额（亿元）	4,828.15	11.8%	654.91 亿美元	7.6%
存款余额	35,536.08	2.9%	34,524.86	12.2%
贷款余额	33,585.88	15.6%	29,065.66	15.5%
人均 GDP（万元）		16.57		15.29
人均 GDP/全国人均 GDP		2.34		2.37

资料来源：2018-2019 年南京市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年南京市实现公共财政收入1,580.03亿元，同口径增长7.5%，其中税收收入1,373.83亿元，同口径增长10.6%，占公共财政收入比重为86.9%；实现政府性基金收入1,704.7亿元。

高淳区区域经济保持增长，但增速有所回落

近年高淳区逐步形成了药业化工、机械电子、新型材料、出口服装和绿色食品等支柱产业，工业集聚效应不断释放，2019年高淳区地区生产总值为476.77亿元，同比增长5.0%，增速有所回落。2019年第三产业增加值221.94亿元，同比增长7.0%。2019年高淳区社会消费品零售总额为252.47亿元。增速为6.9%。

2019年南京市高淳区实现公共财政收入34.5亿元，同比增长10.1%；实现政府性基金

收入66.32亿元。

四、经营与竞争

公司是经开区主要的城市基础设施建设主体，2019年收入主要来自于安置房、土地整理和工程施工业务。随着公司基础设施建设业务的持续推进，2019年公司安置房及工程施工收入合计5.19亿元，工程施工收入为1.34亿元，较上年有所下降。此外，公司房屋租金及物业费收入为1,035.52万元，较上年增长32.30%，但规模仍较小。毛利率方面，2019年公司综合毛利率略降至11.97%。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
安置房收入	38,431.52	16.67%	0.00	-
土地整理收入	20,058.90	16.67%	48,306.72	16.67%
工程施工收入	13,432.04	4.76%	16,646.09	4.95%
房屋租金及物业费收入	1,035.52	-164.02%	782.71	-83.47%
其他	53.14	100.00%	0.00	-
合计	73,011.13	11.97%	65,735.52	12.51%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年公司安置房业务开始实现收入，且在建项目较多，未来业务有一定的可持续性，但面临一定资金压力

公司近年开始涉足安置房业务，部分项目沿用城市基础设施项目的业务模式及核算方式，该业务主要由子公司高淳县新区置业有限公司开展实施，负责棚户区改造和安置房项目的投资、建设和运营等。

高淳经济开发区管委会（以下简称“经开区管委会”）将开发区内安置房项目委托公司进行建设。根据《项目建设委托协议》，经开区管委会委托公司建设项目的回购款一般按照公司支出的项目建设成本加成 10%-20% 计算；对于安置完毕后尚余的房源，以及配套的商铺和车位等，公司可参考市场价自行对外销售，价格通常低于市场同区域内商品房，配套房源比例各项目间有所差异。

此外，公司计划 2020 年起安置房业务将逐步由代建模式转向自建模式。即先通过公开招拍挂方式取得建设土地，建成完毕后计划以定向销售模式销售给拆迁户。

2019年公司实现安置房收入38,431.52万元，毛利率为16.67%，截至 2019 年末，公司主要在建安置房项目合计总投资43.91亿元，已投资26.39亿元，尚需投资17.52亿元。公司

在建安置房项目较多，后续面临一定的资金压力。

表 4 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要在建安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
南京市高淳区 2013-2017 年棚户区改造一期工程	20.25	13.04	7.21
甫头小区项目	8.96	8.00	0.96
南京市高淳区 2013-2017 年棚户区改造二期工程	10.10	2.45	7.65
游山路安置房	2.57	1.52	1.05
古柏韩村安置房	2.03	1.38	0.65
合计	43.91	26.39	17.52

资料来源：公司提供

跟踪期内公司土地整理收入下降，但存货中土地整理成本和土地资产规模较大，该业务未来持续性较好

根据公司与经开区管委会签订的《委托土地开发协议》，经开区管委会委托公司对经开区规划范围内的土地按照经开区管委会的统一安排进行开发。协议规定：在土地一级开发过程中，公司负责开发土地的房屋拆迁工作及相关费用，公司将已开发土地交付经开区管委会验收后，经开区管委会按土地开发支出上浮3%-20%的标准向公司支付费用。

土地整理业务的结算方式为，公司每年度末根据完工地块发生的土地开发费用，向经开区管委会出具项目费用结算单，经其验收、审核后，确认土地整理收入，并结转成本。

2019年公司实现土地整理收入20,058.90万元。由于2019年经开区管委会仍按土地开发支出上浮20%的标准支付费用，故公司土地整理业务毛利率仍为16.67%。

截至2019年末，公司存货中土地整理成本为36.57亿元，该业务未来持续性较好。

2019年公司工程施工收入有所减少，主要在建项目规模仍较大，未来业务持续性较好，面临一定的资金压力

经南京市高淳区人民政府授权，经开区管委会将经开区内基础设施项目委托公司进行建设。公司与经开区管委会签订了《江苏高淳经济开发区基础设施项目委托建设和回购框架协议》，经开区管委会委托公司代建经开区内基础设施项目，项目建成后，经开区管委会按公司项目建设成本加成一定比例进行回购，近年加成比例通常在5%。每年年末，公司对已完工项目出具项目费用结算单，经高淳经开区管委会审核后，公司根据审核后的回购款确认收入并结转成本。2019年公司实现工程施工收入1.34亿元，毛利率为4.76%。

截至2019年末，公司主要在建施工项目总投资为61.79亿元，尚需投资13.61亿元，主要包括道路及基础配套设施、产城一体化项目等。

表 5 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
道路及基础配套设施	25.69	20.39	5.30
产城一体化项目	7.69	5.27	2.42
村级标准厂房道路及配套工程	5.44	4.35	1.09
高淳国际企业研发园城镇资源综合整理项目	4.05	3.95	0.10
高淳新区产城一体化一期项目	5.66	3.41	2.25
市政工程项目	3.02	2.77	0.25
财税大楼项目	2.78	2.32	0.46
产业区基础设施配套工程	2.89	2.05	0.84
古檀大道工程	2.56	1.96	0.60
新区学校	2.01	1.71	0.30
合计	61.79	48.18	13.61

资料来源：公司提供

公司自建项目仍有一定的资金支出需求，未来盈利状况值得关注

除上述委托代建的业务外，公司还进行自建项目的投资建设。截至2019年末，公司在建的自建项目主要包括科创中心工程等，总投资规模为13.79亿元，其中科创中心工程计划总投资 9.03 亿元，主要为科研、办公用房，主要通过租赁方式投向园区内企业。

截至2019年末公司自建项目已投资12.18亿元，未来仍有一定的的资金支出需求，且盈利状况值得关注。

表 6 截至 2019 年末公司主要自建项目情况（亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
科创中心工程	9.03	8.79	0.24
紫荆花园酒店	2.22	1.85	0.37
滨湖科技产业园项目	1.32	0.86	0.46
宁高园 LOFT 项目	1.22	0.68	0.54
合计	13.79	12.18	1.61

资料来源：公司提供

此外，公司还经营经开区内房屋租赁和物业管理业务，但整体业务规模很小。2019年公司实现房屋租金及物业费收入1,035.52万元，同比有所增长，但仍处于亏损状态。

公司持续得到较大力度的外部支持

作为经开区主要的城市基础设施建设主体，公司继续得到当地政府的支持，2019年经开区管委会向公司注入股权和资金合计增加其资本公积6.35亿元，2019年公司收到来自经开区管委会的政府补贴3.22亿元，有效地提高了公司利润水平。

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中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告采用新会计准则编制，截至2019年末，公司纳入合并报表范围的子公司共11家，新增子公司1家，合并范围变化情况见表1。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，但以预付款项、其他应收款和存货为主，其他应收款和预付款项对营运资金形成较大占用，以工程施工和土地整理为主的存货变现能力较差，且部分资产已被抵押，整体资产流动性较弱

2019年末，公司资产总计2,690,120.98万元，同比增长28.60%；从资产结构来看，流动资产占总资产比重为93.05%。

2019年末公司货币资金133,267.65万元，主要为银行存款及其他货币资金，其他货币资金包括保证金4,100.00万元、定期存单质押20,300.00万元，使用受限。公司应收账款主要为应收经开区管委会及南京宁高科技产业园管委会的款项，2019年末账面价值为39,196.34万元。2019年末公司预付款项账面价值393,290.85万元，较上年末增长101.15%，主要为新增的预缴土地款。公司其他应收款2019年末账面价值416,010.25万元，同比增长1.69%，主要为应收江苏高淳经济开发区管理委员会等事业单位和企业的往来款，账龄3年以内占比为75.93%，前五大应收对象分别为经开区管委会、高淳新区湖滨资产管理有限公司、南京高淳国有资产经营控股集团有限公司、南京第一农药集团有限公司和南京汤泉建设集团有限公司高淳分公司，上述单位欠款金额占其他应收款账面余额的比重为24.40%，整体而言，公司其他应收款账龄较短，但欠款单位主要为国有企业和政府机构，未来需关注其回款金额及回款时间。

随着公司基建业务、土地整理进度的推进，2019年末公司存货账面价值1,500,011.71万元，同比增长23.70%，包括工程施工1,001,461.93万元、土地资产132,822.96万元和土地整理成本365,726.82万元。公司土地资产主要是出让类型的城镇混合住宅用地，其中账面价值为96,224.71万元的土地已用于抵押。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
----	-------	-------

	金额	占比	金额	占比
货币资金	133,267.65	4.95%	62,455.06	2.99%
应收账款	39,196.34	1.46%	39,542.38	1.89%
预付款项	393,290.85	14.62%	195,522.91	9.35%
其他应收款	416,010.25	15.46%	409,078.74	19.56%
存货	1,500,011.71	55.76%	1,212,632.48	57.97%
流动资产合计	2,503,087.45	93.05%	1,937,808.72	92.64%
可供出售金融资产	41,580.00	1.55%	28,605.00	1.37%
投资性房地产	105,494.00	3.92%	58,841.74	2.81%
其他非流动资产	0.00	0.00%	27,305.76	1.31%
非流动资产合计	187,033.53	6.95%	153,985.03	7.36%
资产总计	2,690,120.98	100.00%	2,091,793.75	100.00%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末公司可供出售金融资产账面价值 41,580.00 万元，同比增长 45.36%，主要系公司增加对南京世界村汽车动力有限公司、南京中博智慧信息科技有限公司、翰顺联电子科技（南京）有限公司、南京淳链创业投资合伙企业（有限公司）、南京华高生态环境遥感技术研究院有限公司、南京国星生物技术研究院有限公司等公司的投资所致。2019 年末公司投资性房地产账面价值为 105,494.00 万元，同比增长 79.28%，主要系土地公允价值变动所致。2019 年末公司其他非流动资产账面价值为 0.00 万元，系上年预缴土地款转出所致。

整体来看，公司资产有所增长，但以预付款项、其他应收款和存货为主，其他应收款和预付款项整体规模占流动资产的 30.08%，对营运资金形成较大占用，以工程施工和土地整理为主的存货集中变现能力较差，且部分货币资金使用受限，部分土地用于抵押，整体资产流动性较弱。

盈利能力

2019 年公司营业收入保持增长，但主业盈利能力仍较弱，利润主要依赖于政府补贴

受益于新增安置房收入，2019 年公司实现营业收入 73,011.13 万元，同比增长 11.07%，综合毛利率略降至 11.97%，主业盈利能力仍较弱。2019 年公司投资损失 8,791.08 万元，主要系公司处置长期股权投资所致，存在一定投资风险。2019 年公司实现公允价值变动收益 9,068.35 万元，主要为以公允价值模式计量的投资性房地产所产生的收益。此外，2019 年公司收到政府补贴 32,191.49 万元，同比增长 21.77%，显著提升了公司盈利水平。

2019 年，公司实现营业利润 26,826.88 万元，较上年略有下降，公司自身盈利能力仍较

弱，利润主要依赖于政府补贴。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	73,011.13	65,735.52
其他收益	32,191.49	26,435.62
投资收益	-8,791.08	-241.03
公允价值变动收益	9,068.35	205.14
资产处置收益	0.00	14,041.99
营业利润	26,826.88	26,987.39
营业外收入	16.81	200.18
利润总额	25,188.23	25,719.37
综合毛利率	11.97%	12.51%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现仍较差，未来项目建设仍面临较大资金压力

2019年公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来自土地整理、安置房建设、工程施工等业务，受上述业务回款减少影响，当年公司收现比降至0.61；公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为收到经开区管委会等单位的往来款以及财政补贴；经营活动现金流出主要用于支付土地款项、土地整理和工程施工的成本，以及支付的往来款项。综合来看，受项目建设支出规模较大影响，2019年公司经营活动现金净流出279,730.70万元，经营活动现金流表现仍较差。

投资活动方面，2019年公司投资活动现金流入较上年增长36,272.09万元，主要为处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金，同时公司购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅减少，因此2019年公司投资现金净流入16,861.48万元。

目前公司资金需求主要依赖筹资活动，2019年公司筹资活动现金流入主要包括发行债券和通过借款取得的现金，筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息；当年公司筹资活动现金净流入309,281.80万元，缓解了项目建设资金压力。考虑到2019年末公司主要在建项目尚需投资32.74亿元，未来项目建设仍面临较大资金压力。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.61	1.04
销售商品、提供劳务收到的现金	44,340.23	68,239.20

收到的其他与经营活动有关的现金	530,913.99	831,581.94
经营活动现金流入小计	575,254.22	899,821.14
购买商品、接受劳务支付的现金	327,210.03	123,399.97
支付的其他与经营活动有关的现金	515,866.78	795,860.34
经营活动现金流出小计	854,984.92	926,716.76
经营活动产生的现金流量净额	-279,730.70	-26,895.61
投资活动产生的现金流量净额	16,861.48	-41,492.33
筹资活动产生的现金流量净额	309,281.80	51,977.97
现金及现金等价物净增加额	46,412.59	-16,409.98

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率上升，有息负债规模持续增长，面临较大的偿债压力

随着公司2019年成功发行非公开公司债券、中期票据，2019年末公司负债总额同比增长38.31%至173.63亿元，得益于公司利润积累以及政府资产的注入，公司所有者权益保持增长，2019年末，公司所有者权益合计95.38亿元，同比增长14.04%。受负债增长较快影响，2019年末公司产权比率提高至182.03%，所有者权益对负债的保障能力有所减弱。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	1,736,273.24	1,255,391.14
所有者权益	953,847.74	836,402.61
产权比率	182.03%	150.09%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司流动负债规模及在总负债中占比分别为623,046.66万元和35.88%，其中短期借款100,975.00万元，包括保证借款80,000.00万元、抵押借款20,000.00万元和质押借款9,750.00万元；应付票据24,300.00万元，包括银行承兑汇票19,300.00万元及商业承兑汇票5,000.00万元；应付账款19,982.52万元，主要为应付南京盛嘉建筑安装工程有限公司等公司的工程款项；其他应付款同比增长57.24%至381,892.53万元，主要系新增南京市高淳区财政局债务置换资金以及其他往来款项的增加；一年内到期的非流动负债77,102.12万元，主要为一年内到期的长期借款何应付债券。

截至2019年末，公司长期借款300,765.31万元，包括抵押借款163,354.00万元、保证借款137,411.31万元；应付债券同比增长78.52%至637,343.41万元，主要系公司新发行合计金额360,000.00万元的四期中期票据、两期非公开发行公司债；长期应付款114,321.33万元，

主要为应付南京扬子开发投资有限公司的借款，该借款年利率为4.7%，期限为2014年1月1日至2040年3月25日，用于公司的棚户区改造工程建设。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	100,975.00	5.82%	30,000.00	2.39%
应付票据	24,300.00	1.40%	25,000.00	1.99%
应付账款	19,982.52	1.15%	34,396.54	2.74%
预收款项	167.50	0.01%	40,123.78	3.20%
其他应付款	381,892.53	21.99%	242,875.07	19.35%
一年内到期的非流动负债	77,102.12	4.44%	92,525.00	7.37%
流动负债合计	623,046.66	35.88%	479,223.92	38.17%
长期借款	300,765.31	17.32%	273,900.00	21.82%
应付债券	637,343.41	36.71%	357,014.16	28.44%
长期应付款	114,321.33	6.58%	132,400.00	10.55%
其他非流动负债	36,590.00	2.11%	0.00	0.00%
非流动负债合计	1,113,226.58	64.12%	776,167.23	61.83%
负债合计	1,736,273.24	100.00%	1,255,391.14	100.00%
其中：有息债务	1,267,097.17	72.98%	885,839.16	70.56%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司有息负债规模大幅增长至126.71亿元，占负债总额的比重为72.98%。

从偿债能力指标来看，债务规模增长使得公司资产负债率增长至2019年末的64.54%，由于现金类资产有所增加，2019年公司现金短期债务比增至0.75，同时主要由于利息支出规模有所下降，2019年公司EBITDA利息保障倍数提升至0.84。2019年末公司有息债务系EBITDA的35.31倍，EBITDA对有息债务的保障能力较弱。

整体而言，公司有息负债保持增长，偿债能力指标较弱，未来偿债压力仍较大。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	64.54%	60.02%
现金短期债务比	0.75	0.51
EBITDA 利息保障倍数	0.84	0.81
有息债务/EBITDA	35.31	22.27

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

江苏再担保提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本次债券品种一的安全性

江苏再担保出具了担保函，承诺为本次债券品种一提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

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30亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省属再担保机构。经过多次增资和股权转让，截至2020年5月末江苏再担保注册资本为75.13亿元，控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，持股比例为28.13%。

表 13 截至 2020 年 5 月 31 日江苏再担保股权结构情况

股东名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
江苏省财政厅	212,763.10	28.13
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	5.82
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	4.36
常州市新北区人民政府	33,000.00	4.36
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	4.36
宿迁市人民政府	27,522.94	3.64
丹阳市人民政府	22,000.00	2.91
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	22,000.00	2.91
扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	2.91
如皋市人民政府	22,000.00	2.91
常州市钟楼新城投资建设有限公司	22,000.00	2.91
扬州经济技术开发区开发总公司	22,000.00	2.91
扬州龙川控股金融投资有限公司	20,000.00	2.64
其他 25 名股东	221,023.87	29.22
合计	756,309.91	100.00

资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

江苏再担保主要从事直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款、典当等业务。担保业务收入、利息收入和融资租赁业务收入是江苏再担保的三大收入来源，2019年分别占营业总收入的56.10%、23.20%和18.30%。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。随着各主要业务的发展，2017-2019年江苏再担保营业总收入持续增长，分别为11.26亿元、13.31亿元和18.26亿元，年均复合增长率为27.38%。

表 14 2017-2019 年江苏再担保营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	102,460.75	56.10%	65,680.96	49.36%	55,230.46	49.07%
其中：直接担保业务收入	78,574.04	43.02%	55,802.55	41.93%	50,813.02	45.14%
再担保业务收入	23,886.71	13.08%	9,878.41	7.42%	4,417.44	3.92%
利息收入	42,375.41	23.20%	40,656.03	30.55%	31,731.11	28.19%
融资租赁业务收入	33,428.39	18.30%	21,996.44	16.53%	13,725.66	12.19%
其他收入	4,371.70	2.39%	4,737.44	3.56%	11,876.88	10.55%
合计	182,636.25	100.00%	133,070.87	100.00%	112,564.11	100.00%

注：2017年财务数据采用2018年审计报告的上期数。

资料来源：江苏再担保 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年12月31日，江苏再担保资产总额为172.17亿元，所有者权益合计104.52亿元；2019年度，江苏再担保实现营业总收入18.26亿元，利润总额6.40亿元。

表 15 2017-2019 年江苏再担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	172.17	143.93	122.24
所有者权益合计	104.52	75.27	71.73
营业总收入	18.26	13.31	11.26
担保业务收入	10.25	6.57	5.52
利息收入	4.07	4.07	3.17
投资收益	0.92	0.56	0.75
利润总额	6.40	5.04	4.41
净资产收益率	5.35%	5.15%	4.51%
担保余额*	-	1,215.72	1,036.64
融资担保责任余额*	-	476.60	623.94
其中：融资性直接担保责任余额*	-	452.98	452.04
融资性再担保责任余额*	-	23.62	171.90
当期担保发生额*	-	1,021.87	901.56
准备金覆盖率*	-	3.04%	2.09%
融资担保放大倍数（合计）（倍）*	-	8.59	8.70
其中：融资担保放大倍数（直保）（倍）*	-	8.17	6.30
融资担保放大倍数（再保）（倍）*	-	0.43	2.40
当期担保代偿率*	-	0.04%	0.97%

注 1：2017 年财务数据采用 2018 年审计报告的上期数。

注 2：“*”表示数据为母公司口径。

注 3：2018 年融资担保责任余额和融资担保放大倍数按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：江苏再担保 2018-2019 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为AAA，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。

瀚华担保提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本次债券品种二的安全性

瀚华担保为本次债券品种二“17宁高发债02”提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

瀚华担保原名瀚华担保股份有限公司，系经重庆市金融工作办公室批准，由瀚华金控股份有限公司等6名法人及19位自然人于2009年8月共同发起设立。2018年公司经重庆市工商行政管理局批准更名为现名。公司经多次股权变更，截至2020年5月31日，注册资本和实收资本均为35.00亿元，控股股东为瀚华金控股份有限公司（以下简称“瀚华金控”），无实际控制人，股权结构如下表所示。

表 16 截至 2020 年 5 月 31 日公司股权结构

股东名称	投资额（万元）	持股比例（%）
瀚华金控股份有限公司	349,650.00	99.90
重庆惠微投资有限公司	350.00	0.10
合计	350,000.00	100.00

资料来源：公司提供

瀚华担保主要从事融资担保服务、履约担保、财产保全担保等担保业务，同时利用自有资金开展理财和投资业务。瀚华担保2019年实现营业收入7.50亿元，同比有所增长，从结构上来看，主要由担保业务、利息收入以及手续费及佣金收入等构成，其中已赚担保费占比为69.82%，为最主要收入来源。2019年瀚华担保担保业务收入43,285.9万元，同比稍有下降，主要是由于担保业务新增规模有所下降。瀚华担保利息收入主要来自银行存款及保证金利息收入、委托贷款利息收入和应收款项类利息收入，由于委托贷款、应收款项类投资规模下降，2019年利息收入有所下滑。

表 17 2018-2019年瀚华担保收入构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	52,377.07	69.82%	50,185.58	68.21%
担保业务收入	43,285.91	57.70%	44,017.92	59.83%
减：提取未到期责任准备金	-9,091.17	12.12%	-6,167.66	8.38%
利息收入	8,105.95	10.81%	12,995.61	17.66%

手续费及佣金收入	13,052.55	17.40%	9,145.97	12.43%
投资收益	1,600.76	2.13%	667.28	0.91%
其他收益	141.55	0.19%	2,042.32	2.78%
公允价值变动收益	1,802.99	2.40%	-1,450.87	-1.97%
其他业务收入	748.10	1.00%	210.26	0.29%
资产处置收益	-450.68	-0.60%	-222.19	-0.30%
营业收入	75,018.03	100.00%	73,573.96	100.00%

注：1、担保业务收入包括担保费收入、评审费收入、保后管理费收入、追偿收入。

2、已赚担保费=担保业务收入-提取未到期责任准备金

资料来源：瀚华担保 2019 年审计报告，中证鹏元整理

近年瀚华担保业务从传统银行渠道、单一客户零售模式逐渐向产品批发的供应链金融模式转变，有助于拓宽业务来源渠道。瀚华担保现金类资产较充裕，资产流动性较好，近年代偿金额及代偿率持续下降。但同时中证鹏元也关注到其担保业务新增规模有所下滑，传统融资担保面临一定代偿风险，委托贷款业务行业和客户集中度较高、应收款项类投资存在潜在风险的风险因素。

截至2019年末，瀚华担保资产总额为70.75亿元，归属于母公司所有者权益为40.05亿元；2019年度，瀚华担保实现营业收入7.36亿元，利润总额2.89亿元。

表 18 2017-2019 年瀚华担保主要财务及业务指标

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	612,511.76	607,453.59	617,895.37
所有者权益合计	407,210.87	400,528.98	409,702.35
营业总收入	75,018.03	73,573.96	73,720.69
已赚担保费	52,377.07	50,185.58	52,743.05
利息收入	8,105.95	12,995.61	15,785.84
净资产收益率	6.12%	5.89%	5.50%
期末在保余额（亿元）	392.66	449.61	482.41
融资担保责任余额（亿元）	249.23	295.02	316.88
当期担保发生额（亿元）	202.46	219.02	272.25
准备金覆盖率	5.50%	4.79%	4.60%
融资担保放大倍数	6.21	7.47	7.84
当期担保代偿率	0.49%	0.81%	1.23%

注：1、2017 年数据采用 2018 年度审计报告期初数（上年数）；

2、在保余额=融资担保业务在保余额+非融资担保业务在保余额-分担保业务在保余额。

资料来源：瀚华担保 2018、2019 年审计报告，中证鹏元整理

综合来看，瀚华担保业务发展情况较好，代偿能力强，经中证鹏元综合评定瀚华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信用水平。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月15日），公司本部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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年12月31日，公司对外担保金额合计65,000.00万元，占2019年末净资产的6.81%，虽然担保对象均为国企，但公司仍存在一定或有负债风险。

表 19 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
南京高淳老街旅游开发股份有限公司	20,000.00	2021-1	否
南京市高淳区建设发展集团有限公司	15,000.00	2020-2	否
南京国际慢城建设发展投资有限公司	10,000.00	2020-7	否
南京高淳国有资产经营控股集团有限公司	10,000.00	2020-5	否
南京市高淳区建设发展集团有限公司	5,000.00	2020-3	否
江苏游子山生态产业发展有限公司	5,000.00	2020-10	否
合计	65,000.00		-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2019年，公司外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，主要在建项目总投资规模较大，未来业务持续性较好，公司获得的外部支持力度仍较大，此外，保证担保有效提升了本次债券的安全性。

同时中证鹏元也关注到，公司资产以预付款项、其他应收款和存货为主，流动性较弱；经营活动现金流表现较差，面临的资金压力较大；有息债务大幅增长，偿债能力指标表现较弱，公司偿债压力较大，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本次债券品种一信

用等级为AAA，维持本次债券品种二信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

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：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	133,267.65	62,455.06	78,865.04
其他应收款	416,010.25	409,078.74	371,651.86
存货	1,500,011.71	1,212,632.48	1,164,028.39
总资产	2,690,120.98	2,091,793.75	1,954,822.36
短期借款	100,975.00	30,000.00	0.00
其他应付款	381,892.53	242,875.07	218,980.05
一年内到期的非流动负债	77,102.12	92,525.00	103,625.00
长期借款	300,765.31	273,900.00	366,175.00
应付债券	637,343.41	357,014.16	197,831.28
长期应付款	114,321.33	132,400.00	108,015.00
总负债	1,736,273.24	1,255,391.14	1,121,186.63
有息债务	1,267,097.17	885,839.16	775,646.28
所有者权益	953,847.74	836,402.61	833,635.73
营业收入	73,011.13	65,735.52	61,406.24
营业利润	26826.88	26987.39	23,696.62
利润总额	25,188.23	25,719.37	23,225.81
经营活动产生的现金流量净额	-279,730.70	-26,895.61	-193,466.46
投资活动产生的现金流量净额	16,861.48	-41,492.33	-7,080.90
筹资活动产生的现金流量净额	309,281.80	51,977.97	182,210.56
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	11.97%	12.51%	12.67%
收现比	0.61	1.04	1.21
产权比率	182.03%	150.09%	134.49%
资产负债率	64.54%	60.02%	57.35%
现金短期债务比	0.75	0.51	0.76
EBITDA（万元）	35,882.33	39,781.19	25,096.46
EBITDA 利息保障倍数	0.84	0.81	0.83
有息债务/EBITDA	35.31	22.27	30.91

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
高淳县新区置业有限公司	5,000.00	100.00%	房地产开发、销售；房屋租赁；建筑工程、市政工程、园林绿化工程、钢结构工程、地基与基础工程施工；提供劳务服务；物业管理；建筑材料、机械设备销售
高淳县新区市政工程有限责任公司	7,000.00	99.88%	市政公用工程施工总承包；建筑工程施工总承包；道路施工及养护；绿化工程施工及养护；管道施工及维护。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
高淳县新区人力资源有限公司	50.00	80.00%	境内职业介绍服务。一般经营项目：人力资源应用与管理咨询；劳务派遣
高淳县创富投资有限公司	5,000.00	100.00%	创业投资、创业投资咨询、企业管理服务
南京市高淳区东部新城建设发展有限公司	58,000.00	60.00%	市政工程、房屋建筑工程、道路工程、土石方工程、市政基础设施建设及运营管理、养护服务；装饰工程施工；园林绿化服务；商业管理、物业管理、展览展示服务；企业形象策划；房屋租赁。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
江苏高淳高新区科技创业服务中心有限公司（曾用名：南京紫金（高淳）科技创业特区创业服务中心有限公司）	2,000.00	100.00%	高新技术项目开发；资产管理服务；工商代理服务；投资管理；自有房屋租赁；商业信息咨询；建筑安装工程施工；物业管理
南京市高淳区滨湖建设发展有限公司	53,500.00	72.52%	城市建设项目规划、设计、运营；高新技术产业投资、开发、技术服务及咨询；高新科技企业孵化；投资管理；市政基础设施建设、租赁、委托经营及养护；建筑安装工程施工；物业管理；房屋租赁；经济项目开发；劳务派遣（须取得许可或批准后方可经营）；人才交流服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
高淳县新区弘业物业管理有限公司	80.00	99.99%	物业管理；房屋租赁。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
南京市高淳区东部新农村建设发展有限公司	21,000.00	100.00%	新农村建设项目投资；房屋建筑工程、道路工程、土石方工程、基础设施工程施工及咨询服务、养护服务；装饰工程施工；园林绿化服务；物业管理；自有房屋租赁服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
江苏高淳高新区建设发展有限公司	45,000.00	52.22%	高新技术产业投资、开发、技术服务及咨询；高新科技企业孵化；投资管理；市政基础设施建设、租赁、委托经营及养护；城市开发；建筑安装工程施工；物业管理；房屋租赁；经济项目开发、技术开发；劳务派遣（不含涉外）；人才交流服务；城市建设项目规划、设计、运营。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

南京宁高高科技产业园开发有限公司	20,000.00	100.00%	市政基础设施建设、投资及管理;高新技术产业投资、开发;土地成片开发;建筑安装工程;物业管理、房屋租赁
------------------	-----------	---------	--

资料来源：公司2019年审计报告及公开资料

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款} + \text{其他非流动负债}$

附录四 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。