

金湖县国有资产经营投资有限责任公司

2020 年公司债券信用评级报告



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：




报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【799】号 02

分析师

姓名：
游云星 刘诗华

电话：
0755-82871255

邮箱：
youyx@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 11 月 13 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
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

金湖县国有资产经营投资有限责任公司 2020 年公司债券信用评级报告

本期债券品种一信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA

本期债券品种二信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：不超过 7 亿元，其中品种一不超过 5 亿元，品种二不超过 2 亿元

债券期限：7 年

增信方式：保证担保

品种一担保主体：江苏省信用再担保集团有限公司

品种二担保主体：苏州市融资再担保有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 个计息年度末分别按照债券发行总额的 20% 偿还本金

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”）本次拟公开发行总额不超过 7 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）品种一的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券品种一安全性极高，违约风险极低；本期债券品种二的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券品种二安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司业务收入具有一定的可持续性，且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”）及苏州市融资再担保有限公司¹（以下简称“苏州再担保”）分别为本期债券品种一和品种二提供的保证担保有效提升了本期债券品种一和品种二的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司大部分土地资产已抵押，整体资产流动性较弱，经营活动现金流波动较大，面临一定的资金压力和较大的偿债压力，且存在较大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基础。金湖县已形成机械制造、仪表线缆和新型建材三大主导产业，重点打造高端装备制造、新能源新材料两大“百亿级”

¹ 2020 年 7 月由苏州市信用再担保有限公司更改为现名。

产业集群，2017-2019 年全县分别实现 GDP 267.87 亿元、296.29 亿元和 325.12 亿元，同比分别增长 7.7%、6.5%和 6.7%，区域经济持续增长，为公司发展提供了良好基础。

- **公司经营状况稳定，业务收入具有一定的可持续性。**2017-2019 年公司营业收入分别为 111,768.32 万元、110,676.62 万元和 113,329.62 万元，收入规模较稳定。截至 2019 年末，公司代建项目尚有 42,955.32 万元开发成本未被回购，主要的在建安置房项目账面价值合计 64,090.22 万元，未来可为公司带来一定的收入；金湖县仍有一定规模的可供开发整理土地，公司农业产业业务有一定的持续性。
- **公司获得的外部支持力度较大。**近年公司在资产注入、财政补贴等方面获得当地政府的大力支持，2014-2019 年公司获得当地政府划拨的资产，净增加资本公积 252,788.21 万元；2017-2019 年公司分别确认财政补贴 6,748.83 万元、4,145.84 万元和 4,055.00 万元，财政补贴对公司盈利形成一定的补充。
- **江苏再担保及苏州再担保提供的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，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，苏州再担保主体长期信用等级为 AA+，江苏再担保、苏州再担保分别为本期债券品种一、品种二提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券品种一和品种二的信用水平。

关注：

- **公司大部分土地资产已抵押，整体资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司资产中应收款项账面价值合计 405,029.31 万元，占总资产的 15.99%，主要应收对象为政府部门及下属单位，回收时间不确定，对公司资金形成占用。2019 年末公司存货账面价值 1,441,270.81 万元，占总资产的 56.91%，其中土地资产和开发成本分别占比 63.93%和 36.07%，存货中已有 733,018.90 万元土地使用权用于抵押，占存货中土地资产的 79.55%。2019 年末受限资产合计 1,042,303.08 万元，占总资产的比重达 41.16%，受限资产规模大，整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流波动较大，且主要在建、拟建项目尚需投资额较大，面临一定的资金压力。**2017-2019 年公司经营活动现金流净额分别为 45,132.93 万元、-63,378.39 万元和-136.45 万元，波动较大。截至 2019 年末，公司主要在建、拟建项目共 6 个，预算总投资 396,722.50 万元，尚需投资 296,065.56 万元，公司面临一定的资金压力。

- 公司有息债务持续增长，债务偿付压力较大。2019 年末公司有息债务余额 655,068.00 万元，占总负债的 50.09%，现金短期债务比从 2017 年末的 1.96 持续下滑至 2019 年末的 0.62。2020 年及 2021 年公司需偿还的有息债务本金规模较大，分别为 224,300.00 万元、178,408.00 万元，公司整体债务偿付压力较大。
- 公司存在较大的或有负债风险。截至 2019 年末，公司对外担保余额 883,667.66 万元，与当期末净资产之比为 72.16%，其中对民营企业担保 1,999.00 万元。公司对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,532,336.39	2,376,546.39	2,564,777.92
所有者权益	1,224,513.02	1,215,132.64	1,528,661.18
有息债务	655,068.00	600,439.01	321,315.22
资产负债率	51.64%	48.87%	40.40%
现金短期债务比	0.62	1.61	1.96
营业收入	113,329.62	110,676.62	111,768.32
营业外收入	4,112.13	4,449.55	6,891.86
利润总额	15,277.09	15,898.95	21,744.07
综合毛利率	30.83%	28.40%	29.69%
EBITDA	42,873.13	41,044.43	48,092.23
EBITDA 利息保障倍数	1.86	1.26	1.75
经营活动现金流净额	-136.45	-63,378.39	46,390.79
收现比	0.82	0.92	1.01

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

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	104.52	75.27	71.73
担保余额*	1,230.43	1,215.72	1,036.64
融资担保责任余额*	664.72	476.60	623.94
准备金覆盖率*	2.44%	3.04%	2.09%

融资担保放大倍数（合计）*	9.00	8.59	8.70
---------------	------	------	------

注 1：“*”表示数据为母公司口径，2017 年财务数据采用 2018 年审计报告的期初数（上期数）。

注 2：2018 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

苏州再担保主要财务指标（单位：万元）

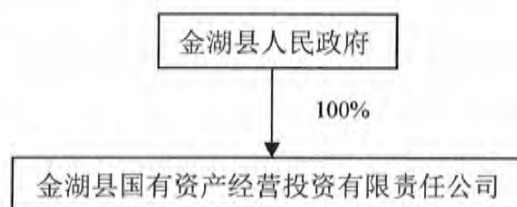
项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	224,183.67	207,819.84	188,785.48
所有者权益合计	157,260.56	153,871.75	153,574.04
在保责任余额	1,125,683.69	911,215.79	431,186.43
担保风险准备金	43,322.46	33,964.34	25,902.75
净资产放大倍数	7.16	5.92	2.81
累计担保代偿率	-	0.18%	0.34%

资料来源：苏州再担保 2017 年本部审计报告，2018-2019 年审计报告，苏州再担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2003年3月，系经淮安市人民政府批准成立的国有独资公司，公司成立时注册资本为3,010.29万元，股东为金湖县人民政府。2008年12月公司以资本公积转增资本，变更后公司注册资本为10,000万元。2010年12月公司以资本公积及未分配利润转增资本，变更后注册资本为50,000万元。2016年10月金湖县人民政府以货币形式向公司增资150,000万元，增资完成后公司注册资本和实收资本均增加到200,000万元。截至2020年6月末，公司注册资本和实收资本均为200,000万元，金湖县人民政府持有公司100%股权，是公司唯一股东和实际控制人。

图1 截至2020年6月30日公司产权及控制关系



资料来源：公开资料

公司主要从事与农业综合开发相关的基础设施建设、土地整理、棚户区改造等业务。截至2019年末公司合并范围共有17家子公司，明细见附录二。

二、本期债券概况

债券名称：2020年金湖县国有资产经营投资有限责任公司公司债券（品种一）、2020年金湖县国有资产经营投资有限责任公司公司债券（品种二）；

发行总额：不超过7亿元，其中品种一不超过5亿元，品种二不超过2亿元；

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，同时设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第3-7个计息年度末分别按照债券发行总额的20%偿还本金；

增信方式：本期债券品种一由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，本期债券品种二由苏州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

本期债券拟募集资金总额为不超过7.00亿元，拟用于金湖县黎东花园项目（以下简称“黎东花园项目”或“本期募投项目”）及补充公司营运资金。品种一拟募集资金不超过5.00亿元，其中3.50亿元拟用于金湖县黎东花园项目，1.50亿元拟用于补充公司营运资金；品种二拟募集资金不超过2.00亿元，其中1.30亿元拟用于金湖县黎东花园项目，0.70亿元拟用于补充公司营运资金。资金投向情况如表1所示。

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

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
金湖县黎东花园项目	69,615.00	48,000.00	68.95%
补充公司营运资金	-	22,000.00	-
合计	-	70,000.00	-

资料来源：公司提供

1、项目建设内容及进度

黎东花园项目位于金湖县平安东路南侧、城东干道东侧，总用地面积为58,873.7m²，共计建设22栋建筑，其中18层住宅楼8栋，11层住宅楼8栋，8层住宅楼2栋，沿街商业用房1栋，配电房3栋，在住宅楼设置物管用房、社区用房、体育用房、居家养老、社区卫生用房、邮政用房、车库等功能分区，并配套建设小区道路、消防等附属设施。本期募投项目建筑总占地面积11,992.81m²，总建筑面积154,700m²，其中地上建筑面积113,700.36m²（住宅建筑面积103,344.55m²，1,027户，商业建筑面积2,320.08m²，配套除商业外的公建建筑面积为8,035.73m²），地下建筑面积40,999.64m²（包括人防地下室7,347.13m²，住宅地下室9,627.50m²，普通地下室24,025.01m²），配套机动车停车位1,235辆，其中地上机动车位310个，地下机动车位925个，配套自行车位3,000个。

本期募投项目总投资69,615.00万元，由公司自筹和申请债务资金解决，其中建设投资65,882.70万元，建设期利息3,732.30万元。该项目于2019年12月开工，项目建设期为2年。截至2019年末，该项目已投资10,453.94万元。

2、项目的审批、核准或备案情况

截至2019年末，本期募投项目已获得金湖县发展和改革委员会、金湖县自然资源和规划局和金湖县维护稳定工作领导小组办公室等部门的相关批复，具体如表2所示。

表2 本期债券募投项目审批情况

审批部门	审批内容	文件号	批复时间
------	------	-----	------

金湖县发展和改革委员会	《关于核准金湖县黎东花园项目的通知》	金发改投资核(2018)42号	2018年12月13日
金湖县发展和改革委员会	《关于同意金湖县黎东花园项目调整的通知》	金发改投资核(2018)46号	2018年12月29日
-	固定资产投资节能承诺表	-	2019年1月22日
-	建设项目环境影响登记表	备案号 为 20193208310000016	2019年1月22日
金湖县国土资源局	苏(2019)金湖县不动产权第0000906号不动产权证	-	2019年2月18日
金湖县自然资源和规划局	建设工程规划许可证	金规工字第 320831201900199号~金规工字第 320831201900222号	2019年5月30日
淮安市维护稳定工作领导小组办公室	《淮安市社会稳定风险评估简易程序报告表》	-	2019年1月3日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目收益

本期募投项目建成后将由公司本部运营。根据公司提供的由瑞和安惠项目管理集团有限公司编制的《金湖县黎东花园建设项目项目申请报告》（以下简称“项目申请报告”），公司可通过出售住宅、部分沿街商铺及车位，出租部分沿街商铺和车位，物业管理服务等实现收益，其中可出售的建筑面积103,809平方米（含住宅、沿街商铺）和310个车位可直接出售，1,856.1平方米商铺及925个车位可用于出租。黎东花园项目计算期为40年，其中建设期2年、经营期为38年（含销售期3年）。经测算，本期募投项目经营期年均收入为4,156.4万元、年均利润总额为1,224.5万元。本期募投项目债务资金52,200.00万元，第3年起以该项目的营业收入扣减营业税金及附加及经营成本计算还款来源，分五年偿还本金，每年偿还本金10,440.0万元，在本期债券第3-7个计息年度可用于还款金额为66,403.8万元，可还款金额能完全覆盖还款期本息及项目总投资。测算结果显示本期募投项目所得税后项目投资回收期为11.2年（含建设期2年），所得税后项目投资内部收益率为6.0%。

中证鹏元也关注到，募投项目总投资规模较大、建设周期较长，项目实际投资、施工期限有可能发生变动，影响项目按期竣工及正常投入运营。同时，项目建成后，商业建筑及车位租售情况受当地市场行情影响亦存在不确定性，或影响项目收益的实现。

四、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

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2017-2019年，我国国内生产总值（GDP）从82.08万亿元增长至99.09万亿元，各年分别增长6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国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，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019年末爆发的COVID-19疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为3.8%，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1.29万亿元，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。

2017年至2018年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；2018年下半年以来，随着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相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善

2017年至2018年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017年5月，财政部、发展改革委等六部委发布《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），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），严格规范政府购买服务，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018年2月，发展改革委、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，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，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018年下半年，随着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相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，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，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要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），表明要切实防控假借

PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级 PPP 项目。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。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

金湖县经济持续发展，已形成机械制造、仪表线缆和新型建材三大主导产业，但近年固定资产投资增速持续下滑

金湖县位于淮河下游、江苏省中部偏西地区，东与宝应县、高邮市接壤，南与安徽省天长市相邻，西与盱眙县、洪泽县交界，北与洪泽县毗邻，距南京 133 公里、扬州 105 公里、上海 399 公里。金湖县幅员面积 1,393.86 平方公里，下辖黎城、戴楼、金北 3 个街道，金南、塔集、银涂、前锋、吕良 5 个镇，共有 118 个村委会、30 个居委会。2018 年末全县常住人口 33.29 万人，城镇化率为 55.34%。

金湖县属里下河水网地区，境内湖泊众多，沟渠纵横，水域面积 4.2 万公顷，占县域总面积的三分之一。水产、水禽水生植物等水生资源丰富。金湖县现有成片林保存面积 6,560 公顷，农田林网 3.42 万公顷，活立木总蓄积量 89.8 万立方米，森林覆盖率 21.5%。金湖县境内的金湖凹陷、三河凹陷等特殊的地质构造，使金湖地下蕴藏有丰富的石油资源，已探明储量数千万吨。20 世纪 70 年代中期开始开采，现已建有卞杨、崔庄两个油田，有油井 600 多口，年开采石油 60 万吨，是中国南方重要的原油生产基地。中国石化总公司江苏油田分公司在金湖设有试采二厂。

近年来金湖县经济持续增长，2017-2019 年金湖县地区生产总值增长率分别为 7.7%、6.5%和 6.7%，其中 2019 年全县实现地区生产总值 325.12 亿元，人均 GDP 为 97,662.96 元，为全国人均 GDP 的 1.38 倍。从产业结构来看，金湖县二三产业占 GDP 比重从 2017 年的 86.6%提升至 2019 年的 87.8%，持续保持“三二一”产业的格局。

金湖县目前已形成机械制造、仪表线缆和新型建材三大主导产业和医药化工、粮食加工、轻纺服装三大传统产业，拥有金石集团、理士科技、苏仪集团和神舟车业等一批骨干企业，其中国家级高新技术企业 40 家。目前金湖县重点打造高端装备制造、新能源新材料两大“百亿级”产业集群，两大产业开票销售力争突破百亿元大关。受益于各产业发展，近年金湖县规模以上工业增加值保持较快增长，2018-2019 年增速分别为 16.5%和 15.3%，其中 2019 年高端装备制造、新材料、仪表线缆产业开票销售同比分别增长 5.6%、14.2%、20.5%，新增规上企业 37 家，开票销售过亿元企业达 56 家。

近年金湖县固定资产投资增速下滑明显，2017-2019 年 500 万元以上固定资产投资同比增速分别为 15.5%、9.4%和 6.7%，同期社会消费品销售总额及进出口总额增速亦呈下滑趋势。2019 年金湖县进出口总额为 4.72 亿美元，同比减少 13.2%。

表 3 金湖县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	325.12	6.7 %	296.29	6.5%	267.87	7.7%
第一产业增加值	44.38	5.0%	37.04	3.7%	35.07	3.7%
第二产业增加值	135.39	7.9%	111.51	8.1%	101.32	6.9%
第三产业增加值	145.35	6.1%	147.74	6.0%	131.48	9.5%
规模以上工业增加值	-	15.3%	283.69	16.5%	-	-
500 万元以上固定资产投资	-	6.7%	152.09	9.4%	221.10	15.5%
社会消费品零售总额	113.31	8.5%	104.44	9.8%	100.74	10.2%
进出口总额（亿美元）	4.72	-13.2%	5.43	19.5%	4.55	30.9%
人均 GDP（元）	97,662.96		89,110.00		76,534.29	
人均 GDP/全国人均 GDP	137.76%		137.85%		129.28%	

注：2017 年人均 GDP 按金湖县常住人口 35 万人计算，2019 年人均 GDP 按金湖县 2018 年末常住人口 33.29 万人计算。

资料来源：关于金湖县 2017 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2018 年国民经济和社会发展计划草案的报告、2018 年金湖县国民经济和社会发展统计公报、2018 年 12 月全县主要经济指标、2019 年 12 月全县主要经济指标

根据《关于金湖县2019年财政预算执行情况和2020年财政预算(草案)的报告》及《2019年1-12月份全县财政收支预算执行情况》，2019年金湖县完成一般公共预算收入22.48亿元，同比增长2.04%，其中税收收入占一般公共预算收入的89.20%，税收质量好；实现政府性基金收入21.17亿元，同比下降25.09%；同期一般公共预算支出47.80亿元，同比增加17.21%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为47.03%。

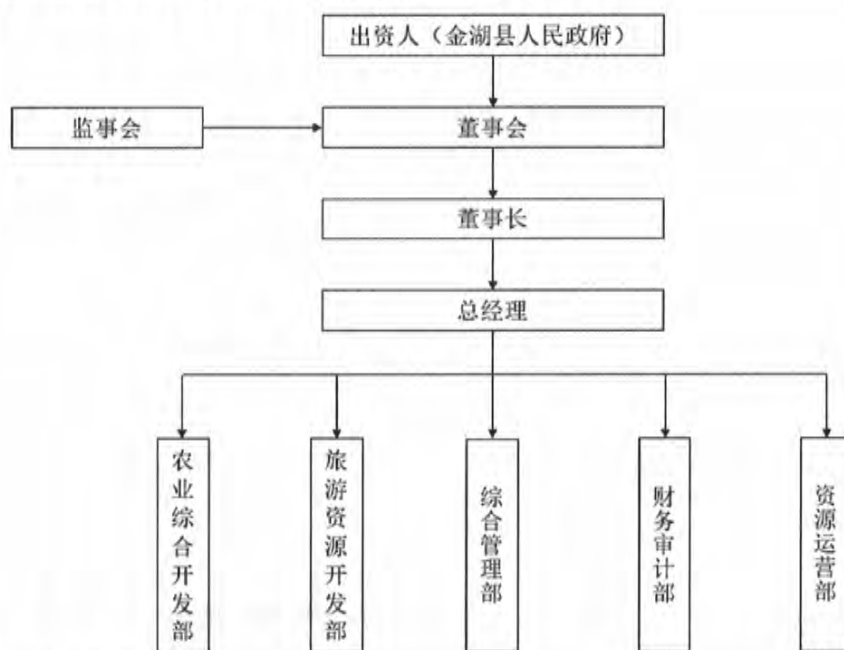
五、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、行政法规的规定，制定了《公司章程》，不断完善公司法人治理结构，制定相关的配套制度，规范董事会、监事会的议事规则和程序，明确出资人、董事会、监事会的各级职权。

金湖县人民政府是公司的出资人，公司不设股东会。公司设董事会，董事会成员为5人，其中3人由金湖县人民政府委派，2人由职工代表大会选举产生；董事会设董事长1人，由金湖县人民政府从董事会成员中指定。董事会执行出资人的决定，向出资人报告工作。公司监事会由5名监事组成，其中3人由金湖县人民政府委派，2人由职工代表大会选举产生；监事会主席1人，由金湖县人民政府从监事会成员中指定。公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘。

根据经营管理需要，公司设立了农业综合开发部、旅游资源开发部、综合管理部等职能部门，并建立了涉及财务、会计、利润分配及劳动用工制度等内部控制制度。截至2020年6月末，公司的组织结构如图2所示。

图2 截至2020年6月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司主要从事金湖县基础设施建设和土地开发整理业务，分别计入农业基础设施工程收入和农业产业收入，2017-2019年公司营业收入分别为111,768.32万元、110,676.62万元和113,329.62万元，收入规模较稳定。近年农业产业收入、安置房收入和农业基础设施工程收入为公司营业收入的主要来源，2017-2018年农业产业收入占营业收入的比重均在40%以上，但2019年公司未实现该收入，主要系金湖县生态农业观光项目已于2018年完工并移交，目前正在建的土地开发整理项目尚未结算所致；2018-2019年安置房收入占比均在30%以上；2019年农业基础设施工程收入成为公司收入的最大来源，占比达43.53%。公司租赁收入主要为房产租赁和滩涂租赁收入。此外，公司营业收入还包括市政工程收入、园林绿化收入、门票收入等，该等业务收入规模均较小。

毛利率方面，2018年由于农业产业业务毛利率有所下降，新增的安置房收入毛利率相对不高，综合毛利率同比下降1.29个百分点；2019年由于收入规模较大的农业基础设施工程业务和租赁业务毛利率均有所提升，拉动公司2019年综合毛利率小幅提升2.43个百分点至30.83%。综合来看，近年公司综合毛利率呈小幅波动态势。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
农业基础设施工程收入	49,327.67	22.75%	11,742.11	14.17%	22,816.27	14.17%
安置房收入	34,505.89	23.81%	35,690.64	27.54%	0.00	-
市政工程收入	1,625.63	13.88%	894.83	1.68%	1,075.91	19.37%
园林绿化收入	1,040.07	-44.56%	1,360.45	8.71%	422.28	65.62%
门票收入	684.20	-93.08%	491.39	-102.58%	490.75	4.58%
担保收入	631.32	100.00%	530.77	100.00%	247.17	100.00%
保障房收入	569.68	16.48%	763.55	6.76%	4,682.65	66.91%
利息收入	380.74	100.00%	248.67	100.00%	148.90	100.00%
拆迁服务费	173.95	17.97%	0.00	-	0.00	-
咨询收入	88.49	98.15%	2.68	100.00%	0.00	-
农业产业收入	0.00	-	44,569.78	30.16%	45,234.44	32.98%
土地转让收入	0.00	-	0.00	-	22,259.41	21.83%
主营业务收入小计	89,027.64	22.23%	96,294.86	26.37%	97,377.76	27.77%
租赁收入	21,004.73	56.45%	14,346.30	41.80%	14,376.91	42.59%
资金拆借利息收入	3,245.31	100.00%	0.00	-	0.00	-

其他	51.94	100.00%	35.46	100.00%	13.63	-
其他业务收入小计	24,301.98	62.36%	14,381.76	41.95%	14,390.56	42.59%
营业收入合计	113,329.62	30.83%	110,676.62	28.40%	111,768.32	29.69%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司农业基础设施工程收入波动较大，目前公司代建项目较少，其他项目建设存在一定的资金压力

公司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、商品粮棉生产基地建设等。按照项目代建合同书，在建项目完工后由政府回购，回购价为公司投入成本加上20%的利润。实际操作中，金湖县财政局每年依据项目建设进度对项目开发成本进行确认并回购，利润加成比例有所浮动。

2017-2019年金湖县财政局每年对金湖县现代科技农业工程项目当年投入成本进行确认，公司分别确认农业基础设施工程收入22,816.27万元、11,742.11万元和49,327.67万元，受结算进度影响，该业务收入波动较大。由于公司每年结算的子项目毛利率存在波动，导致2017-2018年农业基础设施工程业务毛利率维持为14.17%，而2019年上升至22.75%。

金湖县现代科技农业项目总面积为71,645亩，项目建设内容包括现代渔业产业区（鱼蟹生态养殖区、特种水产养殖区）、高效农业设施区（荷藕种植、莲蓬种植、水生蔬菜种植、高效农业示范）、科技农产品加工贸易区。项目预算总投资116,726万元，截至2019年末已基本完工，尚有42,955.32万元开发成本未被回购，未来仍可确认一定规模的收入。

公司代建项目仅金湖县现代科技农业工程项目1个。此外，公司在建的非安置房项目包括金湖县城南低碳生态新城文化艺术中心（以下简称“城南文化中心”），该项目收益实现方式暂未明确。公司拟建的非安置房项目包括金湖县物流园，根据淮安金湖县发展改革委出具的《江苏省投资项目备案证》，金湖县物流园建筑面积153,629平方米，已于2020年7月开工，公司本部负责仓储库房、物流服务用房等建筑物以及相关基础设施配套建设，项目完工后计划由公司本部进行市场化出租。上述在建、拟建项目具体明细如表5所示，计划总投资合计160,000.00万元，尚需投资127,404.43万元，公司存在一定的资金压力；由于公司目前暂无在建的代建项目，未来农业基础设施工程收入可能存在波动。

表 5 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要在建、拟建项目明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
金湖县城南低碳生态新城文化艺术中心	80,000.00	32,595.57	47,404.43
金湖县物流园	80,000.00	0.00	80,000.00
合计	160,000.00	32,595.57	127,404.43

资料来源：公司提供

公司2018年新增安置房收入，安置房项目规模较大，未来仍可获得一定规模的收入

2018年公司新增安置房收入，均来自于金湖县2015-2017年棚户区改造安置房建设项目。该项目具体模式为公司将建成的安置房以约定价格移交给金湖县人民政府房屋征收管理办公室（以下简称“金湖县房屋征收办”），由金湖县房屋征收办向居民销售，用以安置拆迁户。实际操作中，由金湖县财政局代金湖县房屋征收办以约定价格与公司结算安置房款，结算价格会随市场情况有所波动。

金湖棚改安置项目为公司“16金湖债”募投项目，包括新华巷地块安置小区、闸东二期、沿河路北侧地块安置小区及水上新村地块安置小区共4个安置小区，总用地面积317,889 m²（合476.83亩），总建筑面积524,589m²，建设内容包括住宅、商业及公建配套，以及车库等。2018-2019年公司分别实现安置房收入35,690.64万元、34,505.89万元，受市场行情波动影响，毛利率分别为27.54%、23.81%，截至2019年末该项目剩余可售面积35.19万平方米，具体销售情况如表6所示。

表6 2018-2019年金湖棚改安置项目销售情况（单位：万元、平方米、元/平方米）

项目	总投资	已投资	总可售面积	2019年		2018年		2019年末 剩余可售 面积
				销售 面积	销售 均价	销售 面积	销售 均价	
金湖县2015-2017 棚户区改造安置 房建设项目	157,783	157,560	524,589	84,160	4,500	88,486	4,033	351,900

注：此项目包括新华巷地块安置小区、闸东二期、沿河路北侧地块安置小区及水上新村地块安置小区共4个安置小区，公司未提供各安置小区住宅、车库、商业配套明细销售数据。

资料来源：公司提供

此外，根据《金湖县加快推进农民群众住房条件改善五年行动计划（2018-2020年）》，金湖县拟建设徐梁花园、黎东花园（本期募投项目）和九里花园等23个居住点定向安置房2.27万套，其中徐梁花园、黎东花园和九里花园由公司本部负责建设；徐梁三期安置房项目（以下简称“徐梁三期”）由子公司金湖县新城保障性住房开发有限公司（以下简称“新城公司”）负责建设，建设资金由新城公司自筹，计划占地面积约12.63万平方米，总建筑面积约20.48万平方米。截至2019年末公司主要在建安置房项目计划总投资合计236,722.50万元，尚需投资168,661.13万元，公司存在一定的资金压力。

表7 截至2019年12月31日公司主要在建安置房项目明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
徐梁三期	77,800.00	41,589.09	36,210.91
徐梁花园	50,000.00	285.12	49,714.88
黎东花园	69,615.00	10,453.94	59,161.06

九里花园	39,307.50	15,733.22	23,574.28
合计	236,722.50	68,061.37	168,661.13

资料来源：公司提供

公司部分棚户区改造项目已于2019年完工，该部分项目在存货中的账面价值合计102,625.14万元，未来将由金湖县住房和城乡建设局回购。此外，2019年末公司主要的在建安置房项目（包括徐梁三期、徐梁花园、黎东花园、九里花园）账面价值合计64,090.22万元，建成后将由公司向拆迁户销售，预计未来公司仍可实现一定的安置房收入。

公司负责金湖县土地整理开发，业务有一定可持续性，但2019年未实现农业产业收入，收入规模具有较大的波动性

根据金湖县人民政府金政发[2003]087号文，公司负责金湖县农业综合开发，具体包括道路、水利工程、园区、公用设施的建设、土地前期整理及动拆迁服务、农业开发配套服务、农业流通服务和高效农业等。对于公司上述业务产生的成本，由县财政每年末进行认定，并加成一定比例的利润率支付款项给公司，公司确认为农业产业收入。

公司2017-2018年农业产业收入分别为45,234.44万元、44,569.78万元，均来自于金湖县生态农业观光项目，该项目已于2018年完工并移交，因此2019年公司未实现农业产业收入。受整理地块成本波动影响，2017-2018年公司农业产业收入毛利率分别为32.98%、30.16%。

根据中共金湖县委和金湖县人民政府在2019年2月1日出具的《金湖县加快改善农民群众住房条件推进城乡融合发展的实施办法》，金湖县范围内有搬迁意愿且自愿拆除农村房屋、永久房企原宅基地使用权的农户均可申请自愿搬迁，原宅基地由村（居）集体统一复垦。目前公司已开展相关的农村建设用地复垦项目，截至2019年末已投资90,372.97万元，预计未来将通过销售土地流转指标收回投资。整体来看，金湖县有一定规模的可供开发整理土地，公司农业产业业务仍有一定的可持续性。但公司2019年未确认农业产业收入，收入规模具有较大的波动性。

租赁业务经营稳定，可为公司贡献一定的收入和利润，但回款不及时

公司租赁业务主要包括房产租赁和滩涂租赁，2017-2019年租赁收入分别为14,376.91万元、14,346.30万元和21,004.73万元，其中2019年同比增长46.41%，主要系当年新增可供出租房产数量较多所致。公司滩涂租赁的承租方为金湖县滩涂开发公司（以下简称“金湖滩涂”），2015年12月20日公司与金湖滩涂签订合同，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，租金费用约1,500元/亩/年，年租金收入0.53亿元（含税价，下同），租金每年6月30日前一次结清。此外，公司房产租赁业

务较多，主要包括金湖金宝水利建设有限公司（以下简称“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（2017年1月1日起至2021年12月31日），租金为每年0.98亿元；金湖县行政审批局承租商业服务用房55,614.00平方米，租赁期限3年（即2019年1月1日起至2021年12月31日），租金为每年0.26亿元。上述租赁合同仍在执行中，公司可保持稳定的收入规模，但租金回款不佳，截至2019年末公司应收账款16,873.88万元，其中分别应收金湖滩涂和金湖金宝租金6,709.60万元和6,534.81万元，且已有应收租金账龄超过1年。受益于部分房产租金提高，2019年公司租赁业务毛利率上升至56.45%。

表 8 2019 年公司主要房产出租情况（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（含税）	
			单价	金额
金房权证金湖县字第 J201224152 号	金湖县交通路	4,257.69	900.00	383.19
金房权证金湖县字第 J201224164 号	金湖县（航运公司办公楼）	1,390.88	900.00	125.18
苏 2019 金湖县不动产权第 0011511 号	金湖县健康西路	13,842.12	930.00	1,287.32
苏 2019 金湖县不动产权第 0011513 号	金湖县健康西路	36,728.25	930.00	3,415.73
金房权证金湖县字第 J201224204 号	金湖县衡阳路	5,505.10	870.00	478.94
	金湖县衡阳路	3,712.14	870.00	322.96
金房权证金湖县字第 J201224153 号	金湖县建设西路	12,329.37	930.00	1,146.63
金房权证金湖县字第 J201224167 号	金湖县建设路	7,348.56	900.00	661.37
金房权证金湖县字第 J201224168 号	水上新村	1,009.94	750.00	75.75
金房权证金湖县字第 J201224165 号	向阳路	1,404.11	825.00	115.84
金房权证金湖县字第 J201224166 号	三河路 2 号	2,745.96	840.00	230.66
金房权证金湖县字第 J201224207 号	水上新村	169.34	825.00	13.97
金房权证金湖县字第 J201224209 号	金湖县健康西路 29 号	3,476.86	930.00	323.35
金房权证金湖县字第 J201224208 号	金湖县建设路	9,719.61	900.00	874.76
金房权证金湖县字第 J201224206 号	金湖县建设路 80 号	2,868.50	930.00	266.77
金房权证金湖县字第 J201224169 号	金湖县宁淮东线东侧	901.68	885.00	79.80
苏 2019 金湖县不动产权第 0010795 号	金湖县园林南路 288 号	55,614.00	460.00	2,560.00
合计	-	163,024.11	-	12,362.22

资料来源：公司提供

公司营业收入来源较多元化，除上述业务收入外，还包括市政工程收入、园林绿化收入、资金拆借利息收入、保障房收入、土地转让收入等，但部分业务不具有持续性。其中，市政工程、园林绿化业务分别由子公司金湖县城建市政工程有限公司、金湖县园林绿化工程有限公司负责；2019年公司新增资金拆借利息收入3,245.31万元，主要系公司当年向金湖县荷海商贸公司提供借款51,300.00万元²所收取的资金占用费，该业务不具有持续性；土地转让收入和保障房收入为2017年新增收入板块，但土地出让收入为金湖县国土部门收回公司土地形成，该业务不具有持续性；近年保障房收入持续下滑，规模较小。

公司获得的外部支持力度较大，有效地提升了公司的资本实力和盈利水平

公司建设资金需求量大，当地政府一方面通过资产划拨提升公司的资本实力，另一方面通过补助收入来缓解公司的资金压力。2014-2019年金湖县人民政府多次向公司划拨资产，公司资本公积累计净增加252,788.21万元，变动情况具体如表9所示。

表9 近年公司资本公积变动情况（单位：万元）

年份	拨入货币资金	划拨实物资产	股权划拨	依据文件
2014年	120,000.00	-	-	《关于同意向县国有资产经营投资有限责任公司追加投资的通知》（金政发[2014]197号）
2015年	201,161.00	-	14,002.21	《关于同意向县国有资产经营投资有限责任公司追加投资的通知》（金政发[2015]158号）、《关于金湖县新城保障性住房开发中心改制的通知》（金政发[2015]74号）
2016年	247,010.00	-	-	《关于同意向县国有资产经营投资有限责任公司追加投资的通知》（金政发[2016]79号）
2018年	-	-327,712.59	-	金湖县人民政府关于收回国有土地使用权通知
2019年	34,000.00	8,034.59	-	金湖县人民政府国有资产监督管理委员会文件金国资（2018）1号、《关于同意划转镇村污水处理厂资产的批复》（金国资【2018】1号）
	28,978.00	-	-	金湖县人民政府关于为金湖县国有资产经营投资有限责任公司注入资产的通报
	-	-30,364.40	-	金湖县人民政府关于收回国有土地使用权的通知
	-	-42,320.60	-	金湖县人民政府关于收回国有土地使用权的通知
合计	631,149.00	-392,363.00	14,002.21	-

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告和2019年审计报告，中证鹏元整理

在财政补贴方面，政府也对公司给予了大力支持。2017-2019年公司分别确认财政补贴6,748.83万元、4,145.84万元和4,055.00万元，分别占同期利润总额的31.04%、26.08%和26.54%，对公司盈利形成一定的补充。

² 该笔借款期限为一年，已于2019年末到期，公司已回收本金。

表 10 2017-2019 年公司确认的财政补贴情况（单位：万元）

期间	金额	具体内容和性质	相关批准文件
2017 年	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	-	-
2018 年	4,000.00	建设项目资金	金财预[2018]135 号
	45.84	省风险补偿资金	苏财工贸[2017]79 号
	100.00	集散中心配套设施补助	苏财金[2017]126 号
合计	4,145.84	-	-
2019 年	4,000.00	财政补贴	金财预[2019]136 号
	55.00	产业转型项目资金	苏财工贸[2018]419 号
合计	4,055.00	-	-

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

七、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）³审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告和利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017-2019年度公司合并范围合计新增13家子公司，具体情况如表11所示，截至2019年末公司合并范围内共17家子公司，明细如附录二所示。

表 11 2017-2019 年公司合并报表范围新增子公司明细⁴

年份	子公司名称	持股比例(%)	注册资本(万元)	主营业务	合并方式
2017	金湖尧乡文化旅游发展有限公司	100	100,000	文化旅游项目策划与开发	投资设立
	金湖国控基金管理有限公司	100	2,000	私募股权投资基金管理	投资设立
	金湖荷之都实业有限公司	100	10,000	实业投资活动、投资咨询服务等	其他
	金湖县园林绿化工	100	2,000	城市园林绿化工程设计及施工等	其他

³ 公司 2019 年审计工作改聘北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）。

⁴ 2017-2019 年公司合并范围内无减少子公司。

2018	程有限公司				
	金湖县城建市政工程有限公司	100	2,000	城乡各类道路、桥、闸建设等	其他
	金湖荷瑞生态旅游发展有限公司	100	4,000	生态旅游项目开发	投资设立
	金湖易采咨询服务	100	100	投资咨询服务	投资设立
	金湖县荷都房屋征收服务有限公司	100	300	房屋征收服务和拆迁服务	投资设立
	金湖尧乡滩涂开发有限公司	100	5,000	农副产品销售和生态农业基建开发	投资设立
	金湖碧水源生态科技有限公司	100	5,000	生态技术研发和污水处理	投资设立
	淮安市金晟科技小额贷款有限公司	60	10,000	小额贷款	投资设立
	金湖智宇网络科技有限公司	100	5,000	网络技术开发和咨询服务	投资设立
2019	金湖尧乡文化旅游管理有限公司	100	10,000	租赁和商务服务业	投资设立

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模有所波动，应收款项规模较大，大部分土地使用权用于抵押，受限资产规模大，整体资产流动性较弱

近年公司资产规模有所波动，2018年末同比下降7.34%，主要系金湖县人民政府收回账面价值32.77亿元土地使用权所致，2019年受公司融资力度加大的影响，总资产增长至2,532,336.39万元。近年公司资产结构较为稳定，2019年末流动资产占比为80.19%。

流动资产方面，2019年末公司货币资金余额为139,423.34万元，同比下滑24.65%，主要系在建工程投入增加所致，货币资金中20,533.63万元的保证金为受限资金。2018年末公司应收账款同比大幅下降51.71%，主要系当年金湖县财政局支付了以前年度形成的工程款所致，2019年末公司应收账款账面价值为22,231.44万元，主要为应收金湖滩涂和金湖金宝的租金，上述两个应收对象均为金湖县地方国企，回收风险不大。近年预付账款余额持续下滑，2019年末公司预付账款余额为44,955.02万元，主要是预付工程款，部分预付账款的账龄较长，其中账龄3年以上的占比43.33%，5年以上的占比39.55%，系公司部分建设项目未决算形成，主要预付对象为淮阴建设工程集团、南京棠城房地产开发有限公司金湖分公司等，需关注未来工程进度。公司其他应收款主要为企业往来款，近年规模持续增长，2019年末公司其他应收款账面价值为382,797.87万元，应收对象较分散，前五位欠款单位分别为金湖县国土资源局、工业园区管委会、金湖县前锋镇人民政府、金湖县银涂镇人民政府

和金湖县塔集镇人民政府，合计欠款比重为21.13%；1年以内账龄占比34.50%、1-2年占比29.56%。总体来看，2019年末公司应收账款和其他应收款余额合计达405,029.31万元，占资产总额的15.99%，主要系政府部门及下属单位欠款，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。

公司近年存货规模波动较大，2018年末公司存货同比下降13.37%，主要系金湖县人民政府收回账面价值32.77亿元土地使用权所致；2019年金湖县人民政府收回账面价值30,364.40万元土地使用权，但由于公司当年新增土地资产和补缴土地出让金规模较大，导致2019年末公司存货同比增长9.60%至1,441,270.81万元。截至2019年末，公司存货中土地资产共76宗，面积合计293.26万平方米，账面价值921,399.19万元，均为出让性质用地；开发成本519,821.43万元，其中金湖棚改安置项目123,900.00万元、其他安置房项目合计124,055.53万元、农村建设用地复垦成本90,372.97万元、金湖县现代科技农业项目42,955.32万元，其余主要是棚改项目和保障房开发成本等。公司存货中已有733,018.90万元土地使用权用于抵押，占存货中土地资产的79.55%。

非流动资产方面，投资性房地产主要为公司用于出租的房产，2019年末账面价值141,624.52万元，同比增长10.72%，系部分在建工程转入投资性房地产所致。公司投资性房地产均按成本模式计量，其中112,088.80万元已用于抵押，占投资性房地产的79.15%。近年公司固定资产规模持续下滑，2019年末公司固定资产大幅减少73.21%至15,742.82万元，主要系金湖县人民政府收回道路和水利设施资产42,320.60万元所致，2019年末公司固定资产以房屋及建筑物为主。随着公司持续对项目投入，在建工程规模持续大幅增长，2019年末为94,609.76万元，主要包括徐梁三期安置房项目36,853.85万元（该项目另有开发成本4,735.24万元计入存货）、城南文化中心32,595.57万元等，其中城南文化中心投资回收方式暂不明确。截至2019年末公司无形资产237,321.79万元，包括政府划拨的1宗内陆滩涂用地及25宗土地资产，均已办理相关权证，公司无形资产中已有176,661.75万元土地资产用于抵押。

截至2019年末，公司受限资产合计1,042,303.08万元，占总资产的比重达41.16%，受限资产规模大。总体来看，近年公司资产规模有所波动，以应收款项和土地资产为主，受限资产占比较高，整体资产流动性较弱。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	139,423.34	5.51%	185,032.38	7.79%	189,613.01	7.39%

应收账款	22,231.44	0.88%	20,749.95	0.87%	42,969.27	1.68%
预付款项	44,955.02	1.78%	52,392.04	2.20%	57,812.60	2.25%
其他应收款	382,797.87	15.12%	335,246.36	14.11%	317,183.19	12.37%
存货	1,441,270.81	56.91%	1,314,970.84	55.33%	1,518,001.59	59.19%
流动资产合计	2,030,691.30	80.19%	1,908,391.57	80.30%	2,125,586.67	82.88%
投资性房地产	141,624.52	5.59%	127,910.94	5.38%	131,793.22	5.14%
固定资产	15,742.82	0.62%	58,756.94	2.47%	63,645.13	2.48%
在建工程	94,609.76	3.74%	35,875.37	1.51%	2,335.08	0.09%
无形资产	237,321.79	9.37%	243,485.56	10.25%	240,279.24	9.37%
非流动资产合计	501,645.10	19.81%	468,154.82	19.70%	439,191.25	17.12%
资产总计	2,532,336.39	100.00%	2,376,546.39	100.00%	2,564,777.92	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务具有一定的可持续性，财政补贴对盈利形成一定补充

2017-2019年公司营业收入主要来源于农业基础设施工程收入、农业产业收入、安置房收入和租赁收入。近年公司毛利率呈小幅波动态势，整体盈利能力较好，2017-2019年综合毛利率均在28%以上。公司负责金湖县土地整理开发，农业产业收入有一定保障，金湖县现代科技农业项目尚有42,955.32万元开发成本未被金湖县财政局回购，安置房项目预计仍能给公司带来一定规模的收入，因此公司业务具有一定的可持续性。

由于公司主要从事金湖县农业综合开发相关业务，当地政府对公司给予了较大支持。2017-2019年金湖县财政局分别给予公司6,748.83万元、4,145.84万元和4,055.00万元财政补贴，占同期利润总额的比重分别为31.04%、26.08%和26.54%，财政补贴对公司盈利形成一定的补充。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	113,329.62	110,676.62	111,768.32
营业利润	11,217.61	11,470.30	15,147.33
营业外收入	4,112.13	4,449.55	6,891.86
利润总额	15,277.09	15,898.95	21,744.07
综合毛利率	30.83%	28.40%	29.69%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流波动较大，存在一定的资金支出压力

近年公司收现情况持续走弱，收现比由2017年的1.01下滑至2019年的0.82。2017-2019年经营活动现金流净额分别为45,132.93万元、-63,378.39万元和-136.45万元，波动较大，其中公司与关联方往来款规模较大，2018-2019年均表现为净流出，但2019年往来款缺口有所缩小。2018-2019年公司投资活动现金均表现为净流出，主要系城南文化中心、徐梁三期安置房项目等在建工程投入增加所致。

近年公司主要融资方式包括债券融资、银行借款、私募基金、发行债权融资计划等，融资力度持续加大，2019年筹资活动现金净流入114,457.55万元。截至2019年末，公司主要在建、拟建项目尚需投资296,065.56万元，大部分需公司自筹，公司存在一定的资金支出压力。

表 14 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
收现比	0.82	0.92	1.01
销售商品、提供劳务收到的现金	92,723.44	101,778.25	112,460.03
收到的其他与经营活动有关的现金	203,796.06	147,332.48	321,539.40
经营活动现金流入小计	296,519.50	249,110.74	433,999.43
购买商品、接受劳务支付的现金	60,592.54	75,622.15	144,871.05
支付的其他与经营活动有关的现金	229,912.89	235,377.97	242,925.49
经营活动现金流出小计	296,655.94	312,489.13	388,866.50
经营活动产生的现金流量净额	-136.45	-63,378.39	45,132.93
投资活动产生的现金流量净额	-162,528.38	-44,400.24	3,234.13
筹资活动产生的现金流量净额	114,457.55	91,487.41	1,473.57
现金及现金等价物净增加额	-48,207.27	-16,291.22	49,840.62

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模持续增长，存在较大的偿付压力

受公司融资力度持续加大的影响，近年公司负债总额持续增长，2019年末为1,307,823.37万元，较2017年末增长26.22%。受金湖县人民政府收回部分土地使用权的影响，近年公司所有者权益整体有所下滑，2019年末为1,224,513.02万元，较2017年末下滑19.90%。综合影响下，公司产权比率由2017年末的67.78%持续上升至2019年末的106.80%，

权益对负债的保障程度趋弱。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
负债总额	1,307,823.37	1,161,413.75	1,036,116.73
所有者权益	1,224,513.02	1,215,132.64	1,528,661.18
产权比率	106.80%	95.58%	67.78%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

从债务结构看，公司债务仍以流动负债为主。截至 2019 年末流动负债占比为 65.50%。近年公司短期借款规模持续增长，新增部分主要系保证借款，2019 年末短期借款余额为 28,600.00 万元。其他应付款主要为应付金湖县其他国企或政府下属单位的往来款，规模整体有所下滑，2019 年末余额为 576,217.87 万元，较 2017 年末减少 14.64%。其他应付款应付对象较分散，期末余额前五包括应付金湖金宝 66,024.02 万元、江苏省城乡建设投资有限公司 56,200.00 万元、江苏白马湖风景区管理服务有限公司 38,694.27 万元、淮安市金湖新城投资有限公司 27,500.00 万元、金湖水利建设工程公司 21,388.01 万元，合计占期末余额的 36.43%，上述应付对象均为国企。

非流动负债方面，2019 年末公司长期借款余额为 293,018.00 万元，较 2017 年末大幅增长 8.77 倍。受偿还债券本金影响，近年公司应付债券规模持续下滑，2019 年末公司应付债券余额为 105,390.01 万元（其中 39,000.00 万元重分类至一年内到期的非流动负债），其中“14 金湖债”账面余额 29,156.09 万元、“16 金湖债”账面余额 76,233.92 万元。2018 年公司新增江苏银行及南京银行淮安分行的债权融资计划合计 70,000.00 万元（利率区间 5.7%-7.0%），导致当年长期应付款大幅增长，2019 年末公司长期应付款账面余额 142,550.00 万元（不包含专项应付款，其中 51,250.00 万元重分类至一年内到期的非流动负债），主要包括上述债权融资计划 70,000.00 万元，以及金城影院周边地块旧城改造项目经营收益权的售后回购款 50,000.00 万元。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	28,600.00	2.19%	24,500.00	2.11%	2,500.00	0.24%
其他应付款	576,217.87	44.06%	501,769.34	43.20%	675,022.03	65.15%
一年内到期的非流动负债	195,700.00	14.96%	75,300.00	6.48%	0.00	0.00%
流动负债合计	856,675.36	65.50%	659,774.74	56.81%	716,301.51	69.13%
长期借款	293,018.00	22.41%	258,699.00	22.27%	30,000.00	2.90%

应付债券	66,390.01	5.08%	105,390.01	9.07%	238,815.22	23.05%
长期应付款	91,740.00	7.01%	137,550.00	11.84%	51,000.00	4.92%
其中：有息部分	73,750.00	5.64%	136,550.00	11.76%	50,000.00	4.83%
非流动负债合计	451,148.01	34.50%	501,639.01	43.19%	319,815.22	30.87%
负债合计	1,307,823.37	100.00%	1,161,413.75	100.00%	1,036,116.73	100.00%
其中：有息债务	655,068.00	50.09%	600,439.01	51.70%	321,315.22	31.01%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司有息债务合计为 655,068.00 万元，较 2017 年末大幅增长 103.87%，占公司负债总额的比例为 50.09%，其中 2020-2022 年公司需偿还的有息债务本金分别为 224,300.00 万元、178,408.00 万元和 101,906.00 万元，2020 年及 2021 年债务偿付压力较大。

表 17 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
短期借款	28,600.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	105,450.00	68,158.00	75,656.00	149,204.00
应付债券	39,000.00	39,000.00	25,000.00	0.00
长期应付款（付息部分）	51,250.00	71,250.00	1,250.00	1,250.00
合计	224,300.00	178,408.00	101,906.00	150,454.00

资料来源：公司提供

近年公司负债规模增幅较大，2019 年末公司资产负债率较 2017 年末上升 11.24 个百分点上升至 51.64%。公司 2018 年短期有息债务规模增幅较大，2019 年货币资金流出规模较大，导致现金短期债务比从 2017 年末的 1.96 逐年下滑至 2019 年末的 0.62，现金对短期有息债务的保障程度大幅减弱。受公司盈利能力波动的影响，近年 EBITDA 利息保障倍数有所波动，但整体来看公司盈利对利息支出的保障能力较好。但受有息债务规模增加影响，公司有息债务与 EBITDA 的比值持续上升，2019 年末为 15.28，EBITDA 对有息债务的保障能力处于较弱水平。整体来看，公司存在较大的债务偿付压力。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	51.64%	48.87%	40.40%
现金短期债务比	0.62	1.61	1.96
EBITDA（万元）	42,873.13	41,044.43	48,092.23
EBITDA 利息保障倍数	1.86	1.26	1.75
有息债务/EBITDA	15.28	14.63	6.68

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券募投项目产生的收入及现金流是本期债券本息偿付的首要来源。根据项目申请报告，以募投项目的营业收入扣减营业税金及附加及经营成本作为还款来源，黎东花园项目在本期债券存续期内产生的可用于还款金额为66,403.8万元。同时，中证鹏元注意到，由于本期债券募投项目工程总体投资规模较大、建设周期较长，如果建设期间建筑材料、设备或劳动力价格出现波动，可能会对施工成本造成一定影响，导致项目实际投资可能超出预算，施工期限可能延长，影响项目按期竣工及正常投入运营，进而影响公司的盈利水平。此外，受经济环境及居民收入水平等因素的影响，车位能否按预期完成销售和出租存在不确定性。因此，本期募投项目存在一定的收益不达预期而导致投资损失的风险。

公司经营业务收入是本期债券还本付息资金的重要来源。2017-2019年公司营业收入分别为111,768.32万元、110,676.62万元和113,329.62万元，分别实现净利润17,675.97万元、12,184.05万元和11,052.51万元。截至2019年末，公司存货中开发成本519,821.43万元，主要由金湖棚改安置项目123,900.00万元、其他安置房项目合计124,055.53万元、农村建设用地复垦成本90,372.97万元、金湖县现代科技农业项目42,955.32万元等构成，随着代建项目完工结算、安置房项目回购及销售，公司主营业务收入具有一定可持续性。同时，需要注意的是近年公司农业基础设施工程及农业产业收入规模波动较大，且租赁收入回款不及时。公司收入实现和资金回流主要取决于项目建设进度、金湖县财政局和金湖县房屋征收办拨付代建及安置房结算款项的进度，回款不及时可能会给公司的经营发展和偿债带来压力。

此外，公司的资产变现也是本期债券的偿债资金来源之一。截至2019年末，公司存货中共计76宗土地资产，面积合计293.26万平方米，账面价值921,399.19万元，土地性质均为出让，其中188,380.29万元的土地未抵押，极端情况下可通过将土地资产变现的方式来补充偿债资金。但中证鹏元关注到，土地集中变现存在一定难度，变现价值受土地市场等影响存在一定的不确定性。

（二）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为本期债券品种一的本息偿付提供了较好的保障，有效提升了本期债券品种一的信用水平

江苏再担保为本期债券品种一提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围包括本期债券品种一本金不超过 5 亿元（含）及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用和其他应支付的费用，保证责任的期间为本期债券品种一存续期及到期之日起二年。经监管部门批准，本期债券品种一利率、期限、还本付息方式等发生变更时，在不增加江苏再担保义务的前提下，江苏再担保继续承担担保函下的保证责任。

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3月末江苏再担保注册资本和实收资本均为75.63亿元，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 19 截至 2020 年 3 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，年复合增长率为27.38%。

表 20 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 21 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	4.24	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*	1,230.43	1,215.72	1,036.64
融资担保责任余额*	664.72	476.60	623.94
其中：融资性直接担保责任余额*	509.60	452.98	452.04
融资性再担保责任余额*	155.12	23.62	171.90
当期担保发生额*	860.16	1,021.87	901.56
准备金覆盖率*	2.44%	3.04%	2.09%
融资担保放大倍数（合计）*	9.00	8.59	8.70
其中：融资担保放大倍数（直保）*	6.90	8.17	6.30
融资担保放大倍数（再保）*	2.10	0.43	2.40
当期担保代偿率*	0.04‰	0.04‰	0.97‰

注 1：“*”表示数据为母公司口径，2017 年财务数据采用 2018 年审计报告的期初数（上期数）。

注 2：2018 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品种一信用水平。

苏州再担保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品种二的本息偿付提供了较好的保障，有效提升了本期债券品种二的信用水平

苏州再担保为本期债券品种二提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围包括本期债券品种二本金不超过 2 亿元（含）及其利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证责任的期间为本期债券品种二存续期限及债券到期之日起二年。经国家发展和改革委员会批准，本期债券品种二利率、期限、还本付息方式等发生变更时，在不增加苏州再担保义务的前提下，苏州再担保继续承担担保函下的保证责任。

苏州再担保成立于 2011 年 8 月，由苏州国际发展集团有限公司、苏州市农业担保有限公司和苏州市营财投资集团有限公司等 15 家单位共同出资设立，初始注册资本和实收资本均为 6 亿元。后经历次增资和股权变更，截至 2019 年末，苏州再担保注册资本及实收资本均为 15 亿元，控股股东为苏州国际发展集团有限公司，控股比例为 75.67%，实际控制人为苏州市国有资产管理委员会。苏州再担保的股权结构如表 22。

表 22 截至 2019 年 12 月 31 日苏州再担保股权结构情况（单位：万元）

股东名称	已投资额	持股比例
苏州国际发展集团有限公司	113,500.00	75.67%
苏州市农业担保有限公司	6,000.00	4.00%
苏州市营财投资集团公司	6,000.00	4.00%
苏州市吴江东方国有资本投资经营有限公司	3,000.00	2.00%
昆山创业控股集团有限公司	3,000.00	2.00%
张家港市直属公有资产经营有限公司	3,000.00	2.00%
太仓市工业投资发展有限公司	3,000.00	2.00%
常熟市发展投资有限公司	3,000.00	2.00%
苏州工业园区经济发展有限公司	2,000.00	1.33%
苏州高新区国有资产经营公司	2,000.00	1.33%
苏州市相城创业投资有限责任公司	2,000.00	1.33%
苏州市吴中区工业资产经营有限公司	2,000.00	1.33%
苏州历史文化名城建设集团有限公司	500.00	0.33%
苏州市恒闻盛商贸服务有限公司	500.00	0.33%
苏州历史文化名城发展集团有限公司	500.00	0.33%
合计	150,000.00	100.00%

资料来源：苏州再担保提供，中证鹏元整理

苏州再担保主要在江苏省范围内从事融资性担保、非融资性担保和再担保等业务。

2017-2019年苏州再担保分别实现营业总收入0.66亿元、0.86亿元及1.29亿元，年复合增长率为39.31%。营业总收入主要来源担保业务收入和利息收入等。此外，苏州再担保利用闲置资金进行信托产品、银行理财及股权等投资，2017-2019年分别获得投资收益0.40亿元、0.75亿元及0.67亿元。

截至2019年末，苏州再担保资产总额22.42亿元，所有者权益合计为15.73亿元；2019年，苏州再担保实现营业总收入1.29亿元，利润总额0.34亿元。

表 23 2017-2019 年苏州再担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	224,183.67	207,819.84	188,785.48
所有者权益合计	157,260.56	153,871.75	153,574.04
营业总收入	12,883.61	8,552.77	6,638.78
利润总额	3,443.47	2,799.54	3,326.68
净资产收益率	1.89%	1.49%	2.36%
当期担保发生责任额	-	914,758.14	468,071.28
在保责任余额	1,125,683.69	911,215.79	431,186.43
担保风险准备金	43,322.46	33,964.34	25,902.75
净资产放大倍数	7.16	5.92	2.81
累计担保代偿率	-	0.18%	0.34%

注：苏州再担保自 2018 年起采用合并口径审计报告，2017 年为公司本部审计报告。

资料来源：苏州再担保 2017 年本部审计报告，2018-2019 年审计报告，苏州再担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，苏州再担保主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券品种二信用水平。

九、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8月6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

公司对外担保余额较大，存在较大的或有负债风险

截至2019年末，公司合计对外提供的担保余额为883,667.66万元，与当期末净资产之

比为72.16%，其中公司对圣固（江苏）机械有限公司的担保为对民营企业担保，余额为1,999.00万元，具体明细如附录三所示。中证鹏元未知公司对外担保是否设置反担保措施，公司对外担保余额较大，存在较大的或有负债风险。

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	139,423.34	185,032.38	189,613.01
应收账款	22,231.44	20,749.95	42,969.27
其他应收款	382,797.87	335,246.36	317,183.19
存货	1,441,270.81	1,314,970.84	1,518,001.59
投资性房地产	141,624.52	127,910.94	131,793.22
无形资产	237,321.79	243,485.56	240,279.24
资产总计	2,532,336.39	2,376,546.39	2,564,777.92
短期借款	28,600.00	24,500.00	2,500.00
其他应付款	576,217.87	501,769.34	675,022.03
一年内到期的非流动负债	195,700.00	75,300.00	0.00
长期借款	293,018.00	258,699.00	30,000.00
应付债券	66,390.01	105,390.01	238,815.22
长期应付款	91,740.00	137,550.00	51,000.00
负债合计	1,307,823.37	1,161,413.75	1,036,116.73
有息债务	655,068.00	600,439.01	321,315.22
所有者权益	1,224,513.02	1,215,132.64	1,528,661.18
营业收入	113,329.62	110,676.62	111,768.32
营业利润	11,217.61	11,470.30	15,147.33
营业外收入	4,112.13	4,449.55	6,891.86
利润总额	15,277.09	15,898.95	21,744.07
经营活动产生的现金流量净额	-136.45	-63,378.39	45,132.93
投资活动产生的现金流量净额	-162,528.38	-44,400.24	3,234.13
筹资活动产生的现金流量净额	114,457.55	91,487.41	1,473.57
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	30.83%	28.40%	29.69%
收现比	0.82	0.92	1.01
产权比率	106.80%	95.58%	67.78%
资产负债率	51.64%	48.87%	40.40%
EBITDA（万元）	42,873.13	41,044.43	48,092.23
EBITDA 利息保障倍数	1.86	1.26	1.75
有息债务/EBITDA	15.28	14.63	6.68

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告和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

企业名称	级次	注册资本(万元)	持股比例(%)	取得方式
金湖国控基金管理有限公司	二级	2,000.00	100.00	投资设立
金湖尧乡文化旅游发展有限公司	二级	100,000.00	100.00	投资设立
江苏金湖绿莲生态旅游发展有限公司	三级	1,000.00	100.00	投资设立
金湖荷瑞生态旅游发展有限公司	三级	4,000.00	100.00	投资设立
金湖县经信金融服务有限公司	二级	1,000.00	100.00	投资设立
金湖县金信融资担保有限公司	二级	20,008.00	100.00	投资设立
金湖荷之都实业有限公司	二级	10,000.00	100.00	其他
金湖县新城保障性住房开发有限公司	二级	15,000.00	100.00	其他
金湖县城建市政工程有限公司	二级	2,000.10	100.00	其他
金湖县园林绿化工程有限公司	二级	2,000.00	100.00	其他
金湖易采咨询服务有限公司	二级	100.00	100.00	投资设立
金湖县荷都房屋征收服务有限公司	二级	300.00	100.00	投资设立
金湖尧乡滩涂开发投资有限公司	二级	5,000.00	100.00	投资设立
金湖碧水源生态科技有限公司	二级	5,000.00	100.00	投资设立
淮安市金晟科技小额贷款有限公司	二级	10,000.00	60.00	投资设立
金湖智宇网络科技有限公司	二级	5,000.00	100.00	投资设立
金湖尧乡文化旅游管理有限公司	三级	10,000.00	100.00	投资设立

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保余额
金湖县润民新农村建设有限公司	140,250.00
金湖润金文化旅游发展有限公司	990.00
金湖碧水源生态科技有限公司	1,000.00
金湖国胜园林绿化工程有限公司	1,000.00
金湖县荷海商贸有限公司	1,000.00
淮安市金鑫投资有限公司	11,915.00
淮安市金湖交通投资有限公司	56,590.00
金湖荷韵生态乡村建设有限公司	1,980.00
金湖润尧农业发展有限公司	2,000.00
金湖润农农业发展有限公司	1,000.00
金湖县瑞禾农业发展有限公司	62,323.00
金湖县滩涂开发公司	38,590.00
金湖吴运铎实验学校	1,500.00
金湖金宝水利建设有限公司	120,836.00
淮安市金湖新城投资有限公司	75,000.00
金湖县城西新农村建设有限公司	3,000.00
金湖县水务投资有限公司	96,417.59
金湖县自来水公司	90,751.17
金湖县人民医院	38,690.00
江苏金湖公共交通有限公司	6,096.90
金湖县金海供水服务有限公司	15,950.00
金湖县中医院	8,420.00
金湖水利建设工程有限公司	10,670.00
金湖经发建设有限公司	4,000.00
金湖瑞康农业发展有限公司	1,000.00
金湖盈客文化旅游发展有限公司	1,000.00
江苏中尚建设集团有限公司	5,290.00
金湖金禹水利工程建设有限公司	3,000.00
江苏白马湖风景区管理服务有限公司	19,990.00
江苏金湖城南生态旅游开发有限公司	2,500.00
江苏棋盘古镇文化旅游发展有限公司	1,990.00
江苏尧乡靓苑文化产业有限公司	40,000.00
金湖广润农业发展有限公司	1,990.00
金湖金西投资有限公司	1,990.00
金湖利农水利建设有限公司	1,990.00

金湖县北城投资有限公司	1,990.00
金湖县银涂实业投资有限公司	1,990.00
金湖县张坝生态旅游发展有限公司	1,990.00
金湖县芎园投资有限公司	1,990.00
金湖县旅游发展有限公司	2,000.00
圣固（江苏）机械有限公司	1,999.00
金湖县绿源建材有限公司	999.00
合计	883,667.66

注：公司未提供是否采取反担保措施。

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 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	$\text{短期借款} + 1 \text{ 年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款 (付息部分)}$

附录五 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。

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。