



2018 年浙江湖州南浔经济建设开发有限公司公司债券（第一期）、2019 年浙江湖州南浔经济建设开发有限公司公司债券 2021 年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2018年浙江湖州南浔经济建设开发有限公司公司债券（第一期）、 2019年浙江湖州南浔经济建设开发有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
18 浔开 01 等级	AA	AA
19 浔开债等级	AA	AA
评级日期	2021-06-29	2020-06-28

债券概况

债券简称:

18 浔开 01; 19 浔开债/19 浔经债

债券剩余规模:

18 浔开 01: 8 亿元

19 浔开债/19 浔经债: 3.8 亿元

债券到期日期:

18 浔开 01: 2025-08-21;

19 浔开债/19 浔经债: 2026-03-12

偿还方式: 按年计息, 存续期内第 3-7 年末分别偿还本金总额的 20%

增信方式: 保证担保

担保主体: 湖州市南浔区国有资产投资控股有限责任公司

联系方式

项目负责人: 范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员: 顾春霞
guchx@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对浙江湖州南浔经济建设开发有限公司（以下简称“南浔经开”或“公司”）及其 2018 年 8 月发行的第一期公司债券（以下简称“18 浔开 01”）与 2019 年 3 月发行的第二期公司债券（以下简称“19 浔开债”）的 2021 年跟踪评级结果为：“18 浔开 01”、“19 浔开债”信用等级维持为 AA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础；公司营业收入增长较快，业务持续性较好；公司获得的外部支持力度仍较大，且第三方保证担保仍能一定程度上保障本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大资金压力和偿债压力，且存在一定或有负债风险等不利因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	216.42	120.52	114.74
所有者权益	114.73	59.82	47.84
总债务	91.40	52.04	40.85
资产负债率	46.99%	50.36%	58.30%
现金短期债务比	0.85	0.24	0.49
营业收入	12.60	8.49	7.10
其他收益	2.32	1.63	1.48
利润总额	2.03	2.07	1.15
销售毛利率	7.73%	9.81%	10.24%
EBITDA	2.72	2.52	1.45
EBITDA 利息保障倍数	0.53	0.78	0.68
经营活动现金流净额	-28.14	-27.96	-16.46
收现比	1.37	0.66	0.90

资料来源：2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **外部环境仍较好，为公司发展提供了良好环境。**潮州市南浔区固定资产投资和对外贸易为经济增长提供动力，地区经济总量持续增长；南浔经济开发区（以下简称“南浔经开区”）系省级开发区，目前已形成地板、电梯、电机三大主导产业，工业发展态势良好，固定资产投资增速较高，地区经济实力稳步提升，为公司发展提供了良好基础。
- **公司营业收入增长较快，业务持续性较好。**公司主要从事南浔经开区内基础设施投资建设业务，2020 年营业收入增长较快，同期末公司主要在建、拟建的代建项目规模较大，尚存一定规模的安置房项目待销售，业务可持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**作为南浔经开区重要的基础设施建设主体，2020 年公司获得股东注入的基础设施项目、城区住宅房地产、污水管网、土地流转经营权共计 47.00 亿元，此外，公司收到较大规模政府补助。
- **第三方保证担保仍能一定程度上保障本期债券的安全性。**经中证鹏元评定，潮州市南浔区国有资产投资控股有限公司（以下简称“南浔国资”）主体长期信用等级为 AA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能一定程度上保障本期债券的安全性。

关注

- **公司资产流动性较弱。**2020 年末公司资产以其他应收款、存货和无形资产为主，其他应收款回收时间存在不确定性，存货由项目建设成本和土地资产构成，难以短期集中变现，且部分土地已用于借款抵押，无形资产主要为土地流转经营权，交易活跃性较低，且市场上存在的可比对象较少，公司整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现不佳，面临较大的资金压力。**2020 年公司经营活动现金流仍呈净流出状态，同期末公司在建及拟建的代建、自营项目尚需投入资金规模较大，公司面临较大的资金压力。
- **公司总债务增长较快，面临较大偿债压力。**2020 年末公司总债务增长较快，占总负债比重达到 90%，同期 EBITDA 利息保障倍数下滑，盈利对利息的保障程度仍较弱，面临较大偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**2021 年 3 月末公司对外担保余额占 2020 年末公司所有者权益的 25.37%，对外担保对象为南浔区内国有企业，考虑到未采取反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司分别于2018年8月21日、2019年3月12日发行7年期8亿元“18浔开01”和7年期3.8亿元“19浔开债”，募集资金计划用于南浔经济开发区阳安片区安置房项目和补充运营资金。截至2021年6月21日，本期债券募集资金专项账户余额为0.91万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、主营业务范围、控股股东及实际控制人均未发生变更。2021年5月，公司董事、董事长、总经理、法定代表人发生变动，根据公司股东决定及职工代表大会决议，委派厉波为公司董事长、总经理，汪欣娴为公司董事，选举谭国栋为公司职工董事；根据公司章程，董事长为公司法定代表人，此次人员变动预计不会对公司日常生产经营产生不利影响。截至2021年5月末，公司注册资本和实收资本均为5.00亿元，控股股东及实际控制人仍为浙江南浔经济开发区管理委员会（以下简称“南浔经开区管委会”）。公司产权及控制关系见附录二。2020年，公司合并报表范围内新增子公司5家，减少子公司1家，详见下表。截至2020年末，公司纳入合并范围的一级子公司情况见附录四。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2020年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
湖州新诚农联建设工程有限公司	51.00%	2,000.00	商务服务业	投资设立
湖州南浔高欣贸易有限公司	100.00%	10,000.00	批发业	投资设立
浙江南浔新城高科建设开发有限公司	100.00%	100,000.00	土木工程建筑业	投资设立
湖州南浔经开农业综合开发有限公司	100.00%	5,000.00	商务服务业	投资设立
浙江南浔经开智慧停车场管理有限公司	100.00%	10,000.00	房地产业	投资设立

2、2020年不再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	不再纳入的原因
湖州南浔经济开发区生产力促进中心有限公司	100.00%	350.00	科技推广和应用服务业	注销

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

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。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相

关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

湖州市经济实力持续增强，新兴产业发展良好，固定资产投资增长较快，是推动地区经济增长的重要力量

2020年湖州市经济总量稳步增长，全年实现地区生产总值3,201.4亿元，按可比价格计算，同比增长3.3%，经济增速有所放缓。从产业结构来看，第一、二、三产业增加值同比增速分别为2.5%、2.0%和4.8%。三次产业结构由2019年的4.3:51.2:44.5调整为4.4:49.6:46.0，第三产业比重稳步提升。按常住人口计算，湖州市2020年人均地区生产总值为9.51万元，为全国同期水平的1.31倍，地区经济发展水平较高。

工业经济方面，按可比价格计算，2020年湖州市规模以上工业增加值同比增长5.1%，对地区经济增长具有一定推动作用。从规模以上重点产业增加值来看，高新技术产业同比增长8.2%，战略性新兴产业同比增长11.9%，装备制造业同比增长11.3%，重点产业发展良好。

固定资产投资方面，2020年湖州市固定资产投资同比增长6.6%，增速高于地方经济增速，系推动地区经济增长的重要力量。分产业看，交通投资、高新技术产业投资增长较快，房地产开发投资同比增长7.3%，仍有力拉动了固定资产投资增长，生态环保、城市更新和水利设施投资有所下滑。

消费方面，湖州市2020年社会消费品零售总额与上年基本持平，全年旅游总收入1,284.6亿元，收入恢复率为84.0%。对外贸易方面，2020年湖州市进出口总额同比增长20.4%，主要系机电、高新产品和

防疫物资出口爆发式增长，拉动作用明显，出口外贸发展良好。截至2020年末，湖州市金融机构存、贷款余额同比增速分别为13.9%和22.7%，地方金融市场活跃度较高。

表2 湖州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,201.4	3.3%	3,122.3	7.9%
第一产业增加值	140.5	2.5%	133.8	2.8%
第二产业增加值	1,587.6	2.0%	1,595.4	7.6%
第三产业增加值	1,473.3	4.8%	1,393.2	8.7%
规模以上工业增加值	978.0	5.1%	888.7	8.4%
固定资产投资	-	6.6%	-	11.4%
社会消费品零售总额	1,424.4	1.0%	1,429.3	10.2%
进出口总额	1,132.2	20.4%	940.2	6.3%
存款余额	5,956.6	13.9%	5,229.4	13.9%
贷款余额	5,940.0	22.7%	4,840.2	24.5%
人均GDP（元）		95,065		102,593
人均GDP/全国人均GDP		131.22%		144.7%

注：“-”表示数据未公布。根据《2020年湖州市国民经济和社会发展统计公报》，经最终核实，2019年湖州市生产总值现价总量为3,122.3亿元，按可比价格计算，比上年增长7.9%。

资料来源：湖州市2019-2020年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年湖州市实现公共财政收入336.56亿元，同比增长6.5%，其中税收收入312.93亿元，占公共财政收入比重为93.0%；实现政府性基金收入529.25亿元，同比增长16%；同期湖州市公共财政支出为484.42亿元，同比增长3.8%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为69.5%。

2020年南浔区经济总量持续增长，固定资产投资和对外贸易为经济增长提供动力

2020年南浔区实现地区生产总值467.83亿元，较上年同比增长3.3%，增速与全市持平。三次产业结构由2019年的5.2:59.7:35.1调整为2020年的5.7:57.9:36.4，第三产业占比进一步提升。按常住人口计算，2020年南浔区人均GDP为86,172元，是同期全国人均GDP的118.94%。

全区实现工业增加值253.14亿元，较上年同比增长2.5%。规模以上工业增加值155.66亿元其中，规模以上高新技术产业实现增加值82.20亿元，较上年增长4.3%，占全部规模以上工业增加值的32.47%。工业经济发展仍对地方经济增长起到重要推动作用。

从需求端来看，2020年投资、消费和出口三大需求表现不一。固定资产投资同比增长7.6%，仍有力为经济增长提供动力，社会消费品零售总额全年同比下降6.1%，同比下降幅度逐月递减，整体消费展现回暖趋势，但仍承受一定压力。进出口总额较去年同比增长24.3%，成为拉动地区经济增长的重要来源。2020年南浔区金融市场保持活跃，年末全区金融机构本外币存款余额和贷款余额分别同比增长20.2%和

31.5%。

表3 南浔区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	467.83	3.3%	458.0	7.3%
第一产业增加值	26.74	4.1%	24.0	3.3%
第二产业增加值	270.72	1.7%	273.5	7.5%
第三产业增加值	170.37	5.9%	160.6	7.6%
工业增加值	253.14	2.5%	255.5	8.0%
固定资产投资	-	7.6%	-	13.5%
社会消费品零售总额	-	-6.1%	200.4	8.6%
进出口总额	123.11	24.3%	98.8	4.4%
存款余额	725.16	20.2%	603.4	14.4%
贷款余额	598.13	31.5%	454.9	23.5%
人均GDP（元）		86,172		82,621
人均GDP/全国人均GDP		118.94%		116.54%

资料来源：2019年南浔区国民经济与社会发展统计公报，2020年12月南浔区统计月讯，中证鹏元整理

2020年南浔区实现财政总收入67.22亿元，同比增长5.5%，其中一般公共预算收入40.46亿元，同比增长6.7%，税收收入占一般公共预算收入的92.42%；实现政府性基金收入71.9亿元，同比大幅增长118.62%；2020年南浔区一般公共预算支出为55.22亿元，同比增长12.7%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为73.27%。

南浔经开区经济实力稳步提升，第二产业占据主导地位，目前已形成地板、电梯、电机三大主导产业，工业发展态势良好，固定资产投资增速较高，为公司发展提供了良好环境

南浔经开区成立于1993年，系浙江省人民政府批准设立的省级开发区。2020年南浔经开区经济规模持续增长，全年实现地区生产总值129.41亿元，同比增长4.6%，地区经济结构仍以第二产业为主导，当期第二产业增加值占当地GDP的比重为80.26%。南浔经开区目前已形成地板、电梯、电机三大主导产业，2020年规模以上工业增加值同比增长8.88%，继续保持良好发展态势，对地区经济增长形成积极促进作用；同期南浔经开区固定资产投资同比增长10.45%，有力拉动地区经济增长，为公司发展提供了良好环境；2020年南浔经开区进出口总额同比增长15.66%，增长较快。

表4 南浔经开区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	129.41	4.6%	123.72	7.7%
第一产业增加值	0.53	3.92%	0.51	-3.3%
第二产业增加值	103.87	1.36%	102.48	3.9%

第三产业增加值	25.01	20.65%	20.73	7.52%
规模以上工业增加值	38.74	8.88%	35.58	11.06%
固定资产投资	49.07	10.45%	44.43	35.12%
进出口总额	36.12	15.66%	31.23	3.0%

资料来源：南浔经开区管委会

2020年南浔经开区实现公共财政收入21.02亿元，同比增长4.89%，全部为税收收入；实现政府性基金收入13.18亿元；同期南浔区公共财政支出为19.06亿元，同比增长5.65%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为110.28%，地区财政自给水平较高。

五、经营与竞争

公司主要从事南浔经开区内的土地整理及基础设施建设投资业务，业务收入主要来自相关项目结算收入。2020年公司营业收入增长较快，其中，基础设施建设收入同比增长47.34%，主要系当期基础设施建设收入中包含安置房销售收入，公司安置房项目完工销售带动该业务收入增长；同期受南浔经开区管委会土地出让规划等因素影响，公司未实现土地转让及土地开发收入，该业务收入稳定性较弱；此外，2020年公司新增贸易业务，由新设子公司湖州南浔高欣贸易有限公司负责，主要销售农副产品、大宗商品，但该业务盈利弱。毛利率方面，2020年公司销售毛利率小幅下滑，主要系基础设施建设业务毛利率下降以及新增贸易业务毛利率低所致。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	10.73	8.08%	7.28	9.19%
土地转让及土地开发	0.00	-	1.00	9.09%
贸易	1.58	0.00%	0.00	-
测绘服务	0.28	32.70%	0.19	37.92%
其他	0.01	100.00%	0.02	3.69%
合计	12.60	7.73%	8.49	9.81%

注：2020年公司贸易业务利润为0.40万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

作为南浔经开区内基础设施建设主体，公司基础设施建设业务持续性较好，考虑到在建及拟建项目尚需较大规模投资，公司面临较大的建设资金支出压力

公司是南浔经开区内重要的基础设施建设主体，承担了区内的道路、桥梁、农房征迁等项目的建设任务，该业务在区域内具有垄断性。公司负责建设的基础设施项目主要来自南浔经开区管委会下属企业湖州市南浔新城投资发展有限公司（以下简称“新城投资”），公司就具体的基础设施项目与新城投资签订委托代建协议。根据委托代建协议，公司负责相关基础设施建设项目的投融资工作，并对项目的后

期建设进度、质量负责，待项目建设完工移交后，由新城投资按项目实际投资额加计一定比例（一般加成为10%）的项目收益与公司进行结算。此外，公司基础设施建设收入中包括安置房销售收入以及少量绿化收入。

2020年公司基础设施建设收入如下表所示，其中江蒋漾村拆迁项目已于当期由新城投资回购，加成为10%；募投项目阳安片区安置房已于本期完工并实现销售，销售对象为农户，销售价格为政府指导价，2020年末存货中尚有10.56亿元阳安片区安置房项目待销售；此外，当期公司绿化收入规模仍较小，该部分以合同价格结算。2020年公司基础设施建设业务毛利率较上年小幅下降，主要系当期该业务收入中包括安置房销售收入，且公司安置房销售毛利率偏低所致。

表6 2020年公司基础设施建设收入明细（单位：万元）

项目名称	项目类型	确认收入	确认成本
江蒋漾村拆迁项目	代建项目	54,078.49	49,162.27
阳安片区安置房	安置房	52,878.81	49,177.29
绿化工程	绿化工程	267.45	231.00
绿化服务	绿化工程	27.82	15.05
合计	-	107,252.57	98,585.61

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建及拟建的代建项目如下表所示，计划总投资121.12亿元，实际已投资50.35亿元，尚需投资71.01亿元（未统计已投资额超过计划总投资的项目），公司在建及拟建的代建项目规模较大，计划建成后由新城投资回购，业务持续性较好，但项目建设尚需投入较多资金，公司面临较大的建设资金支出压力。

表7 截至2020年末公司主要在建、拟建代建项目情况（单位：亿元）

类型	项目名称	预计总投资	已投资	
在建	马腰村拆迁项目	4.50	4.64	
	东迁村拆迁项目	5.70	4.03	
	南浔经济开发区东迁村农民新村项目	15.00	3.60	
	南浔开发区小城镇环境综合整治项目	2.04	2.14	
	直港巷村拆迁项目	2.60	1.89	
	同心村拆迁项目	1.80	0.67	
	金三角桥建设工程\芦荡桥建设工程\雪宝桥建设工程 \众安桥建设工程\北水港桥建设工程	0.65	0.23	
	南浔新桥建设工程\九龙桥建设工程\沈家墩桥建设工程\直港 桥建设工程\香山桥建设工程	0.50	0.13	
	万顺桥建设工程	0.17	0.05	
	振华路道路工程	0.16	0.09	
	南浔开发区城中村改造项目	40.00	32.88	
	小计	73.12	50.35	
	拟建	頔塘北岸城市改造提升项目（二期）	48.00	0.00

合计	-	121.12	50.35
----	---	--------	-------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

为配合南浔经开区招商引资，公司自建厂房、人才公寓、停车位等项目，并计划通过对外出租、收取停车费等方式实现收入。截至2020年末，公司主要在建及拟建的自营项目情况见下表，预计总投资44.49亿元，已投资7.08亿元，尚需投入建设资金37.41亿元，公司在建及拟建的自营项目规模较大，预计建成后可为公司带来一定现金流入，但收入实现情况受园区招商引资、租售进度等因素影响，存在不确定性，且随着自营项目建设投入增加，公司建设资金支出压力加大。

表8 截至2020年末公司主要在建、拟建自营项目情况（单位：亿元）

类型	项目名称	预计总投资	已投资
在建	南太湖精英计划产业园项目（一期）	7.18	6.73
	南太湖精英计划产业园项目（二期）	5.10	0.35
	小计	12.28	7.08
拟建	南浔经济开发区 5G 智能制造产业园项目	17.45	0.00
	南浔经济开发区综合物流园区项目-迁西公路工程	2.41	0.00
	南浔经济开发区综合物流园区项目-人瑞西路（丁泾塘-应属桥）工程	2.33	0.00
	南浔开发区城市 5G 智慧停车系统建设项目	10.02	0.00
	小计	32.21	0.00
合计	-	44.49	7.08

注：公司拟建自营项目包括道路项目，作为南浔经济开发区综合物流园区综合环境改善重要环节，计划通过园区内厂房出租、停车位收入等补偿道路建设成本。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司未实现土地转让及土地开发收入，考虑到业务收入实现时间受土地市场行情及政府土地出让规划等因素影响较大，存在不确定性

公司土地转让及开发业务范围主要在南浔经开区内，土地开发方面，受新城投资委托，公司负责土地一级开发项目全部建设任务，项目中由公司自行承担相应的费用。项目完工并验收完成后，新城投资予以回购。土地转让方面，公司根据南浔经开区管委会土地出让规划，将其前期“招拍挂”方式获取的土地使用权，通过协议方式转让，在具体地块转让时公司与南浔经开区管委会签订协议，约定具体转让地块、土地转让价格及支付方式。根据南浔经开区管委会的土地供应计划，2020年公司未实现土地转让及土地开发收入。考虑到该业务收入实现时间受土地市场行情及政府土地出让规划等因素影响较大，存在不确定性。

公司获得的外部支持力度仍较大

作为南浔经开区重要的基础设施建设主体，为支持公司发展，南浔经开区管委会持续向公司提供了较大规模的外部支持。资本注入方面，2020年南浔经开区管委会向公司注入基础设施项目、城区住宅房地产、污水管网及土地流转经营权合计增加资本公积47.00亿元；财政补贴方面，2020年公司收到政府

补助2.32亿元，显著提升了公司的盈利水平。

表9 2020年公司资本公积增加明细（单位：亿元）

单位	内容	金额
南浔经开区管委会	无偿注入工程	11.50
	无偿注入城区住宅房地产	0.14
	无偿注入雨水、污水管网	5.07
	无偿注入土地流转经营权（生态农业生产经营用地）	30.29
合计	-	47.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、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勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并报表范围内新增子公司5家，减少子公司1家，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，但资产主要由应收款项、存货和无形资产构成，整体资产流动性较弱

得益于股东资产注入以及外部融资规模的扩大，公司资产规模增长较快，2020年末资产仍以流动资产为主，但由于当期股东注入较大规模土地流转经营权、投资性房地产计量方式转变等情况，公司流动资产占比下滑。2020年末公司货币资金大幅增加，主要系当期公司负债规模上升，期末公司2.62亿元货币资金使用受限，主要用于贷款质押。其他应收款主要系应收新城投资等地方国有企业往来款，款项集中度较高，回收风险较小，但回收时间存在不确定性，对公司营运资金形成较大占用。随着项目建设进度推进以及公司获得股东注入的工程项目，2020年末公司存货规模增长较快，主要包括代建、自营及土地整理成本（108.92亿元）和待开发土地（22.51亿元），土地类型为出让，土地用途多为城镇住宅用地，期末公司7.01亿元存货已用于借款抵押。

2020年公司投资性房地产自成本法转为公允价值法计量，叠加部分房产、土地资产从固定资产、存货科目转至该科目，且当期股东向公司注入城区住宅房地产，期末公司投资性房地产大幅增加，未来主要用于对外出租，此外，公司6.14亿元房产及土地已用于对外抵押。2020年末公司固定资产主要为当期股东注入的雨水、污水管网，无形资产主要为股东注入的土地流转经营权，土地用途为生态农业生产经营用地，土地面积共计4.12万亩，准用年限至2045年，计划通过出租方式实现收入。截至2020年末，公司受限资产为15.77亿元，占总资产的7.29%。

总体来看，公司资产规模增长较快，但资产以其他应收款、存货和无形资产为主，其他应收款回收时间存在不确定性，对公司营运资金形成较大占用；存货由项目建设成本和土地资产构成，难以短期集中变现，且部分土地已用于借款抵押；无形资产主要为土地流转经营权，交易活跃性较低，且市场上存在的可比对象较少，目前尚未实现收益，公司整体资产流动性较弱。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.29	6.14%	3.29	2.73%
其他应收款	19.37	8.95%	21.18	17.58%
存货	131.43	60.73%	87.99	73.01%
流动资产合计	167.08	77.20%	119.27	98.96%
投资性房地产	13.30	6.15%	0.34	0.28%
固定资产	5.02	2.32%	0.54	0.44%
无形资产	30.19	13.95%	0.00	0.00%
非流动资产合计	49.34	22.80%	1.25	1.04%
资产总计	216.42	100.00%	120.52	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入增长较快，财政补贴显著提升了公司整体盈利水平

公司营业收入主要来源于基础设施建设业务，2020年公司营业收入增长较快，主要系当期随安置房竣工销售，公司基础设施建设收入增长，且当期公司新增贸易收入。毛利率方面，公司销售毛利率小幅下滑，主要系当期公司基础设施建设收入中安置房销售毛利率较低，且新增贸易业务毛利率极低所致。截至2020年末，公司主要在建及拟建的代建项目规模较大，尚存一定规模的安置房项目待销售，未来业务可持续性较好。

2020年公司收现比大幅增加，经营业务回款情况大幅改善，但由于当期公司项目建设投入规模较大，公司经营活动现金流仍呈净流出状态。除了经营业务形成的利润外，作为南浔经开区内重要的基础设施建设主体，2020年公司获得政府财政补贴收入2.32亿元，占当期利润总额的114.51%，显著提升了公司整体盈利水平。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020年	2019年
营业收入	12.60	8.49
收现比	1.37	0.66
营业利润	2.02	2.07
其他收益	2.32	1.63

利润总额	2.03	2.07
销售毛利率	7.73%	9.81%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务增长较快，占总负债比重较高，面临较大偿债压力

得益于股东资产注入以及利润的积累，2020年末公司所有者权益增幅达91.78%；随着公司外部融资力度加大，同期末公司总负债规模同比增长67.54%。综合来看，公司产权比率大幅下降，所有者权益对总负债的保障程度提高。

图 1 公司资本结构

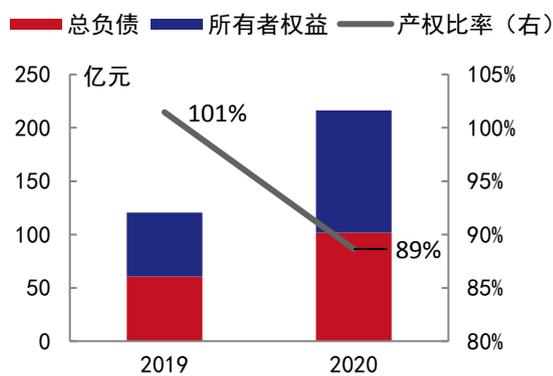
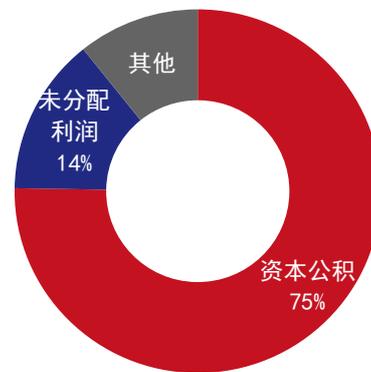


图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债仍以非流动负债为主。短期借款与一年内到期的非流动负债为刚性债务，偿付规模有所扩大；其他应付款主要为应付政府部门及区域内国有企业往来款，偿付具有一定弹性；为满足项目长期建设资金需求，2020年末公司长期债务增长较快，其中长期借款规模同比增长134.06%，主要为保证及质押借款；应付债券同比增长65.44%，主要系当期公司新增12.13亿元私募债“20浔发01”，应付债券中“18浔开01”自2021年起开始分期偿付本金，存在刚性兑付压力；2020年末公司长期应付款同比有所增长，主要包括应付国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”，0.30亿元）、融资租赁（5.43亿元）以及政府置换债（0.20亿元）的款项，其中公司应付国开基金款项系其对子公司投资款，利率较低且偿付期间较长，融资租赁主要系公司向金融租赁公司借款；其他非流动负债主要为债权融资计划。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.96	6.85%	5.24	8.63%
其他应付款	4.38	4.31%	6.17	10.16%
一年内到期的非流动负债	8.42	8.28%	8.06	13.28%

流动负债合计	23.57	23.18%	22.92	37.76%
长期借款	39.08	38.43%	16.70	27.51%
应付债券	26.71	26.27%	16.15	26.60%
长期应付款	6.59	6.48%	2.12	3.49%
其他非流动负债	3.80	3.74%	2.81	4.64%
非流动负债合计	78.13	76.82%	37.78	62.24%
负债合计	101.69	100.00%	60.70	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

随着外部融资力度加大，公司总债务增长较快，占总负债比重有所提高。从债务结构来看，公司仍以长期债务为主，且长期债务占比有所增加，但短期债务规模较大，存在集中偿付压力。

图 3 公司债务占负债比重

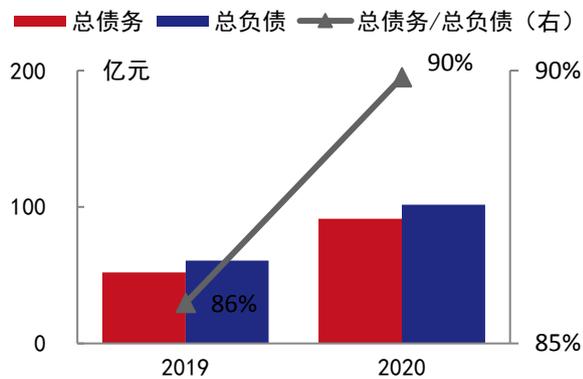
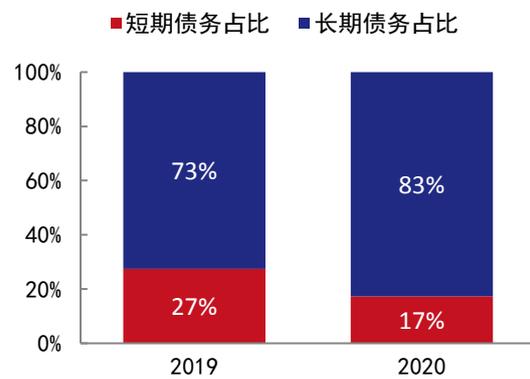


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2020 年末公司资产负债率有所下滑，随着货币资金规模扩张，公司现金短期债务比提高，但现金类资金仍无法覆盖公司短期债务；同期公司 EBITDA 利息保障倍数下滑，盈利对利息的保障程度仍较弱，面临较大偿债压力。2021 年 3 月末公司尚有 22.83 亿元银行授信额度未使用，但授信中用途受限的项目贷款占比较高，此外，公司尚有一定规模未被抵押的房产和土地资产，整体融资弹性尚可。

表 13 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	46.99%	50.36%
现金短期债务比	0.85	0.24
EBITDA 利息保障倍数	0.53	0.78

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（公司本部、子公司湖州春语建设有限公司、湖州临沪工业区建设发展有限公司、浙江南浔新城高科建设开发有限公司；2021年5月24日），公司本部及已查询子公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

或有事项分析

截至2021年3月末，公司对外担保余额为29.11亿元，占2020年末公司所有者权益的25.37%。公司对外担保对象为南浔区内国有企业，考虑到未采取反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表14 截至2021年3月末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保余额
湖州南浔城市新区建设投资有限公司	0.68	0.68
湖州南浔振浔污水处理有限公司	1.68	1.68
湖州南浔通源污水处理管网有限公司	0.70	0.70
湖州南浔城市投资发展集团有限公司	6.90	5.24
湖州南浔市场发展投资集团有限公司	0.20	0.20
湖州南浔岷南投资发展有限公司（城投）旧馆	1.00	0.80
浙江湖州众创投资建设有限公司	3.80	3.22
湖州南浔交通水利投资建设集团有限公司	0.90	0.90
湖州练市洪塘供水有限公司	0.50	0.50
浙江湖州临杭城镇化建设集团有限公司	1.35	1.35
湖州南浔新淙建设工程有限公司	0.29	0.29
湖州市南浔新城投资发展有限公司	2.51	2.27
湖州南浔城西新农村建设发展有限公司	1.58	1.29
湖州南浔新洋标准厂房建设有限公司	1.50	1.50
湖州南浔新城集团投资发展有限公司	7.50	7.50
湖州江蒋漾城市开发建设有限公司	1.00	1.00
合计	32.08	29.11

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

南浔国资提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能一定程度上保障本期债券的安全性

根据南浔国资出具的担保函，南浔国资为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息，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。担保责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

南浔国资成立于2005年1月14日，由湖州市南浔区财政局以货币形式全额出资，注册资本1,000万元

人民币。2011年9月28日，南浔国资以资本公积21,000万元转增实收资本。2020年度，南浔区财政局向公司增资1.00亿元，同期将0.22亿元注资转作浙江省财务开发有限责任公司资金投入。截至2020年末，南浔国资实收资本为3.20亿元，控股股东和实际控制人均为南浔区财政局，持股比例为93.13%。

南浔国资作为南浔区的基础设施建设和投融资主体，主要承担南浔区的项目建设、旅游服务、住宅销售和污水处理等职能。2020年南浔国资实现营业收入30.59亿元，有所增长，销售毛利率为16.62%，较上年小幅下滑。

截至2020年末，南浔国资总资产、所有者权益均有所增长，资产负债率下降；2020年度，南浔国资营业收入、利润总额均增长，但经营活动现金流净额仍为负。

表15 南浔国资主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
总资产	711.38	582.48
所有者权益	268.60	183.77
资产负债率	62.24%	68.45%
营业收入	30.59	22.73
其他收益	8.08	7.91
利润总额	3.89	2.98
销售毛利率	16.62%	18.73%
经营活动现金流净额	-35.67	-39.78
收现比	0.97	0.58

资料来源：南浔国资 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，南浔国资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仍能一定程度上保障本期债券的安全性。

九、结论

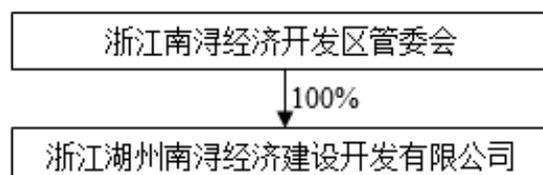
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“18浔开01”、“19浔开债”信用等级为AA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	13.29	3.29	8.61
存货	131.43	87.99	79.51
流动资产合计	167.08	119.27	113.49
无形资产	30.19	0.00	0.00
非流动资产合计	49.34	1.25	1.25
资产总计	216.42	120.52	114.74
短期借款	6.96	5.24	3.80
一年内到期的非流动负债	8.42	8.06	11.58
流动负债合计	23.57	22.92	43.58
长期借款	39.08	16.70	12.22
应付债券	26.71	16.15	7.98
长期应付款	6.59	2.12	0.30
非流动负债合计	78.13	37.78	23.31
负债合计	101.69	60.70	66.89
总债务	91.40	52.04	40.85
所有者权益	114.73	59.82	47.84
营业收入	12.60	8.49	7.10
营业利润	2.02	2.07	1.15
其他收益	2.32	1.63	1.48
利润总额	2.03	2.07	1.15
经营活动产生的现金流量净额	-28.14	-27.96	-16.46
投资活动产生的现金流量净额	-0.48	-0.08	-0.33
筹资活动产生的现金流量净额	37.02	21.89	22.44
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	7.73%	9.81%	10.24%
收现比	1.37	0.66	0.90
资产负债率	46.99%	50.36%	58.30%
现金短期债务比	0.85	0.24	0.49
EBITDA（亿元）	2.72	2.52	1.45
EBITDA 利息保障倍数	0.53	0.78	0.68

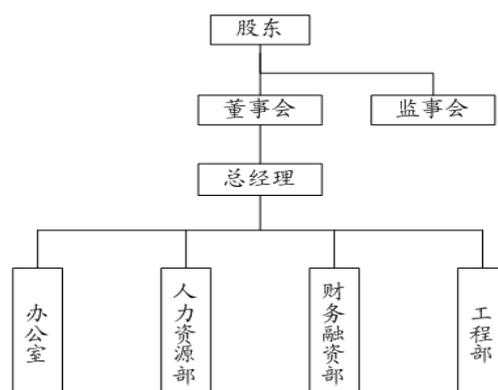
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月 31 日）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月 31 日）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
湖州临沪工业区建设发展有限公司	8,000.00	62.50%	基础设施投资及建设施工材料零售
湖州春语建设有限公司	6,000.00	100.00%	基础设施投资及绿化服务
广安新城绿色家居有限公司	5,000.00	100.00%	家具制造、销售
浙江南浔新城高科建设开发有限公司	100,000.00	100.00%	土木工程建筑业
湖州南浔经开农业综合开发有限公司	5,000.00	100.00%	商务服务业
浙江南浔经开智慧停车场管理有限公司	10,000.00	100.00%	房地产业

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体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。