



金湖县国有资产经营投资有限责任公司及 相关债券2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



金湖县国有资产经营投资有限责任公司及相关债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
21 金湖 02/21 金湖债 01	AAA	AAA
21 金湖 03/21 金湖债 02	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“21 金湖 02/21 金湖债 01”的信用等级为 AAA，“21 金湖 03/21 金湖债 02”的信用等级为 AA+。
- 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，公司业务有一定持续性，继续得到当地政府的一定支持，且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（以下简称“苏州再担保”）提供的保证担保有效提升了相关债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，存在一定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。

未来展望

- 预计公司业务有一定持续性，且将持续获得一定力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 06 月 16 日

联系方式

项目负责人：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	293.90	275.90	253.23
所有者权益	133.58	123.53	122.45
总债务	93.16	84.14	65.51
资产负债率	54.55%	55.23%	51.64%
现金短期债务比	0.52	0.63	0.62
营业收入	15.67	14.05	11.33
营业外收入	0.52	0.51	0.41
利润总额	2.50	1.38	1.53
销售毛利率	22.64%	22.08%	30.83%
EBITDA	5.35	4.15	4.29
EBITDA 利息保障倍数	1.13	0.88	1.86
经营活动现金流净额	2.41	2.79	-0.01
收现比	106.86%	89.40%	81.82%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **金湖县区域经济持续增长，特色产业稳步发展。**金湖县已形成高端装备制造、新材料、大健康三大主导产业，2021 年全县 GDP 增速提升，社会消费品零售总额一定程度拉动了经济增长，整体经济环境为公司发展提供了良好基础。
- **公司业务具有一定的可持续性。**2021 年安置房收入和农业基础设施工程收入仍为公司营业收入的主要来源，截至 2021 年末，公司存货中尚未结算的安置房建设成本规模较大，且公司租赁业务较为稳定。
- **公司获得一定的外部支持。**2021 年公司获得政府划拨滩涂水面土地资产及获得财政补贴，一定程度提升公司资本实力及盈利水平。
- **保证担保有效提升了相关债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用级别为 AAA，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升“21 金湖 02/21 金湖债 01”的信用水平；苏州再担保主体信用级别为 AA+，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升“21 金湖 03/21 金湖债 02”的信用水平。

关注

- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2021 年末公司资产中其他应收款、开发成本、土地资产占比仍较高。其中，其他应收款回收时间不确定、对资金形成占用，开发成本结算及资金回笼时间存在较大不确定性，土地资产受限比例较高。
- **公司面临一定的资金压力。**截至 2021 年末，公司主要在建项目尚有一定规模需要投资。
- **公司总债务持续增长，债务偿付压力较大。**2021 年公司总债务规模继续增长，现金短期债务比水平表现欠佳，EBITDA 对债务的保障能力水平尚可。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司合计对外提供的担保余额为 124.67 亿元，占同期净资产比重的 93.33%，公司担保对象大部分为国有企业，其中对民营企业江苏唯丰源生态旅游发展有限公司存在 1.17 亿元担保，均未采取反担保措施。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	6
	GDP 规模	2		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	5		现金短期债务比	3
	公共财政收入	2		收现比	6
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	5			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa



调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA+	2021-8-06	秦风明、张旻燊	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）	阅读全文
AA/稳定	AA+	2016-5-10	朱黎明、刘书芸	城投公司主体长期信用评级方法（py_ff_2015V1.0） 、 城投公司主体长期信用评级模型（py_mx_2015V1.0）	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2012-8-28	王一峰、郑舟	城投公司评级方法（py_ff_2012V1.0）	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
21 金湖 02/21 金湖债 01	5.00	5.00	2021-6-24	2028-4-28
21 金湖 03/21 金湖债 02	2.00	2.00	2021-8-06	2028-9-28

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年4月28日发行7年期5亿元公司债券，募集资金拟用于金湖县黎东花园项目及补充公司营运资金。截至2022年4月20日，“21金湖02/21金湖债01”募集资金专项账户余额为47.05万元。

公司于2021年9月28日发行7年期2亿元公司债券，募集资金拟用于金湖县黎东花园项目及补充公司营运资金。截至2022年3月21日，“21金湖03/21金湖债02”募集资金专项账户余额为12.26万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本和实收资本均未发生变化。截至2022年4月末，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元，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。2022年3月公司经营范围发生变化，但公司主营业务仍为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。2021年公司合并范围新增7家子公司，减少4家子公司，详见表1。截至2021年末公司合并范围共有20家子公司，明细见附录四所示。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、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
金湖县尧轩实业有限责任公司	100.00%	20.00	建设工程施工；房地产开发经营等	新设
淮安金湖保安服务有限公司	100.00%	0.05	门卫、巡逻、守护等	划拨
金湖荷之都建设工程有限公司	100.00%	1.00	各类工程建设活动等	新设
金湖荷之都开发有限公司	100.00%	0.50	房地产开发经营；建设工程设计等	新设
金湖城兴置业有限公司	100.00%	0.20	房地产开发经营；建设工程等	新设
金湖县城亮照明工程有限公司	100.00%	0.10	建设工程施工；电气安装服务等	新设
江苏金保物业服务有限公司	100.00%	0.10	物业管理等	新设

2、跟踪期内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
金湖尧乡文化旅游发展有限公司	100.00%	10.00	文化旅游项目策划与开发等	划出
金湖荷瑞生态旅游发展有限公司	100.00%	0.40	生态旅游项目开发等	划出
金湖尧乡文化旅游管理有限公司	100.00%	1.00	旅游景区经营管理等	划出
江苏金湖绿莲生态旅游发展有限公司	100.00%	1.00	生态旅游项目开发，旅游景点开发等	划出

资料来源：公司 2021 年审计报告，公开资料，中证鹏元整理



四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加



大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

金湖县石油资源较为丰富，并形成以高端装备制造、新材料、大健康为主导产业，社会消费品零售总额一定程度拉动了经济增长

区位特征：金湖县为淮安市下辖县，位于江苏省中部偏西地区，石油资源较为丰富。金湖县隶属于江苏省淮安市，位于江苏省中部偏西地区，下辖5个镇、3个街道、1个省级经济开发区（江苏金湖经济开发区），面积合计1,393.86平方千米，其中水域面积420.08平方千米，根据第七次全国人口普查数据，截至2020年11月1日零时，金湖县常住人口为28.95万人，较第六次全国人口普查相比略有下降。金湖县东与宝应县、高邮市相邻，南与安徽省天长市接壤，西与盱眙县、洪泽区交界，北与洪泽区毗邻。县城黎城街道南距省会南京市133千米，北距淮安市72千米，东南距扬州市105千米。交通方面，金湖县有高速、国道、省道贯通，公路交通便利，同时县内有多条水运河道，其中三河航道西接洪泽湖入淮河，

东连金宝航道、淮河入江水道，金宝航道西接三河、东入大运河，淮河入江水道北接三河，南接高邮湖入大运河；铁路交通方面，金湖高铁站正在建设中，宁淮高铁途径金湖，于2019年开工，预计2024年通车。金湖县内金湖凹陷、三河凹陷等特殊地质构造，地下蕴藏石油资源。20世纪70年代中期开始开采，截至2021年3月末，共探明含油面积108.84平方千米，探明石油地质储量1.07亿吨，投入开发油田13个，动用含油面积96.23平方千米，动用地质储量9,887.51万吨；投入注水开发油田13个，注水开发储量6,934.08万吨，开发区标定可采储量2,121.39万吨，采收率21.5%，剩余可采储量652.74万吨，已开发SEC储量304.9万吨，是国家南方重要原油生产基地。

经济发展水平：金湖县经济总量在淮安市7个区县中居末位，整体发展水平在全国范围一般，社会消费品零售总额一定程度拉动了经济增长。近年金湖县地区生产总值持续增长，三次产业结构由2019年的13.7:41.6:44.7调整为2021年的12.8:40.7:46.5，经济结构以第三产业为主，主要为批发及零售业。2021年金湖县人均GDP为133,530元，为同期全国平均水平164.90%，金湖县人均GDP水平较高。2021年金湖县经济体量在淮安市“四区三县”中居末位，整体经济水平在全国一般，同比增速为10.10%，高于全国及淮安市增速。2020年受疫情影响，规上固定资产投资增速下滑较大，此外，社会消费品零售总额规模持续提高，2021年同比增速达9.4%。

表2 淮安市各区县 2021 年经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
涟水县	650.48	13.20%	7.84	26.49	27.20
淮安区	708.25	12.0%	9.02	33.20	71.76
清江浦区	650.00	10.00%	10.93	36.62	31.96
淮阴区	600.00	9.00%	8.01	30.11	48.42
盱眙县	501.94	11.20%	8.27	20.60	40.72
洪泽区	394.15	10.00%	13.83	22.14	22.14
金湖县	386.51	10.10%	13.35	25.30	19.05

注：“-”表示数据未公布，人均 GDP 均采用第七次人口普查数据计算，2021 年淮阴区 GDP 规模为预估数。

资料来源：各区县政府工作报告和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 金湖县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	386.51	10.1%	337.03	3.2%	325.12	6.7%
规上固定资产投资	-	1.0%	146.36	-11.00%	-	6.7%
社会消费品零售总额	131.74	9.4%	120.40	1.6%	113.31	8.5%
进出口总额（亿美元）	-	-	4.80	1.7%	4.72	-13.2%
人均 GDP（元）	133,530		116,436		97,663	
人均 GDP/全国人均 GDP	164.90%		160.72%		137.76%	

注：“-”表示数据未公布，2020、2021 年人均 GDP 均使用第七次人口普查数据计算。

资料来源：2019 年 12 月金湖县全县主要经济指标、2020 年统计公报，2021 年 12 月金湖县全县主要经济指标，中证鹏元

整理

产业情况：金湖县以高端装备制造、新材料、大健康为主导产业，形成“3+X”的产业体系。金湖县围绕高端装备制造、新材料、大健康三大主导产业和新一代信息技术、生物医药、智能装备、新能源及智能互联网汽车等新兴领域，打造“3+X”的新型产业体系。近年在推进南高齿（淮安）高速齿轮制造、大展重工等重特大项目的同时，金湖县也承接发达地区产业链企业及整体搬迁；2021年金湖县新招引亿元以上项目123个，其中10亿元以上9个，完善了各个产业链，促进上下游企业联动发展，加强企业之间配套协作。高端装备制造产业主要由石油机械、煤矿机械、仪器仪表制造等分支产业组成，其中石油器械制造主要是由于金湖县当地的石油开采所带来的衍生产业；新材料产业方面，云达铝业和恒胜源金属作为带头企业发展迅速，其中2021年云达铝业产值超十亿元，恒胜源金属产值8.57亿元，同比增长276%。近年金湖县工业经济稳中有进，实施重点企业梯度培育工程，加大对理士电池、江苏海科纤维有限公司、金石集团、苏仪集团和神舟车业等一批高成长型企业培育力度。2021年新增规上工业企业60家，销售超亿元企业达72家，规上工业应税开票销售达330亿元，同比增长25%。

财政及债务水平：近年来金湖县财力稳步提升，财政自给能力一般。近年金湖县一般公共预算收入持续增长，税收占比呈波动趋势，当地产业对税收有一定支撑，财政收入质量较好。2021年金湖县财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 47.04%，近年财政自给能力一般且较为稳定。近年来金湖县地方政府债务余额逐年上升，债务率（地方政府债务余额/综合财力）水平呈波动趋势。

表4 金湖县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	25.30	23.54	22.48
税收收入占比	82.49%	81.73%	89.19%
财政自给率	47.04%	47.57%	47.03%
政府性基金收入	19.05	21.67	21.17
地方政府债务余额	47.66	46.13	44.17

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：金湖县财政预决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，金湖县的县属主要城投平台有 3 家，均为一级平台，分别为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”）、淮安市金湖交通投资有限公司（以下简称“金湖交投”）以及金湖县水务投资有限公司（以下简称“金湖水投”），金湖国资主要负责金湖县基础设施建设、土地开发整理和棚户区改造等业务，金湖交投则主要负责金湖县交通基础设施建设等业务，金湖水投主要负责金湖县水利基础设施建设等业务，具体见下表，区域内城投公司数量一般、分工较为明确，其中金湖国资债务体量较大。

表5 金湖县主要城投平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
------	------	-----	-------	-------	-----	------



金湖国资	金湖县人民政府	123.53	55.23%	14.05	84.14	金湖县基础设施建设、土地开发整理和棚户区改造业务等
金湖水投	金湖县人民政府	69.24	54.86%	2.39	76.49	主要承担金湖县水利基础设施建设
金湖交投	金湖县人民政府	39.29	51.35%	5.14	30.76	主要承担金湖县交通类基础设施建设

注：平台财务数据中净资产、资产负债率、总债务均为2020年末数据，营业总收入为2020年度数据；

资料来源：中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司主要从事金湖县基础设施建设、安置房及租赁业务。2021年公司实现营业收入合计15.67亿元，较上年略有增长，其中农业基础设施工程、安置房收入、土地回收收入和租赁收入占比较大，租赁收入主要为商用房产租赁和滩涂租赁收入。由于收入规模较大的农业基础设施工程业务和安置房业务毛利率均呈上升趋势，导致公司2021年综合毛利率小幅上升。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
农业基础设施工程收入	2.68	19.40%	3.25	18.70%
安置房收入	6.81	20.85%	5.56	15.90%
房屋销售	0.29	3.45%	0.29	3.45%
门票收入	0.02	25.37%	0.03	-429.15%
担保收入	0.10	100.00%	0.07	100.00%
金融服务费	0.06	100.00%	0.04	100.00%
工程施工	1.10	12.73%	0.38	13.16%
利息收入	0.02	100.00%	0.02	100.00%
安保服务费	0.14	9.92%	0.00	-
其他	0.08	-37.50%	0.05	80.00%
主营业务收入小计	11.30	20.00%	9.67	16.40%
土地回收收入	2.54	16.93%	2.50	24.37%
租赁收入	1.83	46.99%	1.88	48.24%
其他	0.01	100.00%	0.00	100.00%
其他业务收入小计	4.38	29.45%	4.38	34.61%
合计	15.67	22.59%	14.05	22.08%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司农业基础设施工程收入存在波动，2021年无新增代建业务，未来农业基础设施工程收入存在较大不确定性

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成20%。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。

2021年金湖县财政局对金湖县现代科技农业工程项目投入成本进行确认，公司确认农业基础设施工程收入2.68亿元，该业务毛利率为19.40%。金湖县现代科技农业项目预算总投资11.67亿元，截至2021年已全部回购完毕。截至2021年末，公司暂无在建农业基础设施工程项目，未来农业基础设施工程收入存在一定不确定性。

公司安置房业务可持续性较好，在建安置房项目尚需投入资金，面临一定资金压力

2021年公司安置房收入来自金湖县2015-2017年棚户区改造安置房建设项目（以下简称“15-17棚改”）及其他安置房项目。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与公司结算安置房款，安置房款根据安置小区周边商品房平均价格下浮约20%计算。2021年公司15-17棚改项目销售面积8.55万平方米，实现销售收入4.16亿元，剩余可售面积18.21万平方米，2021年安置房收入整体毛利率为20.85%。截至2021年末公司存货中开发成本里未结转安置房项目规模较大，预计未来公司安置房收入可持续性较好。

表7 2021年安置房项目收入明细（单位：亿元）

项目名称	收入	成本
金湖县安置房项目	4.16	3.64
农房改善项目	2.25	1.75
安置房收入（补差款）	0.41	-
合计	6.81	5.39

注：2021年确认收入的金湖县安置房项目为15-17棚改项目

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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（2018-2022年）》，金湖县拟建设徐梁花园、黎东花园和九里花园等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自筹资金进行建设，建成后将向当地拆迁户销售。截至2021年末，公司主要在建安置房项目计划总投资合计25.33亿元，已投资13.75亿元，尚需投资11.58亿元，面临一定资金压力。其中黎东花园为“21金湖债01/21金湖02”、“21金湖债02/21金湖03”募投项目，截至2021年末尚需投资3.13亿元。

表8 截至2021年末公司在建安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	尚需投资
徐梁花园	5.00	1.87	3.13
黎东花园	6.96	6.02	0.94
九里花园	3.93	3.80	0.13
幸福湾三期	2.34	0.30	2.04
牌楼花园	7.10	1.76	5.34
合计	25.33	13.75	11.58

注：黎东花园项目为“21金湖债01”、“21金湖债02”募投项目

资料来源：公司提供，中证鹏元整理



租赁业务经营稳定，仍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，2021年公司实现租赁收入1.83亿元，毛利率为46.99%。公司租赁业务板块收入来自房产租赁和滩涂租赁，其中商业房产租赁的承租方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，租赁合同为五年期，即从2017年1月1日至2021年12月31日，年租赁费为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35,035.00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，租金单价为每亩1,500.00元/年，每年6月30日前一次结清，年租金约0.53亿元。金湖县行政审批局承租公司出资建设的市民中心，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；公司与金湖吴运铎实验学校就房屋租赁达成协议，租赁期限6年（即2020年1月1日起至2025年12月31日），租金为每年0.20亿元。其中公司与金湖金宝、金湖县行政审批局均已续签合同。

公司租赁业务收入相对稳定，但金湖滩涂租金回款不佳，截至2021年末公司应收账款2.28亿元，其中应收金湖滩涂为0.67亿元，已有应收租金账龄超过1年。

截至2021年末，公司主要在建自营项目具体明细下表所示，项目预算总投资10.60亿元，已投资8.04亿元，尚需投资2.56亿元，公司自营项目存在一定的资金压力。

表9 截至2021年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	尚需投资
金湖县城南低碳生态新城文化艺术中心	8.00	7.78	0.22
金湖县金信金融中心	1.70	0.25	1.45
徐梁商业中心	0.90	0.01	0.89
合计	10.60	8.04	2.56

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

土地回收业务及工程施工业务收入对公司营业收入形成重要补充，但土地回收业务不确定性较大

公司土地回收业务是由于土地开发需要，政府将相关土地进行收回并重新进行招拍挂，并将招拍挂后获得的收入扣除相关费用后给予公司。整体来看，土地回收业务与金湖县当地土地出让相关，具有较大的不确定性，持续性不强。

公司工程施工收入主要由子公司金湖县城建市政工程有限公司（以下简称“金湖市政”）与金湖县园林绿化工程有限公司（以下简称“金湖园林”）负责，金湖市政与金湖园林在市场上承接工程施工项目，业务范围主要在金湖县及其周边地区。2021年金湖市政实现工程施工收入0.81亿元，金湖园林实现工程施工收入0.29亿元，整体持续性尚可。

2021年公司获得一定的外部支持，政府补助收入对公司盈利形成一定补充

2021年金湖县政府向公司划拨约7.85亿元的滩涂水面土地，提升了公司的资产水平；2021年金湖县



政府在2021年12月20日出具的《关于给予金湖县国有资产经营投资有限公司财政补贴的通知》（金财【2021】145号），给予金湖国资0.50亿元的财政补贴，对公司盈利形成一定的补充。

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2020年审计报告及北京兴昌华会计师事务所（普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告，审计报告采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司总资产继续增长，资产中其他应收款、开发成本、土地资产占比仍较高，受限资产规模较大，整体流动性较弱

2021年末公司资产规模持续增长，流动资产占比较高，近年资产结构较为稳定。

流动资产方面，2021年末公司货币资金中因抵押、质押或冻结等而受限的资金为5.35亿元，占货币资金总额的31.53%。公司其他应收款主要为企业往来款，2021年末前五位欠款单位分别为金湖县瑞禾农业发展有限公司、金湖县金宁资产管理有限公司、金湖金禹水利建设有限公司、金湖荷韵生态乡村建设有限公司和淮安市金湖县湖乡建设发展有限公司，合计欠款比重为37.51%。总体来看，其他应收款主要系政府部门下属单位欠款，回收风险较小，但规模较大，回收时间不确定，对公司资金形成占用。

存货系土地资产、开发成本等，2021年末公司存货较上年同期减少4.26亿元，主要系开发成本中项目结算所致。2021年末公司存货中土地账面价值为93.83亿元，较上年同期基本无变动，均为招拍挂取得，权证均已办妥，公司存货中已有75.69亿元的土地使用权用于抵押，占存货中土地资产的80.67%，大部分为商用土地。

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，均按成本模式计量，其中9.54亿元已用于抵押，占投资性房地产的67.63%。在建工程规模较上年同期增长3.37亿元，主要系2021年金湖县城南低碳生态新城文化艺术中心、农房项目等投资建设所致。公司无形资质由土地使用权及滩涂用地组成，均已办理相关权证，截至2021年末公司无形资产账面价值为31.34亿元，较上年同期增加4.03亿元，主要系2021年政府划拨账面价值7.85亿元滩涂水面资产、购置2.49亿元土地资产及划出子公司减少6.11亿元土地资产所致，截至2021年末，公司无形资产中已有16.80亿元土地资产用于抵押。

截至2021年末，公司受限资产合计107.38亿元，占总资产的比重达36.54%，受限资产规模较大。整体来看，2021年公司资产以其他应收款、开发成本、土地资产为主，资产规模持续增长，但受限资产占比较高，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	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.97	5.77%	16.67	6.04%
其他应收款	58.80	20.01%	44.55	16.15%
存货	145.04	49.35%	149.30	54.11%
流动资产合计	228.35	77.70%	217.33	78.77%
投资性房地产	14.10	4.80%	14.67	5.32%
在建工程	16.56	5.63%	13.19	4.78%
无形资产	31.34	10.66%	27.31	9.90%
非流动资产合计	65.55	22.30%	58.57	21.23%
资产总计	293.90	100.00%	275.90	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

受投资收益影响公司盈利较上年同期提升，业务有一定可持续性，政府补助仍对盈利形成一定补充

2021年公司营业收入主要来源于农业基础设施工程收入、安置房收入、租赁收入和土地回收收入。由于收入规模较大的农业基础设施工程业务和安置房业务毛利率均有所上升，导致公司2021年综合毛利率呈上升趋势。截至2021年末，公司暂无在建农业基础设施工程项目，未来农业基础设施工程收入存在一定不确定性；公司未结算安置房项目规模较大，尚有一定规模在建安置房，未来安置房收入持续性较好；截至2021年末，公司尚有一定规模在建自营项目，公司租赁业务较为稳定。整体来看，公司业务具有一定的可持续性。

2021年公司投资收益1.11亿元，主要为处置长期股权投资收益，占利润总额的比例为44.25%；2021年公司确认的政府补助为0.50亿元，占利润总额的比例为20.00%，均对盈利形成重要补充。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021 年	2020 年
收现比	106.86%	89.40%
营业收入	15.67	14.05
投资收益	1.11	0.04
营业利润	2.00	0.88
营业外收入	0.52	0.51
利润总额	2.50	1.38
销售毛利率	22.64%	22.08%

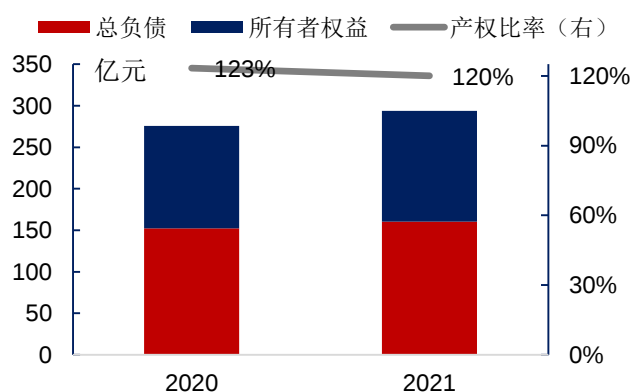
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司债务规模持续增长，存在较大的偿债压力

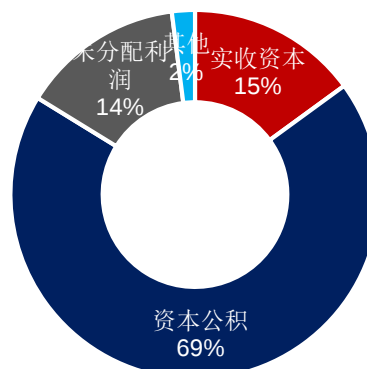
2021年末公司负债总额持续增长；受公司经营发展及政府划拨资产影响，2021年公司所有者权益较去年同期相比上涨10.05亿元，公司产权比率较上年同期下降3.33个百分点，所有者权益对负债的保障程度略有上升，但整体保障水平仍较差。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2021 年 12 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构看，公司负债以流动负债为主。2021年公司短期借款规模继续增长，由保证借款、信用借款组成。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，偿付具有一定弹性；2021年末余额前五包括应付金湖县住房和城乡建设局、金湖经发建设有限公司、金湖金宝水利建设有限公司、金湖县城市更新建设发展有限公司、金湖鹏云航空科技发展有限公司，合计占期末余额的50.19%，上述应付对象均为国有企业。截至2021年末，公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款、应付债券及长期应付款组成，其中一年内到期的长期借款账面价值为22.38亿元。

2021年底公司长期借款较上年同期下降8.60亿元，主要系质押借款的减少及转入一年内到期非流动负债科目规模的增加所致。2021年末应付债券包括“16金湖债”、“20金湖01”、“21金湖01”、“21金湖02”、“20金湖02”。长期应付款主要系应付发行的债权性固定收益类产品、项目收益权转让价款、融资租赁借款等非标借款，较上年同期上升2.29亿元，主要系新增对江苏省城乡建设投资有限公司的非标借款。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.62	4.13%	4.38	2.87%
其他应付款	59.08	36.85%	59.91	39.32%
一年内到期的非流动负债	26.01	16.22%	22.16	14.54%
流动负债合计	99.78	62.24%	92.66	60.81%

长期借款	38.50	24.01%	47.10	30.91%
应付债券	14.57	9.09%	7.44	4.88%
长期应付款	7.47	4.66%	5.18	3.40%
非流动负债合计	60.54	37.76%	59.72	39.19%
负债合计	160.32	100.00%	152.37	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司2021年总债务持续增长，截至2021年末，公司总债务合计93.16亿元，其中短期债务32.63亿元，占总债务比重的35.02%，整体来看，公司总债务规模较大，非标债务占比较大，公司偿债压力较大。

图 3 公司债务占负债比重

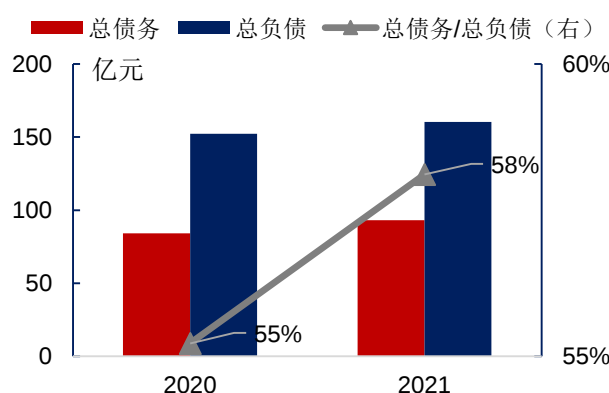
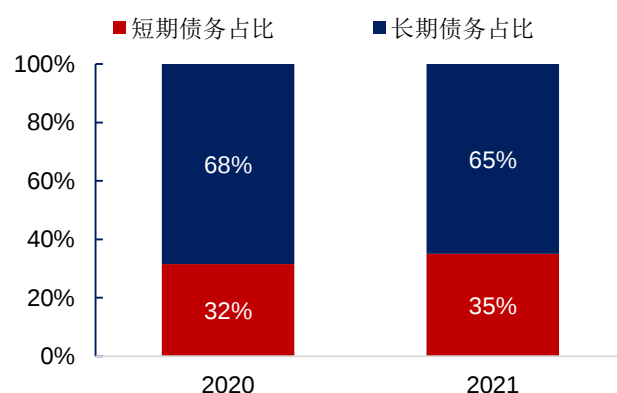


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司资产负债率较上年略有下降，但整体负债经营程度较大。公司2021年现金短期债务比水平欠佳，现金对短期债务的保障程度较弱。2021年公司末EBITDA利息保障倍数较上年有所上升，主要系投资收益增加所致，整体来看EBITDA对债务的保障能力水平尚可，公司存在较大的债务偿付压力。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	54.55%	55.23%
现金短期债务比	0.52	0.63
EBITDA 利息保障倍数	1.13	0.88

资料来源：公司 2020-2021 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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月18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。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

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2021年末，公司合计对外提供的担保余额为124.67亿元，占2021年末净资产比重的93.33%，公司担保对象大部分为国有企业，其中对民营企业江苏唯丰源生态旅游发展有限公司存在1.17亿元担保。具体明细如附录五所示。公司对外担保均无反担保措施，对外担保余额较大，公司存在较大的或有负债风险。

八、抗风险能力分析

公司是金湖县重要的基础设施建设主体之一，主要负责金湖县基础设施建设、安置房及租赁业务，近年金湖县经济保持增长，为公司发展提供良好基础。同时，由于2021年公司安置房业务收入提升，2021年公司营业收入呈上升趋势。截至2021年末，公司存货中未结算安置房成本规模较大，尚有一定规模安置房项目在建，同时近年公司租赁收入较为稳定，当地政府在财政补贴、资产注入等方面给予公司一定支持，有效提升了公司的资本实力与盈利水平。

同时，考虑到公司资产以存货、应收款项为主，资产流动性表现一般；截至2021年末，公司存在一定规模在建安置房及自营项目，面临一定资金压力。此外，公司债务规模持续上升，财务杠杆处于较高水平，公司面临较大的偿债压力，较大规模的对外担保也使得公司面临较大的或有负债风险。总体来看，公司抗风险能力较强。

九、债券偿还保障分析

江苏再担保提供的保证担保仍能有效提升“21金湖02/21金湖债01”的信用水平

“21金湖02/21金湖债01”由江苏再担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用，保证期间为被担保债券存续期及债券到期之日起二十四个月。

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

表14 截至2021年末江苏再担保股权结构

股东名称	出资额（万元）	持股比例（%）
江苏省财政厅	218,892.43	22.11
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	4.45



江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	3.33
常高新集团有限公司	33,000.00	3.33
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	3.33
宿迁市人民政府	27,522.94	3.12
江苏金信金融控股集团有限公司	26,007.80	2.78
丹阳市金融控股集团有限公司	22,000.00	2.22
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理委员会	22,000.00	2.22
扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	2.22
如皋市人民政府	22,000.00	2.22
常州市钟楼新城投资建设有限公司	22,000.00	2.22
扬州经济技术开发区开发总公司	22,000.00	2.22
扬州龙川控股金融投资有限公司	20,000.00	2.02
其他 34 名股东	422,331.73	42.21
合计	989,754.90	100.00

资料来源：江苏再担保 2021 年审计报告，中证鹏元整理

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

表15 2019-2021 年江苏再担保营业总收入构成情况（单位：亿元）

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

资料来源：江苏再担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

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

表16 江苏再担保担保业务开展情况（合并口径）（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
期末担保余额	1,813.91	1,579.59	1,414.71



其中：直保余额	1,230.98	1,037.13	832.84
融资担保业务	1,212.10	1,031.79	827.87
直接融资担保	794.60	628.90	550.40
间接融资担保	388.42	385.72	269.49
非融资担保业务	18.88	5.34	4.98
再担保余额	582.94	542.46	581.87
当期新增担保额	1,300.42	1,221.50	880.93
当期解除担保额	1,066.09	1,056.62	831.87
期末直保责任余额*	789.04	626.99	509.60
当期担保代偿额	2.26	1.37	2.64
当期担保代偿率	0.21%	-	-
融资担保放大倍数*	7.78	7.31	6.90
累计担保代偿率	0.21%	0.20%	0.21%
累计代偿回收率	33.79%	28.68%	28.70%

注：*为母公司口径。

资料来源：江苏再担保提供，中证鹏元整理

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

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

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

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

资产方面，得益于资本的持续增加，近年来江苏再担保总资产规模快速增长，截至2021年末总资产



规模为264.83亿元，2019-2021年年复合增长率为24.03%。资产结构方面，江苏再担保资产主要由货币资金、交易性金融资产、发放贷款与垫款、长期应收款和其他权益工具投资组成构成。截至2021年末，江苏再担保的货币资金为37.93亿元，其中受限资金为2.65亿元，主要包括拟用于代偿项目的银行存款以及因质押、保理、监管等原因导致使用受限的货币资金。截至2021年末，江苏再担保交易性金融资产为45.99亿元，较上年末出现大幅增长，主要系2021年采用新金融工具准则，信托产品、资管计划等被调整至该科目同时对外投资力度增加所致。发放贷款及垫款主要包含小额贷款和典当两部分，截至2021年末，江苏再担保发放贷款及垫款账面价值为26.45亿元，同比增加26.17%，主要系小额贷款业务快速发展所致。截至2021年末，江苏再担保非流动资产规模为98.21亿元，较2019年增长29.51%，主要包括长期应收款、债权投资和其他权益工具投资等。截至2021年末，江苏再担保不良类融资租赁资产余额为1.20亿元，占融资租赁资产总额的2.04%，已累计计提坏账准备1.11亿元。在宏观经济下行的背景下，江苏再担保的融资租赁资产质量需持续关注。

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

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

表17 2019-2021年江苏再担保主要盈利指标（单位：亿元）

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

资料来源：江苏再担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，子公司江苏融资再担保承担构

建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能，在资本补充、业务拓展、政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的大力支持，自2009年成立以来，多次获得多家国资股东的增资，注册资本从最初的10.00亿元增加到2021年末的98.98亿元，资本实力进一步增强。

综上，江苏再担保子公司江苏融资再担保承担构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能，在资本补充、业务拓展、政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的大力支持，担保业务规模较大，近年来营业收入和净利润保持增长态势，资本实力持续增强，现金类资金规模较大，代偿能力极强；同时中证鹏元也注意到在疫情反复、宏观经济下行压力较大的背景下，江苏再担保面临的代偿风险以及代偿款的回收风险或有所增加，融资租赁资产质量需要持续关注等风险因素。经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

苏州再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为“21金湖03/21金湖债02”的本息偿付提供了较好的保障，有效提升了债券的安全性

苏州再担保为“21 金湖 03/21 金湖债 02”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保范围包括债券本金不超过 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，系由苏州国际发展集团有限公司（以下简称“苏州国发”）、苏州市农业担保有限公司、苏州市营财投资集团有限公司等15家国企共同出资设立，注册资本和实收资本均为6亿元。2017年，经苏州市国有资产管理委员会（以下简称“苏州市国资委”）同意，由股东苏州国发增资9亿元。截至2021年末，苏州再担保的注册资本和实收资本均为15亿元，控股股东为苏州国发，控股比例为75.67%，实际控制人为苏州市国资委。截至2021年末，苏州再担保股权结构见下表。

表18 截至 2021 年末苏州再担保股权结构（单位：万元）

序号	股东名称	出资额	持股比例
1	苏州国际发展集团有限公司	113,500.00	75.69%
2	苏州市农业融资担保有限公司	6,000.00	4.00%
3	苏州营财投资集团有限公司	6,000.00	4.00%
4	苏州工业园区经济发展有限公司	2,000.00	1.33%
5	苏州高新国有资产经营管理集团有限公司	2,000.00	1.33%
6	苏州市吴中区工业资产经营有限公司	2,000.00	1.33%
7	苏州市相城创业投资有限责任公司	2,000.00	1.33%
8	张家港市直属公有资产经营有限公司	3,000.00	2.00%
9	常熟市发展投资有限公司	3,000.00	2.00%



10	昆山创业控股集团有限公司	3,000.00	2.00%
11	太仓市资产经营集团有限公司	3,000.00	2.00%
12	苏州市吴江东方国有资本投资经营有限公司	3,000.00	2.00%
13	苏州历史文化名城建设集团有限公司	500.00	0.33%
14	苏州历史文化名城投资管理有限公司	500.00	0.33%
15	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

苏州再担保是苏州市再担保体系重要机构，在当地具有一定行业地位。主要在江苏省范围内从事融资性担保业务、非融资担保业务以及再担保业务，其中融资性担保业务主要为债券担保业务、贷款担保业务及其他融资性担保业务，非融资担保业务主要为工程履约保函业务。2019-2021年苏州再担保分别实现营业总收入1.29亿元、1.60亿元和1.85亿元，2019-2021年年复合增长率为19.95%。营业总收入主要来源于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、银行理财及股权投资，2019-2021年分别获得投资收益0.67亿元、0.65亿元及0.89亿元。

表19 苏州再担保收入构成及投资收益情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	431.71	2.33%	321.03	2.01%	2,048.60	15.90%
利息收入	1,044.81	5.64%	1,189.71	7.45%	1,032.60	8.01%
手续费及佣金收入	17,060.16	92.03%	14,466.60	90.54%	9,802.41	76.08%
营业总收入	18,536.68	100.00%	15,977.34	100.00%	12,883.61	100.00%
投资收益	8,905.08		6,532.82		6,749.94	

注：1、苏州再担保合并口径审计报告科目分类为一般企业报表分类，与担保公司审计报告分类有所差异。2、手续费及佣金收入科目主要为担保业务产生的收入。

3、营业收入主要系子公司的培训服务收入。

资料来源：苏州再担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

随着债券担保和再担保业务的发展，苏州再担保本部担保业务规模持续增长，2021年本部当期担保发生额257.39亿元，较上年增长5.93%。随着债券担保业务规模的增长，近年苏州再担保的担保业务收入增幅较大，且直接融资担保余额及占比均有所上升。

表20 担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
当期担保发生额	257.39	242.98	110.85
当期解除担保额	189.92	213.4	89.4
期末在保余额	338.79	271.31	241.73
其中：融资担保余额	125.9	97.39	68.15
直接融资担保余额	88.55	70.5	30.3
间接融资担保余额	37.35	26.89	37.85



再担保余额	165.72	131.12	145.26
非融资担保余额	47.17	42.79	28.32
当期担保代偿项目数	2	1	1
当期担保代偿额	0.08	0.38	0.02
当期担保代偿率	0.11%	0.60%	0.04%
累计担保代偿额	1.44	1.36	0.99
累计担保代偿率	0.38%	0.44%	0.40%
累计代偿回收额	1.17	0.77	0.77
累计代偿回收率	80.99%	56.71%	77.89%
融资担保放大倍数	6.37	5.54	4.11

注：担保业务数据为母公司口径，误差由于四舍五入产生。

资料来源：苏州再担保提供，中证鹏元整理

直保业务收入是苏州再担保主要收入来源，业务涵盖直接融资担保业务、间接融资担保业务以及非融资担保业务，2021年直保业务实现收入占担保业务收入比重达96.48%。近年苏州再担保侧重发展直接融资担保业务和非融资担保业务，截至2021年末直接融资担保业务余额为88.55亿元，同比增加25.60%，推动直保业务规模持续增长，对苏州再担保的风控能力也提出了更高的要求。苏州再担保直接融资担保业务客户主要选择苏州市以外的江苏省内国有企业，主体评级要求AA及以上，同时一般会要求同级地方国有企业提供反担保。截至2021年末苏州再担保直接融资担保业务前十大客户的在保余额合计20.00亿元，占母公司净资产比例为120.65%。

苏州再担保间接融资担保业务具体产品品种包括地方国有企业及商业类借款担保、信保贷和中标贷等。近年苏州再担保贷款担保业务规模有所波动，2021年本部间接融资担保余额为37.35亿元，同比增长38.90%，其中借款类融资担保余额为36.90亿元。截至2021年末苏州再担保间接融资担保业务前十大客户均为省内国有企业，担保期限大部分为2年左右。其他融资性担保业务主要为苏州再担保开展的票据承兑担保，商票贴现等业务，近年规模持续下降，客户多为当地国有企业。与银行合作方面，经过多年的经营积累，苏州再担保与多家银行建立了良好的合作关系。截至2021年末，获得南京银行、江苏银行、苏州银行等三十余家银行合计超过216.20亿元的担保授信额度，已使用额度82.93亿元，授信额度充足，为担保业务的发展奠定良好基础。

苏州再担保非融资担保业务主要为工程履约保函业务。工程履约保函业务围绕江浙沪区域房地产建设工程项目开展，客户主要为中小规模建筑施工类的民营企业。近年苏州再担保加大非融资担保业务的营销力度，业务规模有所增长，截至2021年末非融资担保余额为47.17亿元，同比增长10.24%。

截至2021年末，苏州再担保再担保业务期末在保余额为165.72亿元，再担保业务规模同比增长26.39%。苏州再担保的再担保业务分为一般责任再担保和连带责任再担保，其中一般责任再担保指“机构再担保”，连带责任再担保包括“机构比例再担保”、“全保通”、“信保贷-再担保”。2021年末苏州再担保机构再担保余额为76.57亿元，承担再担保责任为0.00亿元；“机构比例再担保”和“全保通”



再担保余额分别为6.01亿元和53.01亿元，承担再担保责任分别为2.40亿元和10.78亿元；“信保贷-再担保”业务余额为0.00亿元。苏州再担保的再担保业务再担保费率较低，再担保收入对收入贡献较小。

“机构再担保”业务及“机构比例再担保”具有政策性质，且设置了赔付上限，整体业务风险可控。

担保业务质量方面，近年苏州再担保积极通过调整业务结构、优化风险分担机制等方式降低业务风险，近年当期担保代偿率控制在较低水平，截至2021年末苏州再担保累计担保代偿率为0.38%，较2019年末下降0.02个百分点。2020年产生的3,752.52万元“康得新复合材料集团股份有限公司”代偿款已于2021年5月全部回收；2021年发生2笔代偿，合计金额为783.70万元。

资产方面，随着经营积累，近年苏州再担保总资产规模有所增长，截至2021年末，总资产为25.74亿元，2019-2021年年复合增长率为7.15%。从资产结构来看，由于新金融工具准则的转换，流动资产占比大幅增加，2021年占总资产的比重为51.42%，同比增加16.18个百分点。苏州再担保货币资金主要系银行存款，截至2021年末账面价值为9.12亿元，占资产总额的35.43%，其中受限资金为0.76亿元，主要系担保基金余额。截至2021年末，苏州再担保交易性金融资产账面价值为1.83亿元，全部系苏州信托有限公司的产品。截至2021年末苏州再担保债权投资6.35亿元和一年内到期的其他非流动资产1.29亿元，主要系债券投资，发行主体主要为江苏省内主体信用级别为AA级的地方国有企业，投资的债券级别为AA级及以上。截至2021年末苏州再担保长期股权投资余额为3.41亿元，主要系对苏州国发融资担保有限公司和苏州市吴中区国润发农村小额贷款股份有限公司的投资。从资产分类来看，2021年末苏州再担保I级资产占比为33.92%、I级和II级资产合计占比为75.40%，III级资产占比为17.54%，均满足相关监管规定。

负债和所有者权益方面，随着业务的发展和经营积累，2021年苏州再担保未分配利润以及担保赔偿准备金增加，使得负债总额增长，截至2021年末负债合计9.16亿元，较2019年末增长36.92%。得益于未分配利润的增加，截至2021年末苏州再担保所有者权益16.58亿元，较2019年末增长5.40%。截至2021年末融资担保责任余额放大倍数为6.37倍，近年杠杆水平有所上升，但仍处于适中水平。

盈利能力方面，苏州再担保的营业收入主要源于担保业务收入及银行存款利息收入，近年来直保业务规模增长带动营业总收入持续增长，2021年苏州再担保实现担保业务收入1.62亿元，占营业总收入的87.58%，2019-2021年复合增长率为19.95%。苏州再担保投资收益主要为购买的信托产品、银行理财、债券及股权投资产生的收益，2021年苏州再担保获得投资收益0.65亿元，同比增长36.31%。信用减值损失主要为计提的未到期责任准备和担保赔偿准备，2021年余额为1.07亿元。近年苏州再担保盈利能力有所提升，2021年末净利润为0.79亿元，全年净资产收益率为3.22%，总资产收益率为4.90%，同比分别提高1.61和2.56个百分点。

表21 苏州再担保主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
----	-------	-------	-------



营业总收入	1.85	1.60	1.29
其中：担保业务收入	1.62	1.41	1.04
管理费用	0.48	0.37	0.37
投资收益	0.89	0.65	0.67
信用减值损失	1.07	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	-1.01	-0.90
净利润	0.79	0.37	0.29
净资产收益率	4.90%	2.34%	1.89%
总资产收益率	3.22%	1.61%	1.36%

注：担保业务收入均为苏州再担保本部担保业务收入

资料来源：苏州再担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，苏州再担保是苏州市级再担保机构，在区域担保行业中具有重要地位，苏州再担保承担了构建完善苏州市信用再担保体系、缓解苏州市高新技术产业及其他政府扶持领域的中小企业融资难贵问题等政策性职能，得到了当地政府的大力支持。

综上，苏州再担保是苏州市重要的市级再担保机构，股东背景及实力较强，可为苏州再担保提供大力支持，担保代偿规模不大，同时中证鹏元也关注到苏州再担保的担保业务规模增长对风控能力提出更高要求等风险因素。经中证鹏元综合评定，苏州再担保主体信用等级为 AA+，评级展望稳定，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信用水平。

十、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“21金湖02/21金湖债01”的信用等级为 AAA、“21金湖03/21金湖债02”的信用等级为 AA+。

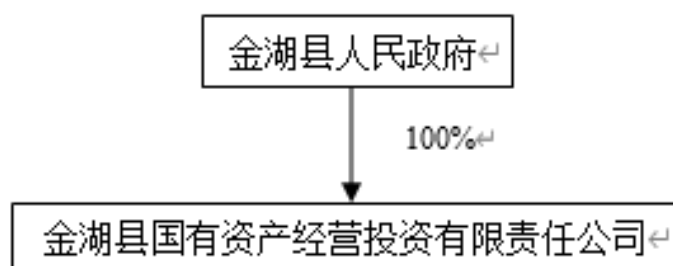


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	16.97	16.67	13.94
其他应收款	58.80	44.55	38.28
存货	145.04	149.30	144.13
流动资产合计	228.35	217.33	203.07
投资性房地产	14.10	14.67	14.16
在建工程	16.56	13.19	9.46
无形资产	31.34	27.31	23.73
非流动资产合计	65.55	58.57	50.16
资产总计	293.90	275.90	253.23
短期借款	6.62	4.38	2.86
其他应付款	59.08	59.90	57.59
一年内到期的非流动负债	26.01	22.16	19.57
流动负债合计	99.78	92.66	85.67
长期借款	38.50	47.10	29.30
应付债券	14.57	7.44	6.64
长期应付款	7.47	5.11	9.13
非流动负债合计	60.54	59.72	45.11
负债合计	160.32	152.37	130.78
总债务	93.16	84.14	65.51
营业收入	15.67	14.05	11.33
所有者权益	133.58	123.53	122.45
营业利润	2.00	0.88	1.12
营业外收入	0.52	0.51	0.41
利润总额	2.50	1.38	1.53
经营活动产生的现金流量净额	2.41	2.79	-0.01
投资活动产生的现金流量净额	-11.39	-16.22	-16.25
筹资活动产生的现金流量净额	6.14	16.00	11.45
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	22.64%	22.08%	30.83%
收现比	106.86%	89.40%	81.82%
资产负债率	54.55%	55.23%	51.64%
现金短期债务比	0.52	0.63	0.62
EBITDA（亿元）	5.35	4.15	4.29
EBITDA 利息保障倍数	1.13	0.88	1.86

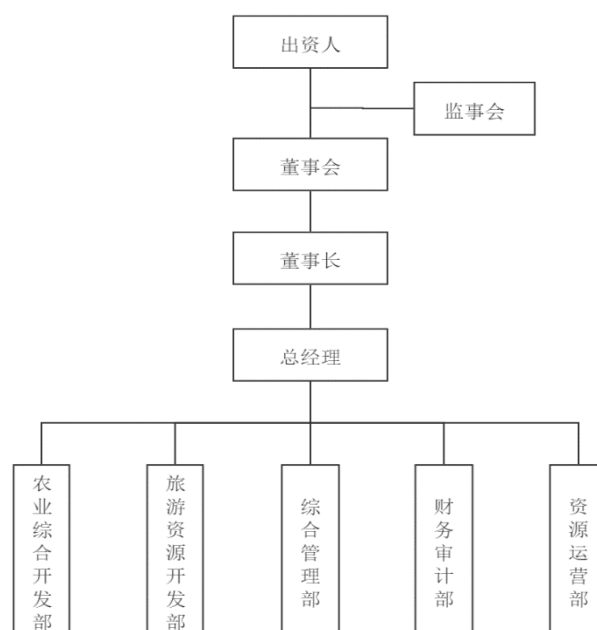
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告财务报表

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 4 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 4 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
金湖国控基金管理有限公司	0.20	100.00%	私募股权投资基金管理
金湖县经信金融服务有限公司	0.10	100.00%	金融信息咨询服务等
金湖县金信担保有限公司 ¹	3.00	100.00%	融资性担保业务等
金湖荷之都实业有限公司	1.00	100.00%	实业投资活动；投资咨询服务等
金湖荷之都建设工程有限公司	1.00	100.00（间接）	各类工程建设活动等
金湖荷之都开发有限公司	0.50	100.00（间接）	建筑物拆除作业等
金湖县新城保障性住房开发有限公司	1.50	100.00%	房地产开发、安置房建设等
金湖县城建市政工程有限公司	0.20	100.00%	城乡各类道路、桥、闸、下水道建设等
金湖城兴置业有限公司	0.20	100.00（间接）	房地产开发经营等
金湖县城亮照明工程有限公司	0.10	100.00（间接）	建设工程施工
金湖县园林绿化工程有限公司	0.20	100.00%	城市园林绿化工程的规划和施工等
金湖易采咨询服务有限公司 ²	0.01	100.00%	投资咨询服务等
金湖县荷都房屋征收服务有限公司	0.03	100.00%	房屋征收服务等
淮安金湖保安服务有限公司	0.05	100.00%	门卫、巡逻、守护等
江苏金保物业服务有限公司	0.10	100.00（间接）	物业管理等
金湖碧水源生态科技有限公司	0.50	100.00%	生态技术研发等
江苏普金生态环境有限公司	0.10	51.00%（间接）	生态保护和环境治理等
淮安市金晟科技小额贷款有限公司	1.00	60.00%	面向科技型中小微企业发放贷款等
金湖智宇网络科技有限公司	0.50	100.00%	网络技术开发、咨询服务等
金湖县尧轩实业有限责任公司	20.00	100.00%	建设工程施工等

资料来源：公司 2021 年审计报告。中证鹏元整理

¹金湖县金信担保有限公司于 2019 年 7 月 1 日更名为“金湖县金信融资担保有限公司”

²金湖易采咨询服务有限公司于 2022 年 1 月 18 日更名为“金湖易采项目管理有限公司”

附录五 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额
淮安市金湖交通投资有限公司	9.01
淮安市金湖县湖乡建设发展有限公司	1.00
淮安市金湖新城投资有限公司	1.13
淮安市金鑫投资有限公司	1.25
江苏白马湖风景区管理服务有限公司	3.80
江苏金湖城南生态旅游开发有限公司	0.20
江苏金湖公共交通有限公司	1.33
江苏金湖绿莲生态旅游发展有限公司	3.39
江苏棋盘古镇文化旅游发展有限公司	0.20
江苏滩涂开发公司	0.10
江苏唯丰源生态旅游发展有限公司	1.17
江苏尧乡靓苑文化产业有限公司	0.25
金湖国胜园林绿化工程有限公司	0.10
金湖荷瑞生态旅游发展有限公司	0.10
金湖金宝水利建设有限公司	11.89
金湖金西投资有限公司	0.20
金湖金禹水利工程建设有限公司	5.67
金湖经发建设有限公司	16.70
金湖利农水利建设有限公司	0.20
金湖瑞康农业发展有限公司	0.20
金湖水利建设工程公司	1.00
金湖县北城投资有限公司	0.20
金湖县城西新农村建设有限公司	0.05
金湖县金海供水服务有限公司	0.35
金湖县金峡农业发展有限公司	1.90
金湖县旅游发展有限公司	0.20
金湖县人民医院	2.67
金湖县水务投资有限公司	11.38
金湖县滩涂开发公司	0.25
金湖县文化艺术中心管理有限公司	0.10
金湖县银涂实业投资有限公司	0.20
金湖县张坝生态旅游发展有限公司	0.20
金湖县中医院	1.53
金湖县自来水公司	6.01
金湖芎园创业投资有限公司	0.20
金湖尧乡滩涂开发投资有限公司	4.45

金湖尧乡文化旅游发展有限公司	3.75
江苏中尚建设集团有限公司	0.70
金湖广润农业发展有限公司	0.20
金湖润金文化旅游发展有限公司	0.10
金湖润农农业发展有限公司	0.10
金湖润尧农业发展有限公司	0.10
金湖县荷海商贸有限公司	0.10
金湖县荷韵生态乡村建设有限公司	12.16
金湖县瑞禾农业发展有限公司	5.08
金湖县润民新农村建设有限公司	13.82
合计	124.67

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录六 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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

三、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。