

2016年第一期、第二期江苏高淳经济开发区 开发总公司企业债券和2017年第一期、 第二期江苏高淳经济开发区开发总公司企 业债券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等级的变化情况。

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：

2016年第一期、第二期江苏高淳经济开发区开发总公司企业债券和 2017年第一期、第二期江苏高淳经济开发区开发总公司企业债券 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
16宁高发债 01/PR 宁高 01	AAA	AAA
16宁高发债 02/PR 宁高 02	AAA	AAA
17宁高发债 01/PR 宁开 01	AAA	AAA
17宁高发债 02/PR 宁开 02	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持江苏高淳经济开发区开发集团有限公司（以下简称“高淳经开”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“16宁高发债 01/PR 宁高 01”、“16宁高发债 02/PR 宁高 02”、“17宁高发债 01/PR 宁开 01”的信用等级为 AAA；维持“17宁高发债 02/PR 宁开 02”的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：南京市和高淳区经济水平较好，为公司发展提供了良好基础，公司是江苏高淳经济开发区主要的基础设施建设主体，业务持续性仍然较好，且继续得到股东和当地政府的大力支持，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）和瀚华融资担保股份有限公司（以下简称“瀚华担保”）提供的保证担保仍能有效提升相关债券安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

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。

评级日期

2022年6月28日

联系方式

项目负责人：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：高爽
gaos@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	2022.3	2021	2020	2019
总资产	394.63	370.64	314.57	269.01
所有者权益	137.20	132.46	109.95	95.38
总债务	233.56	214.20	154.24	129.14
资产负债率	65.23%	64.26%	65.05%	64.54%
现金短期债务比	0.64	0.64	0.42	0.66
营业收入	2.26	7.40	8.03	7.30
其他收益	0.50	2.51	2.50	3.22
利润总额	0.75	1.53	1.88	2.52
销售毛利率	21.17%	10.75%	14.79%	11.97%
EBITDA	--	2.28	2.81	3.59
EBITDA 利息保障倍数	--	0.23	0.35	0.84
经营活动现金流净额	-12.64	-35.89	-25.41	-27.97
收现比	19.65%	63.02%	87.32%	60.73%

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审报告及未经审计的 2022 年 1-3 月报表，中证鹏元整理

优势

- **南京市和高淳区经济水平较好，为公司发展提供了良好基础。**南京市区位优势条件优越，作为全国综合性工业产业基地，经济发展水平位于江苏省第一梯队，同时高淳区位于苏皖交界处，生态旅游资源丰富，形成了机械电子、绿色食品、药业化工等支柱产业，经济发展总体情况较好，人均 GDP 显著优于全国平均水平。
- **公司业务持续性仍较好。**公司是江苏高淳经济开发区（以下简称“高淳经开区”）主要的基础设施建设主体，截至 2022 年 3 月末，公司在建、拟建项目较多，且存货中尚未结转的工程施工、安置房和土地整理项目开发成本规模较大，业务持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2021 年公司收到江苏高淳经济开发区管理委员会（以下简称“高淳经开区管委会”）注入资金 17.99 亿元、政府补贴 2.51 亿元。
- **保证担保仍能有效提升相关债券的信用水平。**江苏再担保为“16 宁高发债 01/ PR 宁高 01”、“16 宁高发债 02/ PR 宁高 02”、“17 宁高发债 01/ PR 宁开 01”债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，瀚华担保为“17 宁高发债 02/ PR 宁开 02”债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保；经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，瀚华担保主体长期信用等级为 AA+，仍能有效提升相关债券的安全性。

关注

- **公司资产流动性仍较弱。**公司资产主要以预付款项、应收款项和存货为主，预付款项和应收款项规模较大且部分款项账龄较长，对营运资金的占用较大，以工程施工和土地整理项目开发成本为主的存货变现能力较差，且部分资产使用受限。
- **公司仍面临较大资金压力。**2021 年公司经营活动现金仍呈现大规模净流出状态，且截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目尚需投资规模较大。
- **公司偿债压力较大。**2021 年末公司资产负债率仍处于较高水平，且公司总债务规模增长较快，现金类资产对短期债务的保障程度一般，EBITDA 利息保障倍数持续下降至较低水平。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2022 年 3 月末，公司对外担保总额 28.43 亿元，担保对象均为国企。

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	3		资产负债率	3
	GDP 增长率	4		EBITDA 利息保障倍数	3
	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	4
	区域风险状况调整分	0			
经营状况		强			

业务竞争力	5		
业务持续性和稳定性	6		
业务多样性	4		
业务状况等级	强	财务风险状况等级	中等
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			1
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	AAA/AA+ ¹	2021-6-23	刘惠琼、蒋晗	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	AAA	2016-9-13	郭松涛、胡长森	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

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
16宁高发债 01/PR 宁高 01	4.00	1.60	2021-6-23	2023-9-23
16宁高发债 02/PR 宁高 02	4.00	1.60	2021-6-23	2023-11-23
17宁高发债 01/PR 宁开 01	4.00	1.60	2021-6-23	2024-6-26
17宁高发债 02/PR 宁开 02	6.00	3.60	2021-6-23	2024-8-14

¹ 2021 年度跟踪评级维持“16 宁高发债 01/PR 宁高 01”、“16 宁高发债 02/PR 宁高 02”、“17 宁高发债 01/PR 宁开 01”的信用等级为 AAA；维持“17 宁高发债 02/PR 宁开 02”的信用等级为 AA+。

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2016年9月23日、2016年11月23日和2017年6月26日分别发行7年期4亿元公司债券，于2017年8月14日发行7年期6亿元公司债券²，募集资金原计划用于高淳区棚户区改造定向安置房工程项目及补充流动资金。根据公司提供的募集资金专户余额信息证明，截至2022年6月8日，本次债券募集资金专项账户余额为30,181.57元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、业务范围、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更，截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本仍为45,000.00万元，公司仍由南京高淳国有资产经营控股集团有限公司100%控股，实际控制人仍为南京市高淳区人民政府。

根据《江苏高淳经济开发区开发集团有限公司董事、高管发生变动公告》，跟踪期内，公司免去朱继飞的董事职务，聘请葛为民、李根华、陈秋林、张常州、张建军为公司董事；免除江璐的总经理职务，聘请葛为民为公司总经理。经2021年12月24日股东决议，公司章程中董事会成员人数设置由3人修正为7人。

2021年新纳入公司合并报表范围的子公司共2家，均系公司出资设立，未有子公司减少，具体情况见表1。截至2022年3月末，公司合并范围内共有13家子公司，具体见附录四。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
南京瑞淳酒店有限公司	100.00%	1,000.00	园区管理服务；物业管理；企业管理咨询；税务服务；财务咨询；人力资源服务（不含职业中介活动、劳务派遣服务）等	出资设立

² 本次债券包括：2016年9月23日发行的4亿元2016年第一期江苏高淳经济开发区开发总公司企业债券，2016年11月23日发行的4亿元2016年第二期江苏高淳经济开发区开发总公司企业债券，2017年6月26日发行的4亿元2017年第一期江苏高淳经济开发区开发总公司企业债券；2017年8月14日发行的6亿元2017年第二期江苏高淳经济开发区开发总公司企业债券。

南京高淳经开区招商管理有限 公司	100.00%	1,000.00	房地产开发经营；工程造价咨询业务； 建设工程监理；住宅室内装饰装修等。	出资设立
---------------------	---------	----------	--	------

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审报告，企查查，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。

行业及区域经济环境

南京市作为长三角特大城市和南京都市圈核心城市，形成以汽车、钢铁、石化新材料、电子信息为主的支柱产业；南京经济财政实力处于江苏省第一梯队，整体债务水平不高

区位特征：南京市作为长三角特大城市和南京都市圈核心城市，在江苏省“1+3”重点功能区中起到重要引领作用。南京作为江苏省省会、副省级城市，位于江苏省西南部、长江下游，濒江近海，是长江三角洲城市群中特大城市之一³、南京都市圈的中心城市，同时也是连接东部沿海经济带与长江经济

³ 根据 2021 年 9 月国家统计局发布《经济社会发展统计图表》最新城市评级，特大城市共 14 个，包括武汉，东莞、西安、杭州、佛山、南京、沈阳、青岛、济南、长沙、哈尔滨、郑州、昆明和大连。

带战略交汇的重要节点城市。截至2021年末，南京市下辖11个区和1个国家级新区（江北新区），总面积6,587.02平方千米，全市包括南京经济技术开发区、江宁经济技术开发区和南京高新技术产业开发区3个国家级开发区。南京作为重要的国家综合交通枢纽，具备海陆空立体交通优势。2020年4月，在《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》江苏实施方案中，江苏省将深化“1+3”（扬子江城市群、沿海经济带、江淮生态经济区、淮海经济区）重点功能区建设，继续提升南京城市首位度和引领作用，进一步增强南京作为特大城市的能级。2021年末南京市常住人口为942.34万人，户籍人口733.73万人，人口处于净流入状态（常住人口-户籍人口）。

图 1 长三角城市群空间格局示意图



资料来源：长江三角洲城市群发展规划（2015-2030）

经济发展水平：南京市经济发展水平位于江苏省第一梯队，2021年全市商品住宅销售面积前高后低，回落明显。南京市凭借全方位立体的交通优势和良好的区位优势，经济水平处于江苏省第一梯队，2021年南京市GDP规模位于江苏省13个地级市的第二位，但增速低于同期江苏省GDP增速。近年南京市地区生产总值持续增长，2020年受疫情影响GDP增速有所下降，2021年南京市人均GDP是全国人均GDP的2.14倍，经济发展水平较高。从拉动经济增长的动能来看，近三年进出口总额增速持续高于同期GDP增速，有效拉动经济增长。商品房住宅供销量方面，受下半年房地产市场投资者和刚需方购买者信心缺失影响，2021年南京市商品房销售面积呈现前高后低趋势，商品住宅销售面积回落明显，销售价格在第三季度下滑后，于11-12月尾部有所拉升。

表2 江苏省 2021 年部分地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算	政府性基金收入
苏州市	22,718.30	8.7%	17.82	2,510.00	2,315.57
南京市	16,355.32	7.5%	17.56	1,729.52	2,493.14
无锡市	14,003.24	8.8%	18.77	1,200.50	1,225.77
常州市	8,807.60	9.1%	16.69	688.10	1,467.75
盐城市	6,617.40	7.7%	9.86	451.01	799.89
镇江市	4,763.42	9.4%	14.84	327.59	394.69
扬州市	6,696.43	7.4%	14.69	344.07	658.99
连云港市	3,727.92	8.8%	8.11	274.81	262.74

注：人均 GDP 均根据第七次人口普查当地常住人口数计算。

资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报和财政预算决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 南京市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）	16,355.32	7.5%	14,817.95	4.6%	14,030.15	7.8%
固定资产投资	5,675.24	6.2%	-	6.6%	-	8.0%
社会消费品零售总额	7,899.41	9.7%	7,203.03	0.9%	6,135.74	5.2%
进出口总额	6,366.83	19.2%	5,340.21	10.6%	4,828.15	11.8%
人均 GDP（元）	173,561		159,082		165,681	
人均 GDP/全国人均 GDP	214.34%		219.58%		233.71%	

注：“-”数据未公告；人均 GDP=当年地区生产总值/当年末常住人口数。

资料来源：2019-2020 年南京市国民经济与社会发展统计公报、南京市 2021 年 1-12 月经济运行情况、国家统计局，中证鹏元整理

产业情况：南京作为全国综合性工业产业基地，以汽车、钢铁、石化新材料、电子信息为支柱的**产业拉动经济增长**。南京作为全国综合性工业生产基地，近年深入实施智能制造和绿色制造工程，采用先进适用技术，加强设备更新和新产品规模化应用，提高汽车、钢铁、石化新材料、电子信息四大支柱产业核心竞争力，推动“两钢两化⁴”转型升级。除传统支柱产业外，南京市对未来网络、航空航天、区块链、量子信息、安全应急、脑科学等前沿领域，布局相关产业集群，推动南京产业高质量发展。截至2021年12月，南京上市公司数量在百家以上，总市值规模超万亿，作为行业龙头企业的大型上市公司（市值超过500亿）主要集中于电气设备和金融行业，以国电南瑞、华泰证券、南京银行为代表。

发展规划及机遇：2021年2月国务院发布的《国家综合立体交通网络规划纲要》中提到，南京作为国务院批复建设的国际性综合交通枢纽城市，未来将与上海、杭州共同联动合肥、宁波等长三角枢纽集

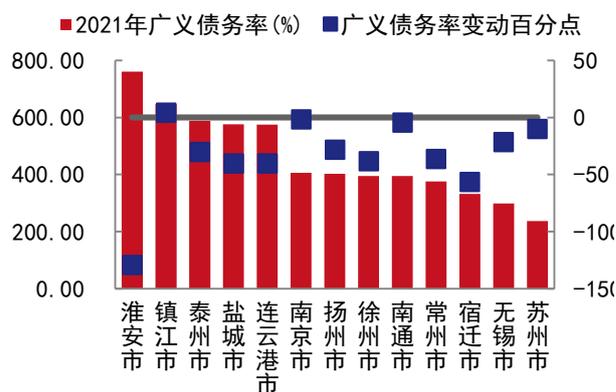
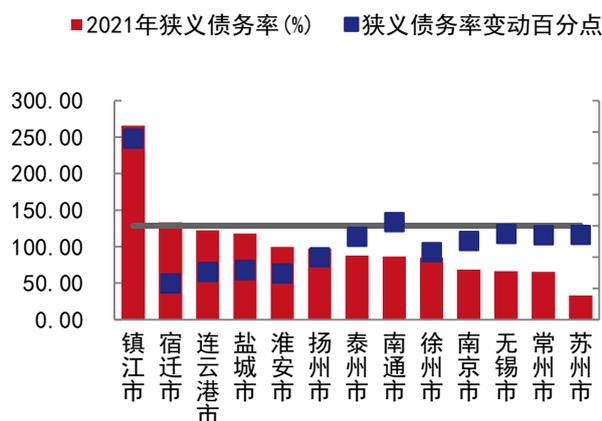
⁴两钢两化指，推进梅钢和南钢转型发展，推动不符合区域定位、环境承载要求和安全保障标准的存量过剩产能转移搬迁；推动南化公司实施新材料转型工程，金陵石化实施“近零”排放方案。

群。根据《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，未来南京都市圈将加强与合肥都市圈、杭州都市圈的协同发展，加强都市圈间重大基础设施统筹规划，加快大通道、大枢纽建设，提高城际铁路、高速公路的路网密度；加快上海、南京、杭州、合肥、宁波、苏州、无锡和义乌跨境电子商务综合试验区建设，共同构建数字化贸易平台。未来随着南京都市圈一体化建设发展以及长三角区域一体化发展，南京仍将享受到政策、资源和技术资源的倾斜。

财政及债务水平：南京市财力在江苏省各地级市中位于头部位置，财政自给水平较高，且目前整体政府债务水平不高。2021年南京市一般公共预算收入和政府性基金收入分别位列江苏省13个地级市的第二位和第一位，财政实力位于江苏省13个地级市头部。从一般公共预算收入增速看，2019-2021年南京市一般公共预算收入增速波动较大。近年南京财政自给率均在90%以上，财政自给水平较高。区域债务方面⁵，2021年南京狭义债务率整体处于全省各地级市尾部位置，且2021年狭义债务率略有压降，广义债务率基本上变动不大，债务水平处于中等位置。

图2 2021年南京狭义债务率处于压降状态

图3 2021年南京广义债务率整体处于中部位置



注：图中横线为狭义债务率变动0基准线。

资料来源：预警通、政府统计公报、WIND，中证鹏元整理

注：图中横线为广义债务率变动0基准线。

资料来源：预警通、政府统计公报、WIND，中证鹏元整理

表4 南京市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	1,729.52	1,637.70	1,580.00
税收收入占比	-	85.22%	86.95%

⁵狭义债务率=地方政府债务余额/综合财力；广义债务率=（地方政府债务余额+城投有息债务）/综合财力；城投有息债务取数规则：以2021年9月末城投有息债务近似替代2021年末数据，若城投公司未披露2021年9月末数据，则以2021年6月末数据替代，城投口径为WIND口径。

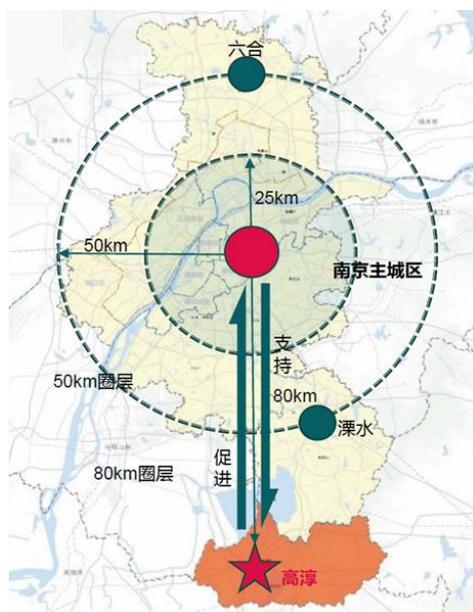
财政自给率	95.15%	93.34%	95.26%
政府性基金收入	2,493.14	2,208.40	1,704.70
地方政府债务余额	2,889.97	2,818.47	2,819.30

资料来源：南京市人民政府网、中国地方政府债券信息公开平台，中证鹏元整理

高淳区作为南京的远郊，经济总量在全市排位靠后，制造业基础相对薄弱，生态环境较好，旅游资源丰富，产业结构有待进一步优化；但人均GDP仍显著优于全国平均水平

区位特征：高淳区位于南京远郊，生态环境较好，旅游资源较为丰富。高淳区隶属南京市，2013年国务院批准撤销高淳县，设立南京市高淳区。高淳区地处苏皖交界处，位于南京市1小时都市圈内，北距南京禄口国际机场50公里，宁高新通道、宁高城际轨道直连南京主城区，溧芜高速、芜太公路横贯高淳区东西，宁高高速和高宣高速贯穿南北。高淳区生态环境较好，旅游资源较为丰富，南拥固城湖、北临石臼湖，先后获得国家生态县、国家园林县城等称号，区内游子山国家森林公园、桠溪国际慢城和高淳老街中国历史文化名街皆为4A级景区，其中桠溪生态之旅是中国首个国际慢城，目前系省级旅游度假区。高淳区总面积790.23平方公里，其中水域面积达193平方公里，下辖2镇6街道。根据高淳区2020年统计公报，截至2020年末高淳区常住人口为42.99万人，较2010年的第六次人口普查略有增长，在产业、交通、教育等因素制约下，高淳区的人口净流入受到南京主城区虹吸效应的一定程度挤压。

图 4 高淳区区位图



资料来源：《高淳区国土空间规划》，中证鹏元整理

经济发展：高淳区经济总量在南京市排位靠后，制造业基础相对薄弱，汽配、生物医药等产业尚处于培育阶段，产业结构有待进一步优化。近年高淳区GDP规模持续增长，但总体规模在南京市内各区排名靠后。从产业结构来看，高淳区的三次产业占比由2019年9.2：44.2：46.6优化为2021年的8.7：43.8：47.5，但第一产业占比仍较高。随着高淳区作为南京南部“增长极”的建设推进，其固定资产投资增速

逐年加快，对地区经济增长形成有力支撑；社会消费品零售总额也在2021年实现12%的快速增长。高淳区近年进出口增速有所波动，但均处在较高水平，外需对区内经济形成一定拉动。从人均GDP角度来看，高淳区人均GDP水平近年均显著优于全国平均水平。

高淳区的支柱产业包括机械电子、绿色食品、药业化工等产业，近年着力打造南京南部先进制造基地，基本形成了以高淳开发区（高新区）、东坝信息新材料产业园和桡溪装备制造产业园为核心的“一区两翼”发展格局，致力于培育新医药与生命健康、汽车零部件、高端装备制造和新材料四大产业集群，冠盛汽配、开沃新能源等项目相继投产，星固新能源、华玻电子等省重大项目逐步落地。但高淳区的制造业基础相对薄弱，呈现总量规模较小、产业层次较低的特点，制造业企业主体数量不足，区内企业间协作互动尚未形成。

表5 2021年南京市下辖区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名	GDP	GDP增	人均GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
江宁区	2,810.47	7.5%	14.59	265.30	290.73
鼓楼区	1,921.08	8.3%	20.43	176.59	0.00
栖霞区	1,708.88	8.0%	17.30	151.76	0.00
秦淮区	1,324.42	8.3%	17.88	110.52	0.00
雨花台区	1,015.55	7.1%	16.68	91.58	204.39
溧水区	1,000.95	8.4%	20.37	81.88	128.25
六合区	567.56	8.6%	6.00	52.39	126.09
高淳区	560.24	7.6%	13.05	43.04	61.01

注：人均GDP均根据第七次人口普查当地常住人口数计算得到

资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表6 高淳区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）	560.24	7.6%	513.13	5.0%	476.77	5.0%
固定资产投资	-	9.4%	-	5.6%	-	1.5%
社会消费品零售总额	-	12.0%	-	-	252.47	6.9%
进出口总额	-	15.1%	87.4	29.0%	77.17	21.7%
人均GDP（元）	130,539		119,360		103,623	
人均GDP/全国人均GDP	161.21%		164.76%		146.17%	

注：2021年人均GDP系使用高淳区2020年统计公报中披露的常住人口数据进行计算。

资料来源：2019-2020年高淳区国民经济和社会发展统计公报、高淳区2021年1-12月全区经济指标，中证鹏元整理

发展规划及机遇：长三角一体化、南京都市圈、宁杭生态经济带、宁宣黄成长带等区域一体化发展持续推进，有利于高淳区建立区域产业链协同发展的枢纽和南京制造业高质量发展的南支点。高淳区未来计划持续聚焦于新医药与生命健康、汽车零部件、高端装备制造和新材料四大产业链，同时推动绿色食品行业和现代服装产业的传统特色产业转型。此外随着南京高职园落户区内，高淳区计划至2030年引进各类院校10所以上，有助于为区内制造业发展解决一定的人才瓶颈问题。

财政及债务水平：高淳区近年的一般公共预算收入持续提升，但总体规模仍较小；财政自给率有所改善。2021年高淳区一般公共预算收入首次突破40亿元，但是税收收入占比下降至82.18%，财政收入质量总体尚可。2021年高淳区的财政自给率有所改善，对于转移支付及调入资金等的依赖程度有所下降，但自给程度仍不高。高淳区的政府性基金收入近年出现下降，国有土地使用权出让收入有所减少。高淳区地方政府债务余额持续扩张，截至2021年末余额达153.13亿元，其中一般债务余额51.29亿元，专项债务余额101.84亿元。

表7 高淳区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	43.04	38.01	34.50
税收收入占比	82.18%	82.95%	87.19%
财政自给率	49.27%	44.16%	44.46%
政府性基金收入	61.01	64.79	66.45
地方政府债务余额	153.13	130.24	105.19

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：高淳区政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：高淳区主要有5家投融资平台，其中南京市高淳区建设发展集团有限公司（以下简称“高淳建发”）和南京高淳国有资产经营控股集团（以下简称“高淳国控”）系由南京市高淳区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“高淳区国资办”）直接持有100%股权，各平台职能定位较为清晰，主要情况详见下表。

表8 高淳区主要投融资平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
南京高淳国有资产经营控股集团	高淳区国资办	220.65	63.60%	11.72	296.77	高淳区重要的国有资产运营平台，及经开区内的基础设施建设
南京市高淳区建设发展集团有限公司	高淳区国资办	133.05	61.78%	29.41	160.44	公司主要从事高淳区基础设施建设、安置房建设、污水处理及公交运营等业务，同时从事工程施工等业务
江苏高淳经济开发区开发集团有限公司	南京高淳国有资产经营控股集团有限公司	132.46	64.26%	7.40	214.20	高淳经开区最重要的基础设施建设主体
南京市高淳区城市投资有限公司	南京市高淳区建设发展集团有限公司	56.99	43.58%	4.37	15.23	公司主要从事高淳区内城市基础设施建设、房屋拆迁管理和污水处理等业务
南京高淳文化旅游投资有限公司	江苏高淳国际慢城文化旅游产业投资集团有限公司	46.53	64.50%	5.26	57.94	高淳区内重要的旅游基础设施建设和旅游资源开发运营主体

注：财务数据为2021年末/2021年度；表中南京高淳国有资产经营控股集团的总债务系使用短期借款+一年内到期的非流

动负债+长期借款+应付债券计算所得，未考虑其他债务调整项。
资料来源：Wind、各平台公开评级报告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司作为高淳经开区主要的城市基础设施建设主体，2021年营业收入主要来自于工程施工、安置房和土地整理业务，受结算安排的影响，2021年公司土地整理收入大幅下降，工程施工和安置房收入小幅增长，此外，公司房屋租金及物业费收入增长较快，但规模仍较小；综合影响下，2021年公司营业收入整体有所下降。

毛利率方面，因成本加成比例固定，2021年公司土地整理业务毛利率保持稳定；由于公司自行向安置户定向销售的安置房项目有所亏损，安置房业务毛利率明显下降；由于市场化工程施工项目盈利能力较强，公司工程施工业务毛利率有所提升；随着厂房租赁与物业管理业务扩张，业务成本支出也随之增长，毛利率有所下降。综合影响下，2021年公司销售毛利率水平有所下降。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工	6,508.97	19.46%	17,773.07	9.02%	16,265.00	4.71%
土地整理	4,800.00	16.67%	14,400.00	16.67%	23,281.67	16.67%
保障房业务	10,225.78	21.77%	39,439.58	9.84%	39,042.32	17.42%
房屋租金及物业费	564.77	26.18%	2,388.48	2.96%	1,733.75	25.11%
酒店运营	538.75	65.44%	1.00	100.00%	-	-
合计	22,638.28	21.17%	74,002.13	10.75%	80,322.75	14.79%

资料来源：公司2019-2021年三年连审报告及未经审计的2022年1-3月报表，中证鹏元整理

2021年公司工程施工收入持续增长，主要在建项目较多，未来业务持续性较好，但面临一定的资金压力

跟踪期内公司工程施工业务模式未发生变化，系经南京市高淳区人民政府授权，高淳经开区管委会将高淳经开区内基础设施项目委托公司进行建设。公司与高淳经开区管委会签订了《江苏高淳经济开发区基础设施项目委托建设和回购框架协议》，高淳经开区管委会委托公司代建高淳经开区内基础设施项目，项目建成后，高淳经开区管委会按公司项目建设成本加成一定比例进行回购，近年加成比例通常在5%左右。每年年末，公司对已完工项目出具项目费用结算单，经高淳经开区管委会审核后，公司根据审核后的回购款确认收入并结转成本。此外，公司子公司高淳县新区市政工程有限责任公司（以下简称“新区市政”）具有市政公用工程施工总承包三级资质、建筑工程施工总承包三级资质等专业资质，亦会接受部分园区内企业委托的市场化工程施工项目。

2021年公司实现工程施工收入1.78亿元，较上年有所增长，其中1.58亿元来自高淳经开区管委会委

托代建项目的结算，0.20亿元来自于新区市政承包的市场化工程施工项目，由于市场化项目毛利率水平较高，公司工程施工业务整体毛利率小幅增长。

截至2022年3月末，公司在建的工程施工项目较多，主要包括古檀大道南延（含二）、南师附中高淳分校、开发区园区市政道路等基础设施建设等项目，预计总投资31.70亿元，累计已投资15.94亿元，尚需投资15.76亿元。

表10 截至 2022 年 3 月末公司主要在建城市基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
古檀大道南延（含二）	7.50	4.10	3.40
开发区园区市政道路等基础设施建设	7.00	5.90	1.10
医疗器械产业园水系整治	2.80	2.50	0.30
花园大道北延二期	1.80	1.70	0.10
松园路北延	0.90	0.33	0.57
梅园路北延	0.70	0.10	0.60
南师附中高淳分校	11.00	1.31	9.69
合计	31.70	15.94	15.76

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司土地整理业务收入规模有所下降，但存货中尚未结转的土地整理成本规模较大，业务持续性仍较好

跟踪期内公司土地整理业务模式未发生变化，根据公司与高淳经开区管委会签订的《委托土地开发协议》，高淳经开区管委会委托公司对高淳经开区规划范围内的土地按照高淳经开区管委会的统一安排进行开发，项目完工后交由开发区管委会等部门验收结算。协议规定：开发区管委会委托公司进行土地开发的价款一般按照公司在开发中支付的开发费用基础上加成20%计算，在每年的年度末，由发行人出具项目费用结算单，经开发区管委会审核后，作为公司向开发区管委会收取的项目结算款。原则上，开发区管委会应于审核项目费用结算单并没有异议后，即应支付项目结算款，也可根据公司资金建设的实际需要，在年度中间分批支付。

2021年公司实现土地整理收入1.44亿元，受结算安排影响，收入规模较上年有所下降。由于成本加成比例固定，公司土地整理业务毛利率仍为16.67%。

截至2022年3月末，公司在建开发整理的土地为卫棠村、棠梨港村地块和古柏联合村（六小村）项目，预计总投资13.07亿元，累计已投资9.46亿元，尚需投资3.61亿元。截至2022年3月末，公司存货中尚未结转的土地整理成本为80.12亿元，预计业务未来收入持续性较好。此外，随着高淳经开区区域开发的深入推进，公司的土地开发整理板块存在稳定、持续的业务来源，该业务未来持续性较好。

表11 截至 2022 年 3 月末公司正在开发整理的土地情况表（单位：亿元）

地块名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
------	-------	-------	------

卫棠村、棠梨港村	7.19	4.95	2.24
古柏联合村（六小村）项目	5.88	4.51	1.37
合计	13.07	9.46	3.61

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司安置房收入小幅增长，且在建、拟建项目较多，业务持续性较好，但面临较大的资金压力

2021年公司安置房业务模式未发生变化，主要由本部及子公司高淳区东部新农村建设发展有限公司、南京市高淳区滨湖建设发展有限公司（以下简称“滨湖建设”）、南京市新城置业有限公司（以下简称“新城置业”）、南京市高淳区东部新城建设发展有限公司开展实施，负责棚户区改造和安置房项目的投资、建设和运营等。

部分项目沿用城市基础设施项目的业务模式及核算方式，即由高淳经开区管委将开发区内安置房项目委托公司进行建设。根据《项目委托建设及回购协议》，高淳经开区管委会委托公司建设的安置房项目的回购款一般按照项目建设成本并加计委托建设酬劳的20%计算；此外，公司也有部分安置房项目采用自营模式，项目建设完成后，公司自行向安置户定向销售安置房，对于安置完毕后少量尚余的房源，以及配套的商铺和车位等，公司可参考市场价自行对外销售，价格通常低于市场同区域内商品房，配套房源比例各项目间有所差异。

2021年公司实现安置房收入3.94亿元，其中0.34亿元来自于新城置业的湖滨佳园安置小区部分房产的销售，3.60亿元来自于委托代建的桃园雅居一期项目部分房产的回购。因政府限价，公司自行向安置户定向销售的安置房项目有所亏损，2021年公司安置房业务毛利率下降至9.84%。

截至2022年3月末，公司在建、拟建的安置房项目主要包括游山路区域安置房、滨湖二期安置房、桃园雅居四期、小甫头安置房等，预计总投资合计93.22亿元，已投资35.86亿元，尚需投资57.36亿元。公司在建及拟建安置房项目较多，业务持续性较好，但后续面临较大的资金压力。

表12 截至 2022 年 3 月末公司主要在建及拟建保障性住房项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
游山路区域安置房	18.73	8.00	10.73
滨湖二期安置房	14.36	13.00	1.36
开发区双湖雅居二期	14.53	10.00	4.53
古柏韩村安置房二期	6.50	4.86	1.64
桃园雅居四期	15.60	0.00	15.60
小甫头安置房	16.00	0.00	16.00
双湖雅居三期	7.50	0.00	7.50
合计	93.22	35.86	57.36

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年3月末，本次债券募投项目高淳区棚户区定向安置房工程项目已完工，其中韩村安置房项目尚未进行销售，桃园雅居安置房项目已结转部分收入。

房屋租金及物业费收入和新增的酒店运营收入规模较小，对公司营收和利润的补充较为有限

公司物业租赁业务主要由子公司苏高淳高新区科技创业服务中心有限公司以及南京市高淳区湖滨建设发展有限公司负责运营，对外出租公司自持的标准厂房并提供配套的物业管理服务以取得收益，2021年公司实现房屋租金及物业费收入0.24亿元，业务规模有所扩张，但整体规模仍较小，且成本支出亦随之增长，同期业务毛利率大幅下降，对公司利润的补充较为有限。

跟踪期内，公司新增酒店运营收入，该业务主要由2021年公司新设立的子公司南京瑞淳酒店有限公司负责运营，尚处于起步阶段，整体规模较小。

公司持续得到较大力度的外部支持

公司作为高淳经开区主要的城市基础设施建设主体，继续得到当地政府的支持。2021年高淳经开区管委会向公司及子公司滨湖建设合计注入资金17.99亿元，有效增强了公司的资本实力；此外，公司继续收到高淳经开区管委会给予的政府补贴2.51亿元，有效提升了公司的利润水平。

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亚太（集团）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2019-2021年三年连审审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2022年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司共13家，跟踪期内合并报表范围变化情况见表1。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，以存货及应收款项为主，部分资产已被抵押，整体资产流动性仍较弱

随着公司融资规模的扩大和业务的推进，2021年公司资产规模增长较快，仍以流动资产为主，2022年3月末，公司流动资产占比高达96.19%。

公司货币资金主要为银行存款，2021年末规模同比大幅增长主要系公司筹资活动带来大量银行存款所致，截至2022年3月末，4.57亿元货币资金为银行承兑汇票保证金，使用受到限制。公司应收账款主要为应收高淳经开区管委会的工程款，账龄主要在2年以内。公司预付款项主要为未结算的工程款以及预缴土地款，随着对南京环达装饰工程有限公司的预付工程款项完成结算，2021年末规模有所下降。公司其他应收款主要为应收高淳经开区管委会等政府部门和地方国有企业的往来款，2022年3月末前五大应收对象欠款金额占其他应收款账面总额的比重为83.84%，整体而言，公司应收对象主要为国有企业和

政府机构，但部分应收款项账龄较长，对营运资金形成占用，未来需关注回款时间。

公司存货主要由工程施工、土地整理成本及土地资产等构成，随着公司基建业务、土地整理进度的推进，2021年存货账面价值持续增长。截至2022年3月末，存货中工程施工账面价值为145.05亿元，主要为开发区基础设施建设和安置房开发建设成本；期末土地整理成本账面价值为80.12亿元；土地资产账面价值为34.72亿元，主要系公司通过招拍挂取得的开发区土地，2021年公司新购入3块工业用地，均已办妥产权证，此外，高淳经开区管委会回购了公司合计价值2.81亿元的3块土地，相关款项已计入其他应收款科目。截至2021年末，公司存货中的土地资产包括出让及划拨类型的城镇混合住宅用地、工业用地、商服用地等，其中账面价值为9.71亿元的土地已用于抵押。

2021年，公司投资性房地产规模基本与上年持平，主要为公司通过出让取得的城镇混合住宅用地。公司固定资产主要为房屋建筑物，2021年规模大幅增长，主要系公司购入标准厂房所致。

整体来看，2021年公司资产规模持续增长，但仍以预付款项、应收款项和存货为主，预付款项和应收款项规模较大，且部分款项账龄较长，对营运资金形成较大占用；以工程施工和土地整理成本为主的存货集中变现能力较差，且部分土地已用于抵押，公司整体资产流动性仍较弱。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	37.78	9.57%	33.55	9.05%	12.07	3.84%
应收账款	19.08	4.84%	17.24	4.65%	12.02	3.82%
预付款项	16.87	4.28%	16.87	4.55%	24.72	7.86%
其他应收款	43.37	10.99%	43.26	11.67%	39.63	12.60%
存货	259.90	65.86%	242.29	65.37%	210.36	66.87%
流动资产合计	379.60	96.19%	355.28	95.86%	301.81	95.94%
固定资产	3.56	0.90%	3.57	0.96%	1.52	0.48%
投资性房地产	4.42	1.12%	4.42	1.19%	4.39	1.39%
非流动资产合计	15.04	3.81%	15.36	4.14%	12.76	4.06%
资产总计	394.63	100.00%	370.64	100.00%	314.57	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2021年公司营业收入有所下滑，主业盈利能力仍较弱，政府补贴对利润贡献较大

2021年公司营业收入主要来自于工程施工、安置房和土地整理业务，受结算安排的影响，2021年公司营业收入规模较上年小幅下降。截至2021年末，公司在建及拟建的基建类项目和安置房项目较多，且存货尚未结转的项目开发成本规模较大，预计业务可持续性较好，未来收入较有保障。2021年公司收现比有所下降，主营业务回款能力较差。毛利率方面，2021年公司销售毛利率水平小幅下降，主要系盈利

能力较好的土地整理业务收入减少，以及收入占比较高的安置房业务毛利率下滑所致。

公司作为高淳经开区最重要的基础设施建设主体，2021年获政府补助2.51亿元，占当期利润总额的164.05%，公司自身盈利能力仍较弱，政府补贴对利润贡献较大。

表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年 1-3月	2021年	2020年
营业收入	2.26	7.40	8.03
收现比	19.65%	63.02%	87.32%
营业利润	0.87	1.84	2.04
其他收益	0.50	2.51	2.50
利润总额	0.75	1.53	1.88
销售毛利率	21.17%	10.75%	14.79%

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司资产负债率仍处于较高水平，总债务规模增长较快，面临较大偿债压力

随着公司融资规模持续扩大，公司总负债规模持续增长，受益于高淳区国资办较大规模的资本金注入、公司永续债的发行及盈余积累，公司所有者权益持续增长；综合影响下，2021年公司产权比率小幅下降，2022年第一季度由于公司融资规模增长，产权比率有所回升，所有者权益对负债的保障能力仍较弱。

图 5 公司资本结构

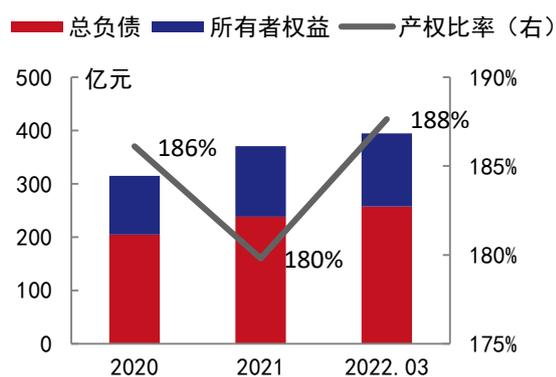
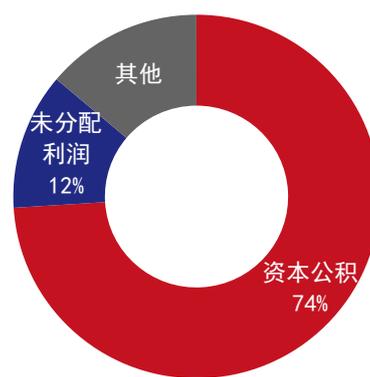


图 6 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债仍以非流动负债为主，且非流动负债比重持续上升。

公司短期借款规模较小，全部为担保借款。2021年公司应付票据规模大幅增长，主要系银行承兑汇票大幅增加。2021年公司其他应付款大幅减少，主要系应付南京市高淳区财政局的款项与公司高淳经

开区管委会的其他应收款项进行了抵消。2021年末公司一年内到期的非流动负债增长较快，主要系一年内到期的应付债券增加所致，随着到期债券的偿付，2022年3月末规模快速下降。公司其他流动负债主要为短期应付债券，随着公司债券融资增加，2021年以来持续较快增长。

公司长期借款主要为保证借款和保证兼质押借款，2021年及2022年第一季度规模持续较快增长。公司应付债券规模持续增长，主要为2021年公司新发行合计32.10亿元的定向债务融资工具和中期票据；长期应付款主要为应付南京扬子开发投资有限公司的借款和2021年新增的对华夏金融租赁有限公司的应付款项，上述款项均需付息。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.40	0.93%	3.50	1.47%	7.00	3.42%
应付票据	10.70	4.16%	7.40	3.11%	1.20	0.59%
其他应付款	15.29	5.94%	16.47	6.91%	42.79	20.91%
其他流动负债	34.53	13.41%	19.54	8.20%	6.00	2.93%
一年内到期的非流动负债	11.37	4.42%	22.75	9.55%	14.63	7.15%
流动负债合计	79.35	30.82%	73.88	31.02%	75.47	36.88%
长期借款	61.52	23.90%	53.01	22.26%	35.44	17.32%
应付债券	92.02	35.75%	89.18	37.44%	71.60	34.99%
长期应付款	12.35	4.80%	12.35	5.18%	10.72	5.24%
非流动负债合计	178.08	69.18%	164.30	68.98%	129.15	63.12%
负债合计	257.43	100.00%	238.18	100.00%	204.62	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年，公司总债务规模增速较快，总债务占总负债的比重有所增长，2022年3月末达90.73%，公司面临较大的偿债压力。从债务期限结构来看，公司债务仍以长期债务为主，但短期债务占比有所上升，公司短期偿债压力有所增加。

图7 公司债务占负债比重

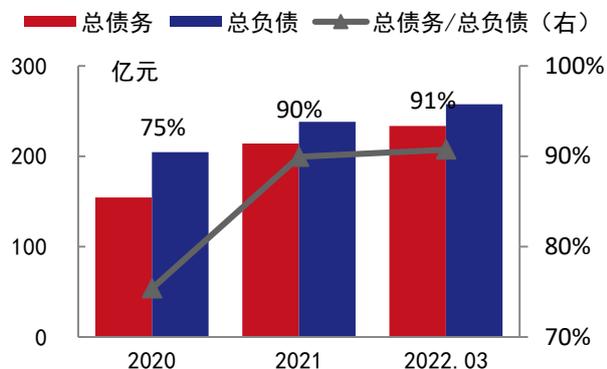
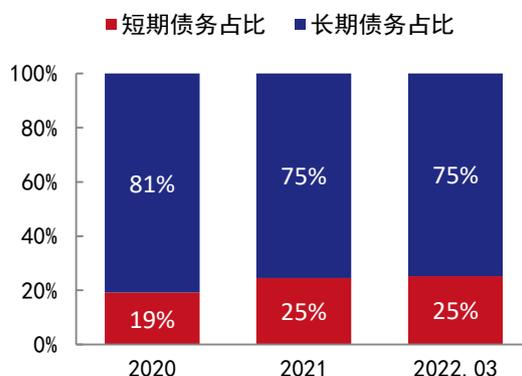


图8 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2021年公司资产负债率仍处于较高水平，现金短期债务比有所改善，2022年3月末上升至0.64，但公司现金类资产对短期债务的保障程度整体较弱。2021年，公司EBITDA利息保障倍数持续下降至较低水平，公司盈利对利息的保障能力较差。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	65.23%	64.26%	65.05%
现金短期债务比	0.64	0.64	0.42
EBITDA 利息保障倍数	--	0.23	0.35

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，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4月22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

截至2022年3月末，公司对外担保金额合计为28.43亿元，占期末所有者权益的比重为20.71%，存在一定的或有负债风险。公司对外担保对象均为地方国有企业，其中对南京高淳国有资产经营控股集团有限公司、南京高淳文化旅游投资有限公司、南京高淳老街旅游开发股份有限公司和江苏高淳国际慢城置

业投资有限公司的担保均采取了反担保措施。

表17 截至 2022 年 3 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
南京高淳国有资产经营控股集团有限公司	10,000.00	2022.12.19
南京高淳国有资产经营控股集团有限公司	10,000.00	2022.11.12
南京市高淳区建设发展集团有限公司	9,000.00	2023.2.7
南京市高淳区建设发展集团有限公司	18,000.00	2023.3.29
南京市高淳区建设发展集团有限公司	14,621.00	2028.12.25
南京市高淳区建设发展集团有限公司	29,435.00	2028.12.25
南京市高淳区建设发展集团有限公司	3,200.00	2035.6.19
南京市高淳区建设发展集团有限公司	20,000.00	2022.5.19
南京市高淳区建设发展集团有限公司	10,000.00	2023.2.27
南京市高淳区建设发展集团有限公司	5,000.00	2023.3.17
南京市高淳区建设发展集团有限公司	10,400.00	2035.6.19
南京市高淳区建设发展集团有限公司	15,000.00	2023.3.1
南京市高淳区建设发展集团有限公司	15,000.00	2022.10.19
南京市高淳区建设发展集团有限公司	10,000.00	2022.5.31
南京市高淳区建设发展集团有限公司	19,000.00	2022.7.5
南京市高淳区建设发展集团有限公司	20,000.00	2025.1.13
南京高淳文化旅游投资有限公司	46,600.00	2028.9.15
南京高淳老街旅游开发股份有限公司	15,000.00	2022.7.15
江苏高淳国际慢城置业投资有限公司	1,000.00	2026.12.25
江苏高淳国际慢城置业投资有限公司	3,000.00	2026.12.25
合计	284,256.00	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

南京市区位优势条件优越，作为全国综合性工业产业基地，经济发展水平位于江苏省第一梯队，同时高淳区位于苏皖交界处，生态旅游资源丰富，形成了机械电子、绿色食品、药业化工等支柱产业，经济发展总体情况较好。公司是高淳经开区主要的基础设施建设主体，承担高淳经开区大量基础设施、安置房和土地整理项目。公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，但截至2022年3月末，公司在建项目较多，且存货中尚未结转的土地整理、工程施工和安置房项目开发成本规模较大，业务可持续性较好。目前公司主要融资渠道较为通畅，融资方式较多。此外，作为高淳区重要的发债平台，公司在业务、资金方面持续获得当地政府较大力度的支持。整体而言，公司抗风险能力尚可。

九、债券偿还保障分析

江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升“16宁高发债01/PR宁高01”、“16宁高发债02/PR宁高01”、“17宁高发债01/PR宁开01”的安全性

“16宁高发债01/PR宁高01”、“16宁高发债02/PR宁高01”、“17宁高发债01/PR宁开01”由江苏再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

江苏再担保原名江苏省信用再担保有限公司，成立于2009年12月，初始注册资本30.00亿元，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18 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办公室	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19 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20 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21 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仍能有效提升16宁高发债01/PR宁高01、16宁高发债02/PR宁高01、17宁高发债01/PR宁开01的安全性。

瀚华担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升17宁高发债02/PR宁开02的安全性

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

瀚华担保成立于2009年8月，由瀚华金控股份有限公司（以下简称“瀚华金控”）等6名法人投资者和19位自然人投资者发起成立，初始注册资本10.00亿元。后经增资和未分配利润转增股本，截至2012

年末，瀚华担保注册资本增加至20.96亿元。2013年瀚华担保股权结构发生变更，原股东重庆惠泰投资有限公司等28名股东将其持有的公司股份全部转让给瀚华金控，同年经重庆市金融工作办公室（现重庆市地方金融监督管理局）批准，现有股东按同比例增资，注册资本及实收资本从20.96亿元增加到30.00亿元。2014年，经瀚华金控和重庆惠微投资有限公司分别注资49,950.00万元和50.00万元，瀚华担保注册资本增加至35.00亿元。截至2021年末，瀚华担保注册资本和实收资本均为35.00亿元，控股股东为瀚华金控，因瀚华金控股权相对分散，瀚华担保无实际控制人。

表22 截至 2021 末瀚华担保股权结构（单位：万元）

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

资料来源：瀚华担保提供，中证鹏元整理

瀚华担保主要从事融资担保、履约担保、财产保全担保等担保业务，同时利用自有资金开展理财和投资业务。2021年瀚华担保实现营业收入6.38亿元，近年来持续下降，从结构上来看，收入主要来自担保业务、利息收入和手续费及佣金收入，其中已赚担保费占比为73.25%。

瀚华担保的利息收入主要来自银行存款及保证金利息收入、债权投资利息收入，2021年瀚华担保实现利息收入8,881.55万元。手续费及佣金收入来源主要是瀚华担保为中小企业提供融资规划、财务规范、资金配置等咨询服务收取的费用；投资收益主要来自瀚华担保持有的非标准化金融产品带来的收益；其他业务收入主要为租金收入；其他收益来自政府补助。2021年瀚华担保处置抵债资产，产生资产处置损失453.18万元。

表23 瀚华担保收入构成情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	46,755.90	73.25%	49,893.66	70.89%	52,377.07	69.82%
担保业务收入	38,865.06	60.89%	36,521.74	51.89%	43,285.91	57.70%
减：提取未到期责任准备金	-7,890.84	-12.36%	-13,371.92	-19.00%	-9,091.17	-12.12%
利息收入	8,881.55	13.91%	9,650.25	13.71%	8,105.95	10.81%
手续费及佣金收入	4,956.23	7.76%	9,197.70	13.07%	13,052.55	17.40%
投资收益	949.10	1.49%	1,200.11	1.71%	1,600.76	2.13%
其他收益	1,342.31	2.10%	2,936.48	4.17%	1,802.99	2.40%
公允价值变动收益	657.34	1.03%	-1,241.33	-1.76%	-2,218.72	-2.96%
其他业务收入	742.00	1.16%	732.00	1.04%	748.10	1.00%
资产处置收益	-453.18	-0.71%	-1,989.82	-2.83%	-450.68	-0.60%
营业收入	63,831.26	100.00%	70,379.05	100.00%	75,018.03	100.00%

资料来源：瀚华担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

瀚华担保业务发展战略定位于“供应链金融、资本市场融资、非融资担保即履约商业保函”三大业务发展方向。近年来瀚华担保控制融资担保新增业务量，而供应链金融模式担保和电子商业投标保函等业务则持续保持高速增长态势。截至2021年末，瀚华担保在保余额为334.69亿元；其中融资担保余额为171.28亿元，呈逐年下降趋势；非融资担保余额为163.41亿元，呈逐年增长趋势。

表24 瀚华担保担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
当期担保发生额	445.52	250.26	202.46
当期解除担保额	461.52	292.23	259.40
期末在保余额	334.69	350.69	392.66
其中：融资担保余额	171.28	228.74	289.07
直接融资担保余额	119.59	152.29	198.49
间接融资担保余额	51.69	76.45	90.58
非融资担保余额	163.41	121.95	103.60
融资担保责任余额	147.41	198.69	249.23
融资担保余额放大倍数	4.29	5.63	7.19
融资担保责任余额放大倍数	3.69	4.89	6.20
当期担保代偿率	1.33%	1.61%	0.77%
累计代偿回收率	49.83%	48.65%	49.02%
拨备覆盖率	290.71%	294.19%	198.61%

资料来源：瀚华担保提供，中证鹏元整理

瀚华担保直接融资担保业务客户全部为城投企业，行业集中度高。近年瀚华担保主动调整债券担保授信政策，提升了债券担保业务准入门槛，并加强反担保措施，导致新增债券担保业务量下降，叠加存量债券担保业务逐步到期解保，直接融资担保业务规模逐年下降，截至2021年末，瀚华担保的直接融资担保余额为119.59亿元，其中前十大担保客户的担保余额合计为51.40亿元，占期末权益比例为123.63%，客户集中度较高。

瀚华担保间接融资担保业务客户群体主要为中小企业，单笔业务金额相对较小，整体客户资信实力较弱，近年瀚华担保为控制业务风险、降低对银行渠道的依赖，逐步压缩间接融资担保业务规模，截至2021年末，瀚华担保的间接融资担保余额为51.69亿元，其中建筑业、批发零售业和制造业在保余额分别为12.23亿元、8.72亿元和7.8亿元，上述行业信用风险较高，需持续关注其代偿风险。

瀚华担保非融资担保业务主要为电子投标保函和工程履约担保，履约担保围绕建筑、金融行业核心客户上下游，瀚华担保大力拓展工程履约保函担保业务，并结合建筑施工行业的运营特征，设计特定的产品，为符合一定资质要求的建筑、工程施工企业开立“投标保函、履约保函、预付款保函、采购保函”，近年瀚华担保重点拓展电子投标保函和工程履约保函，非融资担保规模快速增长，截至2021年末，瀚华担保的非融资担保余额为163.41亿元。

担保业务质量方面，2021年瀚华担保当期担保代偿额1.56亿元，当期担保代偿率为1.33%，代偿率较低，当期待偿回收额为1.10亿元，截至2021年末，瀚华担保的累计代偿回收率为49.83%，回收情况尚可，在宏观经济下行、疫情反复的影响下，需持续关注后续回收情况。

资产结构方面，截至2021年末，瀚华担保的资产总额为55.79亿元。期末货币资金为16.01亿元，其中8.16亿元因质押而受限；存出保证金规模为4.59亿元；期末应收代偿款余额为7.81亿元，已累计计提4.22亿元减值准备，期末应收代偿款净额为3.60亿元；投资资产净额为20.45亿元，包括权益工具投资2.27亿元、委托贷款及其他投资18.18亿元，其中委托贷款逾期金额为0.30亿元，瀚华担保对委托贷款已累计计提0.22亿元减值准备，需关注委托贷款面临的资金回收风险；其他资产规模为2.88亿元，包括2.05亿元抵债资产。截至2021年末，瀚华担保的I级资产为20.59亿元，占总资产扣除应收代偿款比例为39.46%，I级、II级资产之和占总资产扣除应收代偿款比例为74.58%，III级资产占总资产扣除应收代偿款比例为16.08%，三级资产占比满足监管要求。

负债及所有者权益方面，截至2021年末，瀚华担保负债总额为14.21亿元，主要包括4.80亿元担保赔偿准备金、2.89亿元未到期责任准备金和4.44亿元其他负债，其他负债主要包括2.67亿元明股实债、0.89亿元债务融资和0.68亿元其他应付款。截至2021年末，瀚华担保的所有者权益合计为41.58亿元，主要包括实收资本35.00亿元和一般风险准备3.21亿元。截至2021年末，瀚华担保的融资担保责任余额放大倍数为3.69，担保业务发展空间较大。

表25 瀚华担保主要资产负债指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
货币资金	16.01	25.43	25.47
存出保证金	4.59	4.45	5.40
应收代偿款	3.60	4.19	2.98
金融投资：	20.45	17.69	18.88
委托贷款	-	1.67	2.44
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	3.60	4.38
可供出售金融资产	-	5.27	4.42
应收款项类投资	-	7.15	7.64
交易性金融资产	2.27	-	-
债权投资	18.18	-	-
固定资产	2.40	2.49	2.58
其他资产	2.88	1.40	2.45
资产总计	55.79	60.35	61.25
存入保证金	0.42	0.64	0.92
未到期责任准备金	2.89	3.67	5.01
担保赔偿准备金	4.80	5.69	5.97
其他负债	4.44	7.56	6.64

负债合计	14.21	19.19	20.53
实收资本	35.00	35.00	35.00
一般风险准备	3.21	2.96	2.73
未分配利润	0.68	0.71	0.68
所有者权益合计	41.58	41.16	40.72

资料来源：瀚华担保2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力方面，2021年瀚华担保实现营业收入6.38亿元，同比有所下降，主要系手续费及佣金收入下降所致。2021年瀚华担保的营业费用率为39.27%，经营效率有待提升，当期净资产收益率为4.79%，同比有所下降，在宏观经济下行、疫情反复的背景下，需持续关注担保业务、委托贷款、股权投资等业务的潜在代偿风险和违约风险对利润侵蚀的潜在可能性。

表26 瀚华担保主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
营业收入	6.38	7.04	7.50
其中：担保业务收入	4.68	3.65	4.33
利息收入	0.89	0.97	0.81
投资收益	0.09	0.12	0.16
手续费及佣金收入	0.01	0.50	0.92
营业支出	4.04	4.62	4.44
其中：担保赔偿支出	0.89	1.18	0.58
提取担保赔偿准备金	-0.79	-0.28	0.21
业务及管理费	2.51	2.59	2.81
营业利润	2.34	2.42	3.06
利润总额	2.34	2.40	3.06
净利润	1.98	2.07	2.47
营业费用率	39.27%	36.73%	37.48%
净资产收益率	4.79%	5.06%	6.12%

资料来源：瀚华担保2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

综上所述，瀚华担保的业务从传统银行渠道、单一客户零售模式向多种业务渠道拓展，目前供应链金融模式已具备一定的规模，且瀚华担保的资本实力较强，代偿能力很强。同时中证鹏元也关注到，瀚华担保的直接融资担保业务客户集中度较高，间接融资担保在保余额中建筑业、批发零售业和制造业占比较高，存在潜在业务风险，且部分委托贷款逾期，存在一定的资金回收风险。经中证鹏元综合评定，瀚华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仍能有效提升17宁高发债02/PR宁开02的安全性。

十、结论

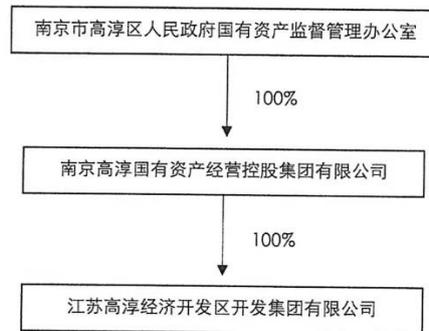
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“16宁高发债01/PR宁高01”、“16宁高发债02/PR宁高02”、“17宁高发债01/PR宁开01”债券信用等级为AAA，维持“17宁高发债02/PR宁开02”债券信用等级为AA+。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	37.78	33.55	12.07	13.33
其他应收款（合计）	43.37	43.26	39.63	41.60
存货	259.90	242.29	210.36	150.00
流动资产合计	379.60	355.28	301.81	250.31
非流动资产合计	15.04	15.36	12.76	18.70
资产总计	394.63	370.64	314.57	269.01
短期借款	2.40	3.50	7.00	10.10
一年内到期的非流动负债	11.37	22.75	14.63	7.71
其他流动负债	34.53	19.54	6.00	0.00
流动负债合计	79.35	73.88	75.47	62.30
长期借款	61.52	53.01	35.44	30.08
应付债券	92.02	89.18	71.60	63.73
长期应付款	12.35	12.35	10.72	11.43
非流动负债合计	178.08	164.30	129.15	111.32
负债合计	257.43	238.18	204.62	173.63
总债务	233.56	214.20	154.24	129.14
营业收入	2.26	7.40	8.03	7.30
所有者权益	137.20	132.46	109.95	95.38
营业利润	0.87	1.84	2.04	2.68
其他收益	0.50	2.51	2.50	3.22
利润总额	0.75	1.53	1.88	2.52
经营活动产生的现金流量净额	-12.64	-35.89	-25.41	-27.97
投资活动产生的现金流量净额	-0.03	-0.24	-0.52	1.69
筹资活动产生的现金流量净额	15.03	56.61	25.41	30.93
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	21.17%	10.75%	14.79%	11.97%
收现比	19.65%	63.02%	87.32%	60.73%
资产负债率	65.23%	64.26%	65.05%	64.54%
现金短期债务比	0.64	0.64	0.42	0.66
EBITDA（亿元）	--	2.28	2.81	3.59
EBITDA 利息保障倍数	--	0.23	0.35	0.84

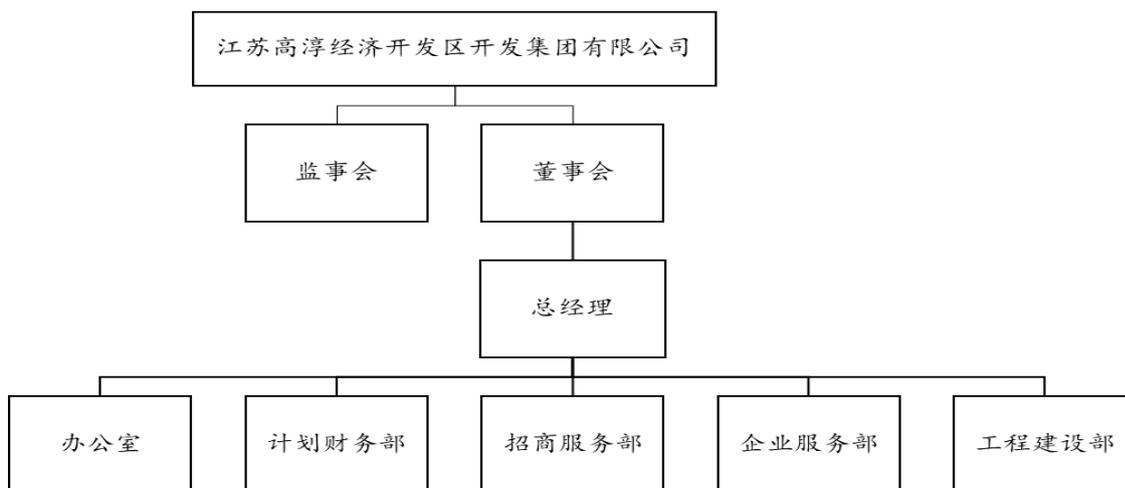
资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
高淳县创富投资有限公司	5,000.00	100.00%	创业投资、创业投资咨询、企业管理服务。
南京市高淳区东部新城建设发展有限公司	58,000.00	100.00%	市政工程、房屋建筑工程、道路工程、土石方工程、市政基础设施建设及运营管理等。
江苏高淳高新区科技创业服务中心有限公司	2,000.00	100.00%	高新技术项目开发；资产管理服务；工商代理服务；投资管理；自有房屋租赁等。
南京市高淳区滨湖建设发展有限公司	53,500.00	100.00%	城市建设项目规划、设计、运营；高新技术产业投资、开发、技术服务及咨询等。
南京市高淳区东部新农村建设发展有限公司	21,000.00	100.00%	新农村建设项目投资；房屋建筑工程、道路工程、土石方工程等。
江苏高淳高新区建设发展有限公司	45,000.00	90.22%	高新技术产业投资、开发、技术服务及咨询；高新科技企业孵化；投资管理等。
南京市新城置业有限公司	5,000.00	100.00%	房地产开发、销售；房屋租赁；建筑工程、市政工程、园林绿化工程、钢结构工程等。
南京市新城市政工程有限责任公司	7,000.00	99.89%	市政公用工程施工总承包；建筑工程施工总承包；道路施工及养护等。
南京市高淳区新区弘业物业管理有限公司	80.00	99.99%	物业管理；房屋租赁。
南京宁高高科技产业园开发有限公司	20,000.00	100.00%	市政基础设施建设、投资及管理；高新技术产业投资、开发；土地成片开发等。
南京瑞淳酒店有限公司	1,000.00	100.00%	住宿服务；烟草制品零售；食品经营（销售预包装食品）；餐饮服务等
南京高淳经开区招商管理有限公司	1,000.00	100.00%	园区管理服务；物业管理；企业管理咨询；税务服务；财务咨询；人力资源服务（不含职业中介活动、劳务派遣服务）等
南京瑞苑开发置业有限责任公司	2,000.00	100.00%	许可项目：房地产开发经营；工程造价咨询业务；建设工程监理；住宅室内装饰装修等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 江苏再担保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	37.93	62.13	52.75
发放贷款及垫款	26.45	20.96	13.24
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	45.99	0.00	0.00
债权投资	20.77	0.00	0.00
其他权益工具投资	16.87	0.00	0.00
可供出售金融资产	0.00	18.50	19.80
长期应收款	0.00	36.69	40.89
资产总计	264.83	223.40	172.17
短期借款	12.95	15.71	6.09
担保赔偿准备	18.14	15.80	14.15
未到期责任准备	7.51	6.19	5.42
长期借款	15.22	11.64	10.63
负债合计	106.24	87.05	67.65
实收资本	98.98	88.17	75.13
所有者权益合计	158.59	136.36	104.52
营业总收入	22.62	21.57	18.26
担保业务收入	14.58	11.40	10.25
利润总额	10.80	8.09	6.40
净利润	7.23	5.47	4.81
财务指标	2021年	2020年	2019年
期末担保余额	1,813.91	1,579.59	1,414.71
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%
净资产收益率	4.90%	4.54%	5.35%

注：*为母公司口径

资料来源：江苏再担保 2019-2021 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

附录六 瀚华担保主要财务数据和财务指标（合并口径）

项目	2021年	2020年	2019年
货币资金	16.01	25.43	25.47
存出保证金	4.59	4.45	5.40
应收代偿款	3.60	4.19	2.98
金融投资：	20.45	17.69	18.88
委托贷款	-	1.67	2.44
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	3.60	4.38
可供出售金融资产	-	5.27	4.42
应收款项类投资	-	7.15	7.64
交易性金融资产	2.27	-	-
债权投资	18.18	-	-
固定资产	2.40	2.49	2.58
其他资产	2.88	1.40	2.45
资产总计	55.79	60.35	61.25
未到期责任准备金	2.89	3.67	5.01
担保赔偿准备金	4.80	5.69	5.97
其他负债	4.44	7.56	6.64
负债合计	14.21	19.19	20.53
实收资本	35.00	35.00	35.00
一般风险准备	3.21	2.96	2.73
所有者权益合计	41.58	41.16	40.72
营业收入	6.38	7.04	7.50
业务及管理费	2.51	2.59	2.81
利润总额	2.34	2.40	3.06
净利润	1.98	2.07	2.47
营业费用率	39.27%	36.73%	37.48%
净资产收益率	4.79%	5.06%	6.12%
经营和财务指标	2021年	2020年	2019年
期末在保余额	334.69	350.69	392.66
融资担保余额	171.28	228.74	289.07
非融资担保余额	163.41	121.95	103.60
融资担保责任余额	147.41	198.69	249.23
融资担保余额放大倍数	4.29	5.63	7.19
融资担保责任余额放大倍数	3.69	4.89	6.20
当期担保代偿率	1.33%	1.61%	0.77%
累计代偿回收率	49.83%	48.65%	49.02%
拨备覆盖率	290.71%	294.19%	198.61%

资料来源：瀚华担保 2019-2021 年审计报告及瀚华担保提供，中证鹏元整理

附录七 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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录八 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。