

2014 年溧水经济技术开发区总公司
企业债券 2020 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2014 年溧水经济技术开发区总公司企业债券 2020 年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【631】号

债券简称：14 溧水经开
债/PR 溧经开

增信方式：保证担保

担保主体：中国投融资
担保股份有限公司

债券剩余规模：4.80 亿
元

债券到期日期：2021 年
09 月 22 日

债券偿还方式：单利按
年计息，自本期债券存
续期第 3 年起，逐年分
别偿还本金总额的 20%

分析师

姓名：
龚程晨 杨培峰

电话：
021-51035670

邮箱：
gongchch@cspengyuan.com

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

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 06 月 29 日	2019 年 06 月 27 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对南京溧水经济技术开发区集团有限公司¹（以下简称“溧水经开”或“公司”）及其 2014 年 9 月 22 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础；公司业务持续性仍然较好；继续得到较大力度的外部支持；中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”或者“担保方”）提供的保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平；同时我们关注到，公司在建及拟建项目待投资规模较大，存在较大资金压力，整体资产流动性一般，有息债务规模大幅增长，面临较大的短期偿债压力，且存在较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。南京市溧水区区位优势，2019 年工业经济发展势头强劲，实现 GDP 852.37 亿元，同比增长 8.4%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务持续性较好。公司主要从事溧水经济开发区内土地开发整理和保障房开发业务，2019 年公司实现营业收入 16.71 亿元，同比增长 14.95%。截至 2019 年末，公司在建项目预计总投资合计 174.04 亿元，已投资 137.65 亿元，公司业务持续性较好。

¹ 2019 年 4 月 9 日，公司由“南京溧水经济技术开发区总公司”更名为“南京溧水经济技术开发区有限公司”，2019 年 4 月 12 日，再次更名为“南京溧水经济技术开发区集团有限公司”。

- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2019 年公司获得南京溧水经济开发区管理委员会资本扶持资金 17.16 亿元，增加了公司的资本实力；获得地方政府补贴 4.49 亿元，补贴收入对公司整体盈利水平的贡献较大。
- **中投保提供的保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，中投保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司在建及拟建项目待投资规模较大，面临较大的资金压力。**截至 2019 年末，公司主要在建基础设施、土地整理项目及保障房项目未来尚需投资 36.39 亿元，公司面临较大的资金压力。
- **公司整体资产流动性一般。**截至 2019 年末，公司资产中存货和应收类款项合计占比 73.87%，其中存货中 76.21% 为开发成本，难以集中变现，账面价值 26.43 亿元的土地使用权已用于融资抵押，占存货中拟开发土地账面价值的 27.82%；应收款项的欠款单位主要系政府部门及下属企业，回款时间不确定，存在一定资金占用情况，公司整体资产流动性一般。
- **公司有息债务规模大幅增长，债务压力进一步上升，面临较大短期偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息负债规模为 296.64 亿元，较上年末增长 58.45%，占负债总额的比重为 90.30%，有息债务压力进一步上升，年末现金短期负债比为 0.62，面临较大的短期偿债压力。
- **公司对外担保余额较大，存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额 127.97 亿元，占 2019 年末净资产的比重为 58.83%，公司担保对象主要为当地国有企业，但对外担保余额较大，存在较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	5,460,257.41	3,496,084.06	2,937,341.18
所有者权益	2,175,221.53	1,251,967.49	1,156,979.23
有息债务	2,966,418.00	1,872,140.18	1,491,931.32
资产负债率	60.16%	64.19%	60.61%
现金短期债务比	0.62	0.65	0.87
营业收入	167,141.93	145,402.05	143,882.04

其他收益	44,948.66	0.00	0.00
营业外收入	0.59	48,133.86	39,000.00
利润总额	41,242.46	37,724.76	34,443.89
综合毛利率	6.27%	9.87%	5.76%
EBITDA	33,620.84	44,902.26	43,279.09
EBITDA 利息保障倍数	0.36	0.56	0.47
经营活动现金流净额	-229,519.84	-269,363.83	-136,297.09
收现比	0.88	0.73	0.73

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

担保方中投保主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	2,600,649.79	2,651,309.70	2,045,283.28	1,916,485.94
所有者权益	1,076,169.97	1,066,727.69	1,012,702.70	1,002,921.48
在保责任余额（亿元）	455.23	501.67	678.98	1,263.98
拨备覆盖率	496,164.61%	507,712.19%	26,859.71%	4,403.37%
融资担保业务放大倍数	2.98	3.24	4.25	6.37
当期担保代偿率	0.15%	0.28%	0.00%	0.07%

资料来源：中投保 2017-2019 年审计报告及年度报告及 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

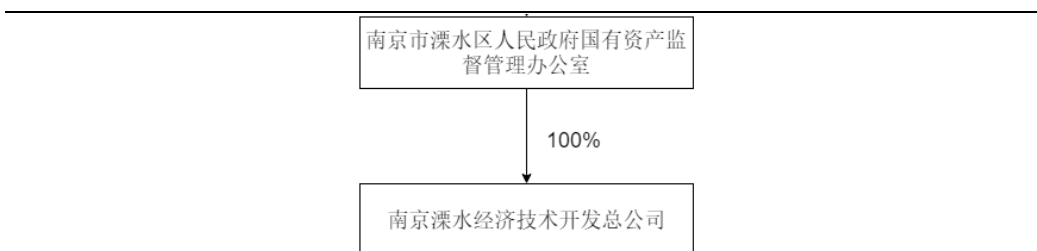
一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2014 年 9 月 22 日公开发行 12 亿元企业债券，募集资金拟用于溧水柘塘新城经济适用房项目和南京溧水经济开发区经济适用房项目。截至 2020 年 6 月 16 日，本期债券募集资金专项账户余额为 54.45 万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至 2020 年 5 月 31 日，公司注册资本和实收资本均为 150,000 万元，控股股东为南京市溧水区人民政府国有资产监督管理办公室，实际控制人为南京市溧水区人民政府，公司的产权结构如下图所示。

图 1 截至 2020 年 5 月 31 日公司股权结构



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司法定代表人变更为崔长龙。合并范围方面，2019 年公司合并报表范围新增 4 家子公司，减少 2 家子公司，具体情况详见下表。经营范围新增“公用事业运营、市政管理；资产经营、股权投资、基金管理”等业务。截至 2019 年末，公司子公司具体情况参见附录二。

表1 2019 年公司合并范围子公司变化情况（单位：万元）

1、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
南京润科房屋拆迁有限公司	100.00%	3,000.00	房屋拆迁、物业管理	无偿划拨
南京润科置业有限公司	100.00%	12,000.00	房地产开发	无偿划拨
南京润科公用事业有限公司	100.00%	15,000.00	公用事业投资、建设和运营	无偿划拨
南京溧水经济开发区喜旺污水处理厂	100.00%	50.00	工业企业污水处理	无偿划拨

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
南京溧盛城市建设有限公司	10,000.00 (万美元)	城市改造、基础设施建设	公司注销
南京溧水经济技术开发区 公司房地产开发公司	1,100.00	房地产开发	公司注销

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

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

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

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

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

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

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

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

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年南京市第二产业增速有所回升，整体经济发展势头良好，产业结构持续优化

南京市位于江苏省西南部，长江下游，是我国国家区域中心城市，国家综合交通枢纽，长江航运物流中心，长三角辐射带动中西部地区发展的重要门户城市，区位优势明显。南京下辖11区2县，面积6,587.02平方公里，截至2019年末，全市常住人口850.00万人。南京市是国家重要综合性工业生产基地，经过多年发展，南京已形成石油化工、汽车制造、钢铁为支柱，以软件和服务外包、智能电网、智能电网、风电光伏、轨道交通等新兴产业为支撑，先进制造业和现代服务协调发展的产业格局。

2019年，南京市经济运行总体较稳定，全年实现地区生产总值14,030.15亿元，按可比价格计算，较上年增长7.8%，经济发展势头良好；其中，第一产业增加值289.82亿元，同比增长0.7%；第二产业增加值5,040.86亿元，同比增长6.7%；第三产业增加值8,699.47亿元，同比增长8.6%。三次产业结构由上年的2.1:36.9:61.0调整为2.1:35.9:62.0，其中服务业增加值占地区生产总值的比重达62.0%，同比提高1.0个百分点。按常住人口计算，2019年南京市人均地区生产总值达到16.57万元，是全国人均地区生产总值的233.71%，南京市经济发展情况较好。

工业经济方面，2019年南京市实现工业增加值4,215.77亿元，较上年增长6.9%。其中，高技术制造业、装备制造业增加值分别增长18.5%、9.3%，占规模以上工业比重为20.7%和45.3%，比上年同期分别提高3.3个、4.7个百分点。分行业来看，新型电子、绿色智能汽车、高端智能设备、生物医药与节能环保新材料等四大先进制造业合计实现增加值2,179.90亿元，增长9.9%，占规模以上工业比重70.5%，比上年同期提高2.7个百分点。

固定资产投资方面，2019年南京市全社会固定资产投资较上年增长8.0%，增速同比下滑1.4个百分点，第一产业、第二产业、第三产业投资分别增长38.3%、5.7%、8.8%，第二产业投资增速回落明显。房地产市场方面，全市房地产投资2,501.26亿元，同比增长6.2%，房地产市场投资增速较上年略有下降，其中住宅投资1,735.85亿元，增长10.2%。2019年，南京市共成交土地面积1,513.81万平方米，同比增长17.08%，主要系住宅用地成交面积大幅上升所致。成交楼面价为5,401.45元/平方米，总价为1,677.78亿元，成交总价同比上升75.18%，土地市场情况向好。

消费方面，2019年南京市实现社会消费品零售总额6,135.74亿元，比上年增长5.2%，消费对经济增长的拉动作用有所下降。2019年，南京市存款余额继续上升，为35,536.08亿元，但增速较上年下滑9.3个百分点。贷款余额为33,585.88亿元，较上年增长15.6%，地方融资活动较活跃。

表 2 2018-2019 年南京市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	14,030.15	7.8%	12,820.40	8.0%
第一产业增加值	289.82	0.7%	273.42	0.6%
第二产业增加值	5,040.86	6.7%	4,721.61	6.5%
第三产业增加值	8,699.47	8.6%	7,825.37	9.1%
工业增加值	4,215.77	6.9%	4,055.14	7.3%
固定资产投资	-	8.0%	-	9.4%
社会消费品零售总额	6,135.74	5.2%	5,832.46	8.4%
存款余额	35,536.08	2.9%	34,524.86	12.2%
贷款余额	33,585.88	15.6%	29,065.66	15.5%
人均 GDP（万元）	16.57		15.29	
人均 GDP/全国人均 GDP	233.71%		236.50%	

注：“-”中数据未公开披露。

资料来源：南京市 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报

2019年南京市实现一般公共预算收入1,580.03亿元，同比增长7.5%。其中，税收收入1,373.83亿元，比上年增长10.6%，占一般公共预算收入的比重为86.9%。实现政府性基金收入1,704.70亿元，同比增长5.58%；同期南京市公共财政支出为1,658.60亿元，同比增长8.2%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为95.26%。

2019 年溧水区经济总量保持较快增长，固定资产投资仍是推动地方经济增长的重要支撑

溧水位于南京中南部，距南京主城 45 公里，是百里秦淮河的发源地，南京南部制造业高质量发展高地，区域面积 1067 平方千米，下辖 3 个镇、5 个街道。溧水区区位优势，是华东地区鲜有的集空港、铁路、轻轨、公路、水路于一体的立体枢纽城市。已经形成电子信息、汽车及零部件、食品医药、装备制造、新材料五大传统主导产业。

2019 年溧水区经济保持持续增长，全年实现地区生产总值 852.37 亿元，按可比价格计算，较上年增长 8.4%，高于南京市平均水平。2019 年溧水区人均地区生产总值为 17.78 万元，较上年增长 7.9%，与全国人均地区生产总值的比值为 250.78%，经济发展水平较高。

工业经济方面，2019 年全区规模以上工业实现产值较上年增长 12.0%，全年新增规模以上工业企业 42 家，高技术制造业投资占工业投资比重达 49.0%。主导产业发展迅猛，全年实现产值 494.01 亿元，同比增长 15.5%，成功获批国家临空经济示范区。三大主导产业中，新能源汽车产值增速 9.5%；临空产业增速 12.6%；人工智能产业增速 13.2%，溧水区工业经济发展势头强劲。2019 年溧水区完成固定资产投资较上年增长 9.1%，其中高新技术投资和工业固定资产投资增速较快，较上年分别增长 12.2%和 11.0%，系推动地方经

经济增长的重要支撑。2019年，溧水区共成交土地面积 263.05 万平方米，同比下降 8.05%，主要系商服用地和工业用地出让面积下降所致。楼面价为 1,921.69 元/平方米，同比上升 99.60%，成交总价大幅增长至 96.82 亿元。2019 年溧水区实现社会消费品零售总额 326.55 亿元，同比增长 5.0%，消费对经济增长的拉动作用有所下降。

表 3 2018-2019 年溧水区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	852.37	8.4%	780.0	8.0%
规模以上工业产值	-	12.0%	-	15.0%
固定资产投资	-	9.1%	-	9.6%
社会消费品零售总额	326.55	5.0%	235.0	10.0%
人均 GDP（万元）	17.78		16.48	
人均 GDP/全国人均 GDP	250.78%		254.94%	

注：2019 年人均 GDP 系由地区生产总值和年末溧水区常住人口计算得来；“-”中数据未公开披露
 资料来源：关于溧水区 2018 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2019 年国民经济和社会发展规划草案报告、溧水区 2019 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2020 年国民经济和社会发展规划草案报告

2019 年溧水区实现公共财政收入 70.51 亿元，同比增长 11.8%，其中税收收入 59.22 亿元，占公共财政收入比重为 84.00%；实现政府性基金收入 91.08 亿元，同比增长 34.37%；同期溧水区公共财政支出为 117.14 亿元，同比增长 22.9%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 60.18%。

四、经营与竞争

公司主要负责溧水经济开发区（以下简称“溧水经开区”）内土地综合开发、基础设施和保障房项目建设、园区管理、厂房租赁等业务。2019 年工程收入规模较大，为 13.93 亿元，成为公司营业收入第一大来源；安置房销售收入 2.12 亿元，同比下降 78.92%，主要受项目结算进度的影响；公司土地出让、园区管理、厂房出租和污水处理业务收入规模不大，为公司营业收入形成有益补充。整体来看，2019 年公司实现营业收入 16.71 亿元，同比增长 14.95%。毛利率方面，公司工程业务和保障房销售业务毛利率稍有下降，导致公司综合毛利率下降至 6.27%，较上年减少 3.60 个百分点。

表 4 2018-2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程收入	139,348.13	4.50%	29,838.92	4.63%
安置房销售收入	21,178.10	9.09%	100,457.46	10.89%
土地出让收入	0.00	-	6,158.46	-10.16%

园区管理收入	4,732.01	23.08%	6,278.28	20.15%
厂房出租收入	1,567.48	57.59%	2,647.86	51.47%
物业服务收入	245.91	100.00%	21.08	100.00%
污水处理	70.31	46.51%	0.00	-
合计	167,141.94	6.27%	145,405.05	9.87%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年公司工程收入较上年大幅上升，在建基础设施项目和土地开发业务已投资规模较大，未来业务收入具有一定保障，但土地开发收入确认时间具有不确定性

公司的工程业务包括基础设施代建业务和土地开发业务，根据《溧水县人民政府关于委托溧水经济技术开发区总公司建设并购买资产事项的通知》（溧政发[2008]122 号文件），公司受托负责南京溧水经济开发区内的基础设施投融资建设和土地综合开发工作，主要涉及道路、景观绿化、污水管网建设和土地平整等。基础设施代建业务具体运作模式方面，公司代建项目前期建设资金由公司自行筹措，待项目竣工验收后，由溧水区人民政府按照约定的成本加成比例（一般为 5%）负责回购，并按照当年支付 60% 项目款、第二年支付 30% 项目款、第三年支付 10% 项目款的模式支付回购资金。土地开发业务具体业务模式是，公司对拥有南京溧水经济开发区内拥有的土地使用权承担拆迁和开发整理任务，土地整理达到“三通一平”或“七通一平”的标准后通过市场化“招拍挂”程序进行出让，摘地公司摘牌后缴纳土地出让金，按国家相关规定扣除部分规费后公司获得全部土地出让金收入。2016 年以后公司新开工土地整理业务均采用与基础设施建设业务相类似的经营模式，即与政府签订相关委托协议，公司负责自筹资金进行土地拆迁、整理业务，待土地整理项目竣工验收、审计后，由区政府在公司所有支出成本基础上加成一定比例支付给公司，加成比例一般为公司总成本的 5%。

2019 年公司实现工程收入 13.93 亿元，同比增长规模较大，主要系 2019 年公司与政府结算的工程项目较多所致。截至 2019 年末末，公司主要在建基础设施项目包括拓塘新城整体城镇化建设、开发区 25 号路西延工程、开发区秦淮大道改建工程、开发区前进社区综合服务中心项目和开发区角山路项目，计划总投资 41.89 亿元，未来尚需投资 8.51 亿元。

受区政府规划的影响，2019 年公司未确认土地出让业务。截至 2019 年末，公司已完工的土地开发整理项目较多，包括晶桥镇经十五路以东及纬十四路以北地块、经济开发区福田路以西地块、经济开发区机场路以北地块、经济开发区半岛路以东等，合计面积 128.98 万平方米，公司已投资 45.23 亿元；公司主要在整理土地开发项目包括宝塔北路以东，机场路以北、宁溧公路以西、省道 S123 以南地块、30 个村庄拆迁和柘塘宁溧公路以西等地

块，预计总投资 38.01 亿元，已投资 28.67 亿元。目前公司已完工及在整理土地项目均为 2016 年以前开工项目，需在土地挂牌出让以后才会确认收入。整体来看，公司已完工和在整理土地项目已投资规模较大，但土地出让情况受开发区政府统一规划，未来收入实现时间具有不确定性。

2019 年公司保障房销售收入大幅下降，但公司在建保障房项目已投资金额较大，可为公司未来保障房销售收入提供一定保障

公司保障房项目主要分为两类，一类与基础设施建设和土地整理业务的运作模式相同，采用委托代建模式，由溧水区政府按约定的成本加成比例（一般为 5%）负责回购；另一类则通过定向销售实现项目收益，即公司按照政府指导价格将保障房出售给符合申购条件的特定人群，但保障房销售价格一般低于市场价格，项目利润主要来源于商业配套设施的销售。

2019 年公司实现保障房销售收入 2.12 亿元，系委托代建的秦淮花苑、紫枫雅苑、空港新苑、锦绣澜湾交付实现的保障房销售收入。截至 2019 年末，公司在建的保障房项目主要包括秦淮人家、怡景佳园、福田雅居、湖滨新寓、卧龙西岸等，公司主要在建保障房项目计划总投资 132.15 亿元，已投资 104.27 亿元，公司在建保障房项目已投资金额较大，未来可为公司保障房销售收入提供一定保障。

园区管理业务和厂房租赁业务收入规模不大，为公司营业收入形成有益补充

根据公司与溧水经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）以及南京市溧水区财政局签订的《服务协议》，经开区管委会委托公司为溧水经开区内的工业企业提供保安、保洁、餐饮等服务，公司按当年度实际发生的相关服务支出加计 30% 收取服务费，并据此确认园区管理收入；服务费用报经开区管委会核准后，由南京市溧水区财政局负责支付。2019 年，公司实现园区管理收入 4,732.01 万元，同比下降 24.63%，主要系 2019 年公司进行改制，园区管理业务处于转型期，后续收入将有所提高。此外，公司以自有标准厂房对外出租，可获得一定的租赁收入。2019 年公司实现厂房出租收入 1,567.48 万元，同比下降 40.80%，主要系部分厂房转为自用所致。同时，公司新增污水处理业务，由新纳入合并报表范围的子公司南京溧水经济开发区喜旺污水处理厂负责，2019 年实现收入 70.31 万元。整体来看，园区管理业务、厂房租赁业务等收入规模不大，为公司营业收入形成有益补充。

2019 年当地政府继续在资产注入、政府补贴方面继续给予公司较大的支持

作为溧水经开区重要的土地开发、基础设施和保障房的投融资及建设主体，公司得到了当地政府在资产注入、政府补贴等方面的大力支持。2019 年公司获得南京溧水经济开

发区管理委员会资本扶持资金 17.16 亿元，增加资本公积，一定程度增强了公司资本实力；政府补贴方面，2019 年公司获得政府补贴 4.49 亿元，补贴收入对公司整体盈利水平的贡献较大。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司纳入合并报表范围的子公司新增4家，减少2家，具体情况见表1。

资产结构与质量

2019年公司资产规模增长迅速，但存货和应收类款项合计占比较高，存货中已用于抵押的土地资产占比较高，应收类款项回款时间存在不确定性，公司整体资产流动性一般

2019年公司资产总额为546.03亿元，较上年末增长56.18%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2019年末占比为95.79%，较上年末下降1.43个百分点。

2019年公司货币资金余额为46.76亿元，较上年末增长42.73%，主要为14.13亿元银行存款和32.64亿元的其他货币资金，其他货币资金全部为受限资产，包括17.35亿元银行承兑汇票保证金、15.23亿元存款质押以及0.05亿元其他保证金。2019年末公司应收账款账面价值为13.59亿元，同比下降13.61%，回款情况有所好转，应收对象主要为政府部门及政府相关单位，账款回收较有保障。公司预付款项主要为预付的工程款，2019年末账面价值56.28亿元，同比下降20.06%，但整体规模仍较大，对公司资金占用严重。公司其他应收款主要为与政府部门以及其他国有企业的往来款，2019年末规模为30.94亿元，较上年下降12.78%，主要应收对象大多为政府机构及地方国有企业，该款项未来回收风险不大，但回收时间不确定，存在一定资金占用情况。

公司存货主要包括拟开发土地和开发成本，2019年末，公司存货规模为358.81亿元，主要包括开发成本273.45亿元和拟开发土地85.36亿元，较上年末增长94.24%，系土地增值、公司工程代建和土地整理持续投入所致。截至2019年末，存货中23.76亿元的土地使用权已用于融资抵押，占存货中拟开发土地账面价值的27.82%。2019年末公司其他流动资产规模大幅增长至16.65亿元，主要为新纳入合并报表范围内的子公司南京润科置业有限公司

预付的税费。

整体上看，2019年公司资产规模增长迅速，但存货和应收类款项合计占比较高，存货中已用于抵押的土地资产占比较高，应收类款项回款时间存在不确定性，存在一定的资金占用情况，公司整体资产流动性一般。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	467,613.52	8.56%	327,617.92	9.37%
应收账款	135,861.99	2.49%	157,270.49	4.50%
预付款项	562,772.84	10.31%	703,991.25	20.14%
其他应收款	309,423.63	5.67%	354,744.03	10.15%
存货	3,588,061.09	65.71%	1,847,249.73	52.84%
其他流动资产	166,451.55	3.05%	8,041.79	0.23%
流动资产合计	5,230,184.60	95.79%	3,398,915.20	97.22%
资产总计	5,460,257.41	100.00%	3,496,084.06	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司营业收入继续增长，但综合毛利率有所下降，利润总额仍主要来源于政府补助

2019年公司实现营业收入16.71亿元，较上年增长14.95%，主要收入来源从安置房销售变为工程收入。毛利率方面，由于工程业务和安置房业务的毛利率较上年均有所降低，故综合毛利率下降至6.27%。

2019年公司利润总额为4.12亿元，较上年增长9.32%，其中政府补助4.49亿元，占利润总额的比例为108.99%，公司盈利对政府补助的依赖程度较高。

表 6 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	167,141.93	145,402.05
其他收益	44,948.66	0.00
营业利润	41,572.11	-10,365.44
营业外收入	0.59	48,133.86
利润总额	41,242.46	37,724.76
综合毛利率	6.27%	9.87%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019 年公司经营活动现金流持续净流出，项目建设资金主要依靠外部融资，公司在建项目后续资金需求较大，公司仍面临较大的资金压力

2019 年，公司收现比为 0.88，比上年略有提升，但公司经营活动回款情况仍一般。公司经营活动现金流主要为经营性业务形成的现金收支及往来款的流入流出。受代建项目回购款分期支付，保障房项目实现销售收入较少等因素影响，项目回款有限，2019 年公司经营活动产生的现金净流出为 22.95 亿元，仍保持较大规模净流出状态。

2019 年公司投资活动产生的现金净流出为 27.71 亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 22.65 亿，主要为土地开发支出；投资支付的现金 5.23 亿元，主要为当期新增对南京溧水高新技术产业投资有限公司、重庆长安新能源汽车有限公司、开沃新能源汽车集团股份有限公司等多家企业的股权投资所致。公司经营活动现金流难以满足项目建设的资金需求，相关资金缺口主要依赖于外部融资解决。2019 年公司主要通过银行借款和发行债券进行筹资，2019 年公司取得借款和发行债券流入的资金规模较大，分别为 52.30 和 52.45 亿元，偿还债务及利息后，2019 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 39.33 亿元，较上年上升 36.37%。

总体来看，2019 年公司经营活动现金净流出规模较大，整体现金平衡对筹资活动有较大的依赖性。同时，公司目前在建项目较多，截至 2019 年末尚需投资规模达 36.39 亿元，面临较大资金支出压力。

表 7 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.88	0.73
销售商品、提供劳务收到的现金	146,281.91	105,569.21
收到的其他与经营活动有关的现金	368,404.17	709,625.17
经营活动现金流入小计	514,686.08	815,194.38
购买商品、接受劳务支付的现金	353,083.09	563,714.46
支付的其他与经营活动有关的现金	340,067.06	510,683.11
经营活动现金流出小计	744,205.92	1,084,558.21
经营活动产生的现金流量净额	-229,519.84	-269,363.83
投资活动产生的现金流量净额	-277,083.16	-439.98
筹资活动产生的现金流量净额	393,306.93	288,414.04
现金及现金等价物净增加额	-115,356.24	17,046.35

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

受外部融资规模显著扩大影响，公司整体负债水平继续上升，有息债务增长较快，面

临较大的短期偿债压力

得益于公司盈余积累和政府注资增加资本公积，2019年末公司所有者权益合计增至217.52亿元，较上年末增长73.74%。同时，由于外部融资规模显著扩大，2019年末公司负债总额增至328.50亿元，同比增长46.38%。综合上述因素影响，2019年末公司产权比率下降至151.02%，减少了28.23个百分点，公司所有者权益对负债的保障程度有所上升，但整体保障水平仍较弱。

表 8 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	3,285,035.88	2,244,116.57
所有者权益	2,175,221.53	1,251,967.49
产权比率	151.02%	179.25%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构看，公司负债仍以非流动负债为主，为满足在建项目的长期资金需求，公司长期借款和应付债券较上年末继续增长，2019年末非流动负债占公司负债总额的比重为67.28%。

2019年末公司短期借款余额3.40亿元，规模较小，全部为保证借款。2019年末公司应付票据余额为39.55亿元，包括10.00亿元的商业承兑汇票和29.55亿元的银行承兑汇票，应付票据规模上升较快，主要系付款方式变更，公司更多采用票据付款所致。公司其他应付款主要系与其他单位间的资金往来款，2019年末规模为30.79亿元，较上年末下降12.03%。公司一年内到期的非流动负债主要由长期借款和应付债券转入，2019年末余额为30.67亿元，较上年末增长9.86%。其他流动负债系短期应付债券，2019年末账面余额为2.00亿元，同比下降80.35%。

随着各在建项目的持续推进，为满足项目建设的长期资金需求，公司通过银行借款、发行债券等多种方式进行外部融资，2019年末公司长期借款余额为117.27亿元，主要系抵押借款和担保借款，较上年同比增长41.77%。2019年公司发行债务规模较大，期末应付债券余额为103.75亿元，同比增长92.85%，主要系新增银行间交易商协会注册发行的各类债务融资工具58.50亿元，美元债券13.95亿元以及地方置换债券10.40亿元。

表 9 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	33,960.00	1.03%	15,950.00	0.71%
应付票据	395,500.00	12.04%	110,000.00	4.90%
其他应付款	307,876.90	9.37%	349,967.28	15.59%

一年内到期的非流动负债	306,694.00	9.34%	279,165.00	12.44%
其他流动负债	20,000.00	0.61%	101,792.18	4.54%
流动负债合计	1,074,771.88	32.72%	878,883.57	39.16%
长期借款	1,172,740.00	35.70%	827,233.00	36.86%
应付债券	1,037,524.00	31.58%	538,000.00	23.97%
非流动负债合计	2,210,264.00	67.28%	1,365,233.00	60.84%
负债合计	3,285,035.88	100.00%	2,244,116.57	100.00%
有息负债	2,966,418.00	90.30%	1,872,140.18	83.42%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

随着外部融资规模持续扩大，2019年末公司有息负债大幅增至296.64亿元，较上年末增长58.45%，有息负债占负债总额的比重为90.30%；其中短期有息负债规模为75.62亿元，占有息债务总额的比重为25.49%。总体上看，公司有息债务规模较大且上升较快，面临较大的债务偿还压力。

从偿债指标看，2019年公司资产负债率为60.16%，较上年末下降4.03个百分点，整体负债水平有所下降，但仍处于较高水平。现金短期债务比小幅下降为0.62，但考虑到货币资金中使用受限规模较大，面临较大的短期偿债压力。受有息债务规模增长较快的影响，EBITDA利息保障倍数下降至0.36，有息债务较EBITDA倍数上升至88.23倍，经营负债较重。

表 10 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	60.16%	64.19%
现金短期债务比	0.62	0.65
EBITDA利息保障倍数	0.36	0.56
有息债务/EBITDA	88.23	41.69

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

中投保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平

中投保成立于1993年，经国务院批准，由财政部、原国家经贸委发起设立。中投保为国家开发投资集团有限公司成员企业，是以信用担保为主营业务的全国性专业担保机构。中投保于1998年加入世界三大担保和信用报险联盟之一的“泛美担保协会”，是我国两岸三地唯一的会员。截至2019年末，中投保实收资本为45亿元，国家开发投资集团有限公司持股比例为47.2%，前五大股东如表11所示。

表 11 截至 2020 年 3 月末中投保前五大股东情况（单位：万股）

股东名称	股数	持股比例
国家开发投资集团有限公司	212,383.35	47.20%
中信资本担保投资有限公司	50,130.00	11.14%
建银国际金鼎投资（天津）有限公司	49,730.65	11.05%
鼎辉嘉德（中国）有限公司	44,999.95	10.00%
Tetrad Ventures Pte Ltd	34,269.20	7.62%
合计	391,513.15	87.00%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

中投保为国内主要专业担保机构之一，近年积极推进业务创新，已初步形成以担保增信业务为主，资产管理和金融科技协同发展的“三足鼎立”业务格局。近年来中投保根据发展战略和市场变化继续推进担保业务结构的调整，受结构调整以及ABS和金融科技领域新业务品种处于培育期的影响，担保业务规模同比有所下降。截至2020年3月末，中投保资产总额为260.06亿元，所有者权益为107.62亿元；2019年，中投保实现营业总收入22.97亿元，其中投资收益和已赚保费分别为17.5亿元和3.5亿元。

表 12 中投保主要财务指标

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产（万元）	2,600,649.79	2,651,309.70	2,045,283.28	1,916,485.94
所有者权益合计（万元）	1,076,169.97	1,066,727.69	1,012,702.70	1,002,921.48
营业收入（万元）	36,422.04	229,655.97	287,364.44	168,895.57
利润总额（万元）	15,479.32	97,042.07	209,533.00	88,151.62
当年担保发生额（亿元）	123,207.60	876,962.91	146.19	168.30
期末担保余额（亿元）	455.23	501.67	678.98	1,263.98
其中：融资担保责任余额*（亿元）	310.35	336.29	419.11	619.29
拨备覆盖率	496,164.61%	507,712.19%	26,859.71%	4,403.37%
融资担保业务放大倍数	2.98	3.24	4.25	6.37
当期担保代偿率	0.15%	0.28%	0.00%	0.07%

注：融资担保责任余额根据 2018 年4月银保监会下发的《融资担保公司监督管理条例》配套制度《融资担保责任余额计量办法》（银保监发【2018】1号）的相关规定计算。为保证指标的可比性，对上年同期/本期期初可比指标依据《融资担保责任余额计量办法》进行了重新计算和调整，融资担保业务放大倍数也相应调整。

资料来源：中投保2017-2019年审计报告及年度报告及2020年第一季度报告，中证鹏元整理

受业务结构调整影响，中投保担保业务收入规模有所下滑，投资收益规模占收入较高。中投保投资资产规模保持增长，带来了较好的投资收益，考虑到受疫情影响，我国宏观经济增速明显下滑，且国内信用风险事件频发，中投保所面临的投资风险、流动性压力有所加大。

表 13 中投保营业收入构成（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	17,839.79	7.77%	31,270.41	-
减：分出保费	0.00	0.00%	576.52	-
减：提取未到期责任准备金	-17,830.34	7.76%	-26,178.03	-
已赚保费	35,013.93	15.25%	56,871.92	19.79%
投资收益	175,012.36	76.21%	222,275.77	77.35%
合计	229,655.97	100.00%	287,364.44	100.00%

资料来源：中投保 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中投保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效地提升了本期债券的信用水平。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，不存在已结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至 2019 年末，公司对外担保余额为 127.97 亿元，占 2019 年末净资产的比重为 58.83%。除金龙客车制造为民营企业外，其他的均为国企。公司对外担保余额较大，存在较大的或有负债风险。

表 14 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
南京金龙客车制造有限公司	30,000.00	2020.07.19
	20,000.00	2020.08.15
	15,000.00	2020.07.20
	10,000.00	2020.07.11
	5,000.00	2020.09.26
南京溧水城市建设集团有限公司	80,000.00	2023.03.04
	6,000.00	2021.01.27

	20,000.00	2020.12.21
	5,000.00	2020.07.23
	25,000.00	2029.06.19
	5,000.00	2021.07.23
	10,000.00	2022.07.23
	10,000.00	2021.07.15
南京溧水高新技术投资产业有限公司	12,000.00	2020.02.02
	10,000.00	2020.07.19
	10,000.00	2020.05.22
南京溧水科技发展有限公司	20,000.00	2024.01.08
	70,000.00	2032.01.13
	10,000.00	2023.01.05
	61,000.00	2041.11.28
	15,000.00	2022.05.23
	4,900.00	2022.09.24
	1,200.00 (万美元)	2020.05.08
	2,000.00 (万美元)	2020.12.25
南京溧水粮食购销有限公司	3,000.00	2021.02.02
南京溧水清源水务集团有限公司	148,000.00	2025.12.29
	25,000.00	2025.10.27
南京溧水商贸旅游集团有限公司	250,000.00	2026.08.21
	170,000.00	2036.06.27
	30,000.00	2020.01.23
	9,000.00	2020.01.25
南京莘庄科技创新产业园管理有限公司	43,500.00	2026.03.21
南京市溧水区观山经济开发有限公司	5,000.00	2024.01.17
	5,000.00	2024.01.17
南京源创投资发展股份有限公司	80,000.00	2027.01.06
	30,000.00	2020.05.09
	5,000.00	2021.02.13
合计	1,279,723.84	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2019 年溧水区经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础；公司在建项目较多，未来业务持续性较好；2019 年公司继续获得较大力度的外部支持；此外，中投保提供的保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平。

同时，中证鹏元也关注到公司在建及拟建项目待投资规模较大，公司面临较大的的资金压力；公司存货和应收类款项合计占总资产比重较高，且存货中占比较大的开发成本难以集中变现，应收类款项回款时间不确定，整体资产流动性一般；公司有息负债规模大，短期有息负债占比较高，短期偿债压力较大；对外担保规模较大存在较大的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为 AAA，维持公司主体长期信用等级 AA，，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	467,613.52	327,617.92	289,571.57
预付款项	562,772.84	703,991.25	480,842.91
存货	3,588,061.09	1,847,249.73	1,737,002.36
流动资产合计	5,230,184.60	3,398,915.20	2,839,349.77
非流动资产合计	230,072.81	97,168.85	97,991.42
资产总计	5,460,257.41	3,496,084.06	2,937,341.18
总资产	5,460,257.41	3,496,084.06	2,937,341.18
短期借款	33,960.00	15,950.00	47,500.00
应付票据	395,500.00	110,000.00	0.00
一年内到期的非流动负债	306,694.00	279,165.00	220,150.00
流动负债合计	1,074,771.88	878,883.57	621,619.95
长期借款	1,172,740.00	827,233.00	791,400.00
应付债券	1,037,524.00	538,000.00	367,342.00
非流动负债合计	2,210,264.00	1,365,233.00	1,158,742.00
总负债	3,285,035.88	2,244,116.57	1,780,361.95
有息债务	2,966,418.00	1,872,140.18	1,491,931.32
所有者权益	2,175,221.53	1,251,967.49	1,156,979.23
营业收入	167,141.93	145,402.05	143,882.04
其他收益	44,948.66	0.00	0.00
营业利润	41,572.11	-10,365.44	-4,556.11
营业外收入	0.59	48,133.86	39,000.00
利润总额	41,242.46	37,724.76	34,443.89
经营活动产生的现金流量净额	-229,519.84	-269,363.83	-136,297.09
投资活动产生的现金流量净额	-277,083.16	-439.98	-32,690.71
筹资活动产生的现金流量净额	393,306.93	288,414.04	115,764.61
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	6.27%	9.87%	5.76%
收现比	0.88	0.73	0.73
产权比率	151.02%	179.25%	153.88%
资产负债率	60.16%	64.19%	60.61%
现金短期债务比	0.62	0.65	0.87
EBITDA（万元）	33,620.84	44,902.26	43,279.09
EBITDA 利息保障倍数	0.36	0.56	0.47
有息债务/EBITDA	88.23	41.69	34.47

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本(万元)	持股比例	经营范围
南京团盛建设发展有限公司	20,000.00	75.00%	城市建设、基础设施建设
香港漂源有限公司	港币 1.00	100.00%	-
漂源国际有限公司	-	100.00%	-
南京漂源城市建设发展有限公司	美元 10,000.00	100.00%	城市建设、基础设施建设；旧城、棚户区改造
南京润科物业管理有限公司 ²	30,000.00	100.00%	项目投资、投资管理
南京利和物业管理有限公司	50.00	100.00%	物业管理
南京润科房屋拆迁有限公司	3,000.00	100.00%	房屋拆迁、物业管理
南京润科置业有限公司	12,000.00	100.00%	房地产开发
南京润科公用事业有限公司	15,000.00	100.00%	公用事业投资、建设和运营
南京溧水经济开发区喜旺污水处理厂	50.00	100.00%	工业企业污水处理

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

² 2019 年 4 月南京润科物业管理有限公司更名为南京润科产业投资有限公司

附录三 主要财务指标计算公式

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

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。