



2014年金湖县国有资产经营投资有限责 任公司公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2014年金湖县国有资产经营投资有限责任公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-06-24	2020-06-22

债券概况

债券简称: 14 金湖债/PR 金湖资

债券剩余规模: 1.40 亿元

债券到期日期: 2021-08-25

偿还方式: 按年计息, 在第 3 至第 7 个计息年度末分别偿还本金的 20%

增信方式: 保证担保

担保主体: 重庆进出口融资担保有限公司

联系方式

项目负责人: 张旻熳
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员: 秦风明
qinfm@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对金湖县国有资产经营投资有限责任公司（以下简称“金湖国资”或“公司”）及其 2014 年 8 月 25 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，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，公司业务有一定持续性，继续得到一定力度的外部支持，且重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	275.90	253.23	237.65
所有者权益	123.53	122.45	121.51
总债务	84.14	65.51	60.04
资产负债率	55.23%	51.64%	48.87%
现金短期债务比	0.63	0.62	1.61
营业收入	14.05	11.33	11.07
营业外收入	0.51	0.41	0.44
利润总额	1.38	1.53	1.59
销售毛利率	22.08%	30.83%	28.40%
EBITDA	4.15	4.29	4.10
EBITDA 利息保障倍数	0.88	1.86	1.26
经营活动现金流净额	2.79	-0.01	-6.34
收现比	0.89	0.82	0.92

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**金湖县已形成机械制造、仪表线缆和新型建材三大主导产业，2020年全县实现 GDP337.03 亿元，同比增长 3.2%，区域经济持续增长，为公司发展提供了良好基础。
- **公司经营状况较为稳定，业务具有一定的可持续性。**近些年安置房收入和农业基础设施工程收入为公司营业收入的主要来源，截至 2020 年末，公司主要的安置房剩余可售面积较多，未来可为公司带来一定的收入。
- **公司获得一定的外部支持。**2020 年公司获得政府财政补贴 5,000 万元，财政补贴对公司盈利形成一定的补充。
- **重庆进出口提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，重庆进出口主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2020 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、变现能力欠佳，公司整体资产流动性较弱。
- **公司主要在建、拟建项目尚需投资额较大，面临一定的资金压力。**截至 2020 年末，公司主要在建、拟建项目尚需投资 21.12 亿元，公司面临一定的资金压力。
- **公司有息债务持续增长，债务偿付压力较大。**2020 年底公司总债务规模继续增长，公司整体债务偿付压力较大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2020 年末，公司合计对外提供的担保余额为 85.11 亿元，占 2020 年月底净资产比重的 68.90%，其中公司对民营企业担保为 990.00 万元。公司对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

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

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

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

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年8月25日发行7年期7亿元公司债券，募集资金拟用于金湖县现代科技农业工程项目，截至2021年3月21日，本期债券募集资金专项账户余额为635.68万元。

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2021年5月31日，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。跟踪期内公司法人、董事长、总经理由王文勤变更为涂金龙，应燕、邹修忠接替戴红、戴祥国成为新任监事。

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。2020年公司合并范围新增1家子公司：江苏普金生态环境有限公司，为公司的三级子公司，详见表1。截至2020年末公司合并范围共有18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
江苏普金生态环境有限公司	51%	0.1	环保、给排水施工等	新设

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

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

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

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

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

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

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办

发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

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

行业及区域经济环境

金湖县经济持续稳定发展，但2020年固定资产投资增速下滑较为明显

金湖县系淮安市县级市。金湖县幅员面积1,393.86平方公里，下辖黎城、戴楼、金北3个街道，金南、塔集、银涂、前锋、吕良5个镇，共有118个村委会、30个居委会。2020年末全县常住人口33.24万人，人均GDP突破十万元，较去年同期略有上升，城镇化率为55.34%。

金湖县目前已形成机械制造、仪表线缆和新型建材三大主导产业和医药化工、粮食加工、轻纺服装三大传统产业，拥有金石集团、理士科技、苏仪集团和神舟车业等一批骨干企业，其中国家级高新技术企业40家。目前金湖县重点打造高端装备制造、新能源新材料两大“百亿级”产业集群，两大产业开票销售力争突破百亿元大关。

受益于各产业发展，2020年金湖县地区总产值保持增长态势，增速较去年同期下降3.5个百分点，同时金湖县规模以上工业总产值保持较快增长，2020年增速保持在9%以上，其中2020年高端装备制造、新材料产业开票销售同比分别增长15%、12%，新增规上工业企业44家，位列全市第一。2020年由于新冠疫情等因素，金湖县固定资产投资增速下滑明显，增速较去年同期下降17.7个百分点；同期社会消费品销售总额增速亦呈下滑趋势，进出口总额增速2020年年较去年增速较明显，波动性较大。

表2 金湖县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	337.03	3.2%	325.12	6.7%
第一产业增加值	47.03	1.6%	44.38	5.0%
第二产业增加值	133.65	3.4%	135.39	7.9%
第三产业增加值	156.35	3.4%	145.35	6.1%
规模以上工业总产值	296.19	9.3%	-	15.3%
固定资产投资	-	-11.00%	-	6.7%
社会消费品零售总额	120.40	1.6%	113.31	8.5%
进出口总额（亿美元）	4.80	1.70%	4.72	-13.2%

人均 GDP (元)	101,392.90	97,809.87
人均 GDP/全国人均 GDP	139.95%	137.97%

注：2020 年人均 GDP 按金湖县 2019 年末常住人口 33.24 万人计算。

资料来源：2019 年 12 月全县主要经济指标、2020 年 12 月全县主要经济指标，中证鹏元整理

2020 年金湖县完成一般公共预算收入 23.54 亿元，同比增长 4.7%，其中税收收入占一般公共预算收入的 81.70%，税收质量好；2020 年实现政府性基金收入 21.67 亿元，同比增长 2.4%；同期一般公共预算支出 49.48 亿元，同比增加 3.5%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 47.57%。

五、经营与竞争

公司主要从事金湖县基础设施建设、土地开发整理和棚户区改造业务。2020 年公司实现营业收入合计 14.05 亿元，较上年略有增长，其中农业基础设施工程、安置房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。2020 年新增土地回收收入、金融服务收入和招标代理服务业务。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下降，导致公司 2020 年综合毛利率小幅下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
农业基础设施工程收入	3.25	18.70%	4.93	22.75%
安置房收入	5.56	15.90%	3.45	23.81%
市政工程收入	0.21	12.70%	0.16	13.88%
园林绿化收入	0.17	11.79%	0.10	-44.56%
门票收入	0.03	-429.15%	0.07	-93.08%
担保收入	0.07	100.00%	0.06	100.00%
保障房收入	0.29	3.28%	0.06	16.48%
利息收入	0.02	100.00%	0.04	100.00%
拆迁服务费	0.03	55.95%	0.02	17.97%
咨询收入	0.00	-	0.01	98.15%
金融服务费	0.04	100.00%	0.00	-
招标代理费	0.02	98.82%	0.00	-
主营业务收入小计	9.67	16.40%	8.90	22.23%
租赁收入	1.88	48.24%	2.10	56.45%
资金拆借利息收入	0.00	-	0.32	100.00%
其他	0.00	100.00%	0.01	100.00%
土地回收收入	2.50	24.37%	0.00	-
其他业务收入小计	4.38	34.61%	2.43	62.36%
合计	14.05	22.08%	11.33	30.83%

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，2020年暂无新增代建业务，存量项目建设存在一定的资金压力

公司农业基础设施工程业务包括农田水利建设、农产品流通重点设施建设、商品粮棉生产基地建设等。按照项目代建合同书，在建项目完工后由政府回购，回购价为公司投入成本加成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。

2020年金湖县财政局对金湖县现代科技农业工程项目（该项目为“14金湖债”募投项目）投入成本进行确认，公司确认农业基础设施工程收入3.25亿元，结算金额较大，该业务毛利率为18.70%。金湖县现代科技农业项目项目预算总投资11.67亿元，截至2020年末已完工，尚有约1.5亿元开发成本未被回购，未来仍可确认一定的收入。

截至2020年底，公司主要在建、拟建基础工程项目具体明细下表所示，项目预算总投资18.60亿元，已投资5.22亿元，尚需投资13.38亿元，公司存在一定的资金压力；由于公司目前暂无在建的代建项目，未来农业基础设施工程收入可能存在波动。

表4 截至2020年12月31日公司在建、拟建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	项目类型
在建			
金湖县城南低碳生态新城文化艺术中心	8.00	5.11	自营
金湖县物流园	8.00	0.11	自营
拟建			
徐梁商业中心	0.90	0.00	自营
金湖县金信金融中心	1.70	0.00	自营
合计	18.60	5.22	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司安置房业务可持续性较好，在建、拟建安置房项目尚需投入资金，面临一定资金压力

近年来公司安置房收入全部来自金湖县2015-2017年棚户区改造安置房建设项目（以下简称“金湖棚改安置项目”），该项目为“16金湖债”募投项目。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。2020年公司金湖棚改安置项目销售面积8.43万平方米，实现销售收入5.56亿元，毛利率为15.90%，截至2020年末该项目仍剩余一定可售面积，预计未来公司仍可实现一定的安置房收入。

表5 截至2020年底安置房业务项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目名称	总投资	已投资	总可售面积	2020年销售面积
金湖县2015-2017棚户区改造安置房建设项目	15.78	15.77	52.46	8.43

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（2018-2020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2020年底，公司主要在建安置房项目计划总投资合计16.19亿元，已投资9.35亿元，尚需投资7.84亿元，面临一定资金压力。

表6 截至2020年底在建、拟建安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称		预计总投资	累计总投资
在建	徐梁花园	5.00	1.46
	黎东花园	6.96	3.09
	九里花园	3.93	3.80
拟建	金平小区	0.30	0.00
合计	-	16.19	8.35

注：黎东花园项目为“21金湖债01”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，2020年公司实现租赁收入1.88亿元，毛利率为48.24%，租赁收入的下降主要系吴运铎实验学校的租金减少，毛利率下降主要系租赁业务中毛利率较高的滩涂租赁比例上升。

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，租金费用为每年1,500.00元/亩，每年6月30日前一次结清。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，租金为每年0.43亿元。

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2020年末公司应收账款2.20亿元，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。

公司存在一定可供开发整理土地，业务有一定可持续性，2020年仍未实现农业产业收入，收入规模具有较大的波动性

农业产业收入方面，根据金湖县人民政府金政发[2003]087号文，公司负责金湖县农业综合开发，具体包括道路、水利工程、园区、公用设施的建设、土地前期整理及动拆迁服务、农业开发配套服务、农业流通服务和高效农业等。对于公司上述业务产生的成本，由县财政每年末进行认定，并加成一定比例的利润率支付款项给公司，公司确认为农业产业收入。金湖县生态农业观光项目已于2018年完工并移

交，截至2018年末已确认完收入。2019、2020年公司未实现相关农业产业收入。

根据中共金湖县委和金湖县人民政府在2019年2月1日出具的《金湖县加快改善农民群众住房条件推进城乡融合发展的实施办法》文件，金湖县范围内有搬迁意愿且自愿拆除农村房屋、永久房企原宅基地使用权的农户均可申请自愿搬迁，原宅基地由村（居）集体统一复垦。目前公司已开展相关的农村建设用地复垦项目，截至2020年末已投资10.44亿元，预计未来将通过销售土地流转指标收回投资。公司预计在未来8-10年内逐步收回投资，农业产业业务有一定持续性。但目前尚未开始销售土地流转指标，未确认该类农业产业收入，该类农业产业收入受耕地指标市场需求影响具有不确定性。

2020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

2020年金湖县政府在2020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【2020】143号），给予金湖国资5,000.00万的财政补贴，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2019年及2020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

2020年末公司资产规模增至275.90亿元，公司流动资产占比78.77%，近年资产结构较为稳定。

流动资产方面，2020年末公司货币资金中有2.21亿元为受限资金。公司其他应收款主要为企业往来款，2020年末前五位欠款单位分别为金湖县润民新农村建设有限公司、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、金湖金发建设工程有限公司和金湖荷韵生态乡村建设有限公司，合计欠款比重为51.96%。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。2020年末公司存货较去年同期增加5.17亿元，主要系开发成本的增加，2020年末公司开发成本为55.61亿元。同时公司存货中已有74.06亿元的土地使用权用于抵押，大部分为商用土地，占存货中土地资产的79.13%。

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11.61亿元已用于抵押，占投资性房地产的79.14%。在建工程规模较去年同期增长3.73亿元，2020年末为13.19亿

元，主要系当年在建项目金湖县城南低碳生态新城文化艺术中心、黎东花园等增加投资所致。截至2020年末公司无形资产27.31亿元，包括政府划拨的1宗内陆滩涂用地及25宗土地资产，均已办理相关权证，公司无形资产中已有17.19亿元土地资产用于抵押。

截至2020年末，公司受限资产合计102.86亿元，占总资产的比重达37.28%，受限资产规模大。总体来看，2020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，但受限资产占比比较高，整体资产流动性较弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.67	6.04%	13.94	5.51%
其他应收款	44.55	16.15%	38.28	15.12%
存货	149.30	54.11%	144.13	56.91%
流动资产合计	217.33	78.77%	203.07	80.19%
投资性房地产	14.67	5.32%	14.16	5.59%
在建工程	13.19	4.78%	9.46	3.74%
无形资产	27.31	9.90%	23.73	9.37%
非流动资产合计	58.57	21.23%	50.16	19.81%
资产总计	275.90	100.00%	253.23	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司盈利较为稳定，业务有一定可持续性，政府补助仍对盈利形成一定补充

2020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下降，导致公司2020年综合毛利率小幅下降。截至2020年末，公司农村建设用地复垦项目已投资10.44亿元，未来有望通过销售土地流转指标确认收入，但尚未开始实施有一定不确定性；安置房剩余可售面积26.76万平方米，在建、拟建安置房项目规模较大，公司业务具有一定的可持续性。

2020年公司确认的政府补助为5,000.00万元，占利润总额的比例为36.23%，对盈利形成重要补充。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020年	2019年
营业收入	14.05	11.33
收现比	0.89	0.82
营业利润	0.88	1.12
营业外收入	0.51	0.41
利润总额	1.38	1.53

销售毛利率	22.08%	30.83%
-------	--------	--------

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

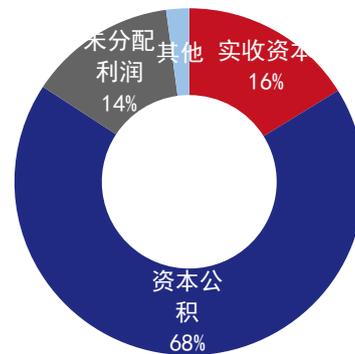
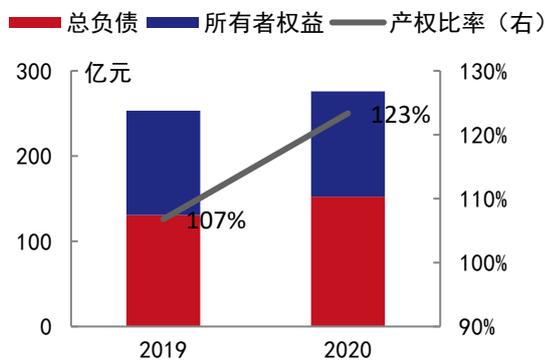
资本结构与偿债能力

公司有息债务规模持续增长，存在较大的偿付压力

2020年末公司负债总额继续增长；公司所有者权益较去年同期相比略有上涨，公司产权比率较去年同期上涨16.55个百分点，所有者权益对负债的保障程度趋弱。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年 12 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从债务结构看，公司债务以流动负债为主。近年公司短期借款规模持续增长。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；2020年底余额前五包括应付金湖县住房和城乡建设局、江苏金建建设集团有限公司、金湖金宝水利建设有限公司、江苏省城乡建设投资有限公司、江苏白马湖风景区管理服务服务有限公司，合计占期末余额的53.21%，上述应付对象均为国企。

2020年底公司长期借款较去年同期增长17.80亿元，新增借款包括银行借款、信托借款、租赁借款等。2020年末应付债券包括“14金湖债”、“16金湖债”“20金湖01”。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。长期应付款（含一年内到期）较去年同期略有下降。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

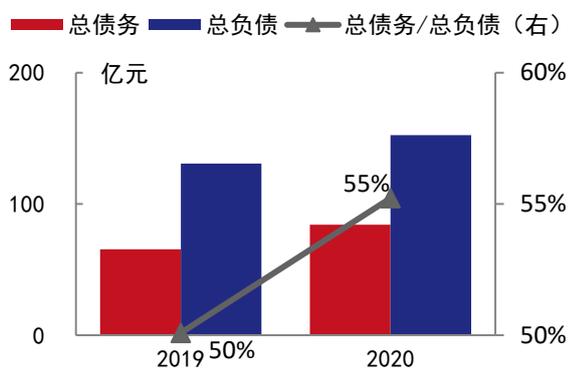
项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.38	2.87%	2.86	2.19%
其他应付款	59.90	39.31%	57.59	44.04%
一年内到期的非流动负债	22.16	14.54%	19.57	14.96%
流动负债合计	92.66	60.81%	85.67	65.50%
长期借款	47.10	30.91%	29.30	22.41%

应付债券	7.44	4.88%	6.64	5.08%
长期应付款	5.11	3.36%	9.13	6.98%
非流动负债合计	59.72	39.19%	45.11	34.50%
负债合计	152.37	100.00%	130.78	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

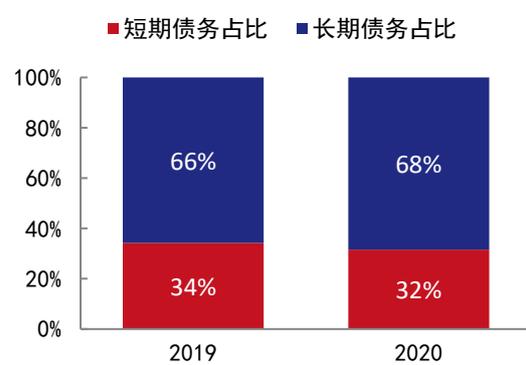
公司近年总债务持续增长，截至2020年末公司总债务合计84.14亿元，其中短期债务26.54亿元，占总债务比重的31.54%，整体来看，公司有息债务规模较大，公司偿债压力较大。

图 3 2020 年 12 月末公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年底公司资产负债率继续提高，负债经营程度继续增大。公司2020年现金短期债务比0.62，现金对短期有息债务的保障程度较弱。2020年公司末EBITDA利息保障倍数下降至0.88，EBITDA对有息债务的保障能力处于较弱水平，公司存在较大的债务偿付压力。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	55.23%	51.64%
现金短期债务比	0.63	0.62
EBITDA 利息保障倍数	0.88	1.86

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月27日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

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2020年末，公司合计对外提供的担保余额为85.11亿元，占2020年底净资产比重的68.90%，其中圣固（江苏）机械有限公司系民营企业，担保余额为999.00万元。具体明细如附录五所示。公司对外担保有反担保措施，但对外担保余额较大，公司存在较大的或有负债风险。

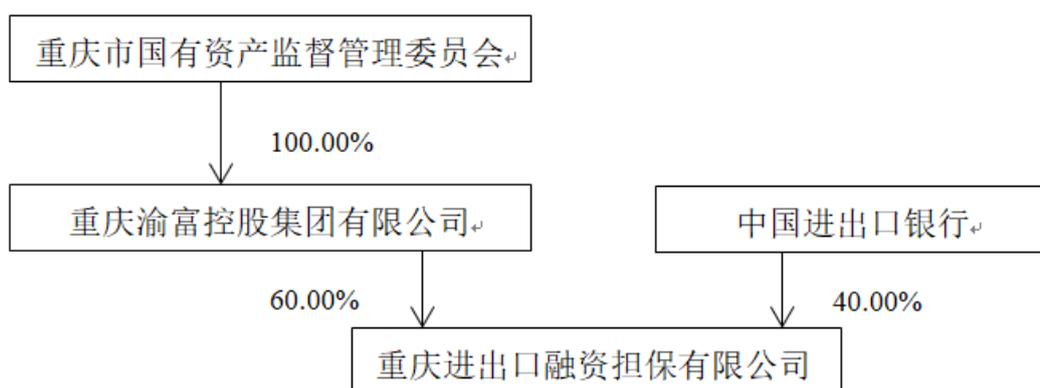
八、本期债券偿还保障分析

重庆进出口提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

重庆进出口出具了担保函，承诺为本期债券提供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、实现债权的全部费用及其他应支付的费用，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

重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口”）由重庆渝富资产经营管理集团有限公司和中国进出口银行于2009年共同组建，初始注册资本10亿元；2018年9月4日，重庆进出口第一大股东由重庆渝富资产经营管理集团有限公司变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）；历经多次增资，截至2020年末，重庆进出口注册资本和实收资本均为30.00亿元，重庆进出口股东为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60%和40%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，股权结构如下图所示。

图5 截至2020年末重庆进出口股权结构图



资料来源：重庆进出口提供，中证鹏元整理

重庆进出口主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、履约保函等），以及委托贷款、财务顾问等业务。2018-2020年重庆进出口分别实现营业收入4.54亿元、5.61亿元和6.94亿元，营业收入规模整体保持增长。从收入结构来看，重庆进出口营业收入主要来源于

担保费收入。

表11 重庆进出口营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	5.16	74.25%	3.47	61.85%	2.72	59.90%
利息收入	1.12	16.10%	1.22	21.69%	0.86	18.96%
投资收益	0.59	8.52%	0.84	15.01%	0.85	18.73%
其他收入	0.08	1.13%	0.08	1.45%	0.11	2.41%
合计	6.94	100.00%	5.61	100.00%	4.54	100.00%

资料来源：重庆进出口提供，中证鹏元整理

截至2020年末，重庆进出口资产总额为63.60亿元，所有者权益合计为38.37亿元；2020年度，重庆进出口实现营业总收入6.94亿元，利润总额2.40亿元。

表12 重庆进出口主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	63.60	61.72	56.52
所有者权益合计	38.37	36.72	35.43
营业收入	6.94	5.61	4.54
担保费收入	5.16	3.47	2.72
利润总额	2.40	2.06	1.75
净资产收益率	5.40%	4.83%	4.39%
融资担保责任余额	-	300.93	282.20
准备金覆盖率	-	5.77%	5.41%
融资担保放大倍数	-	8.19	7.96
当期担保代偿率	-	1.63%	2.14%

资料来源：重庆进出口 2018-2020 年审计报告，重庆进出口提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，重庆进出口主体长期信用等级为AA+，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的安全性。

九、结论

综上，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为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：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	16.67	13.94	18.50
其他应收款	44.55	38.28	33.52
存货	149.30	144.13	131.50
流动资产合计	217.33	203.07	190.84
非流动资产合计	58.57	50.16	46.82
资产总计	275.90	253.23	237.65
短期借款	4.38	2.86	2.45
其他应付款	59.90	57.59	50.16
一年内到期的非流动负债	22.16	19.57	7.53
流动负债合计	92.66	85.67	65.98
长期借款	47.10	29.30	25.87
应付债券	7.44	6.64	10.54
长期应付款	5.11	9.13	13.76
非流动负债合计	59.72	45.11	50.16
负债合计	152.37	130.78	116.14
总债务	84.14	65.51	60.04
所有者权益	123.53	122.45	121.51
营业收入	14.05	11.33	11.07
营业利润	0.88	1.12	1.15
其他收益	0.00	0.00	0.00
利润总额	1.38	1.53	1.59
经营活动产生的现金流量净额	2.79	-0.01	-6.34
投资活动产生的现金流量净额	-16.22	-16.25	-4.44
筹资活动产生的现金流量净额	16.00	11.45	9.15
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	22.08%	30.83%	28.40%
收现比	0.89	0.82	0.92
资产负债率	55.23%	51.64%	48.87%
现金短期债务比	0.63	0.62	1.61
EBITDA（亿元）	4.15	4.29	4.10
EBITDA 利息保障倍数	0.88	1.86	1.26

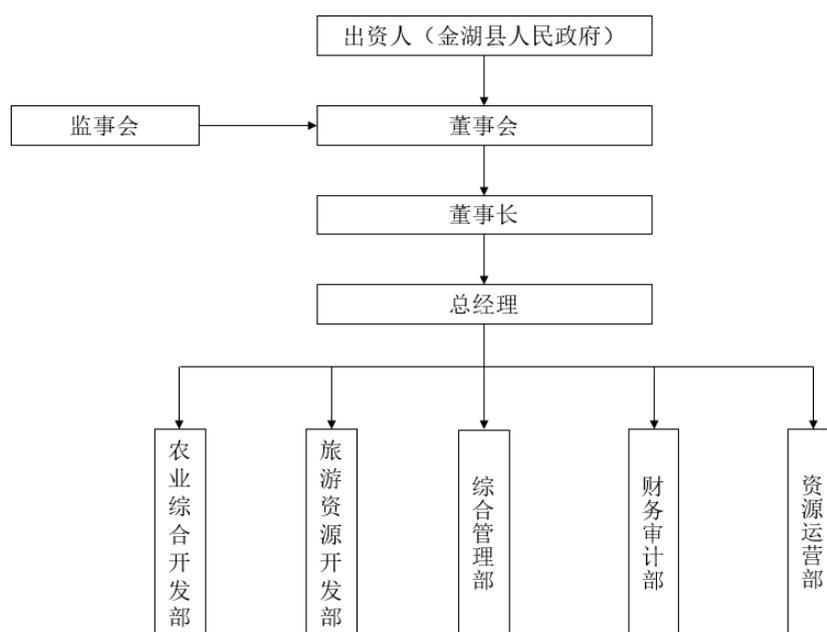
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月）



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 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020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
金湖尧乡文化旅游发展有限公司	10.00	100.00	文化旅游项目策划与开发
江苏金湖绿莲生态旅游发展有限公司	0.10	100.00	生态旅游项目开发，旅游景点开发等
金湖荷瑞生态旅游发展有限公司	0.40	100.00	生态旅游项目开发
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，投资咨询服务等
金湖县金信融资担保有限公司	2.00	100.00	融资性担保业务
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、闸建设等
金湖县园林绿化工程有限公司	0.20	100.00	城市园林绿化工程设计及施工等
金湖易采咨询服务有限公司	0.01	100.00	投资咨询服务
金湖县荷都房屋征收服务有限公司	0.03	100.00	房屋征收服务和拆迁服务
金湖尧乡滩涂开发投资有限公司	0.50	100.00	农副产品销售和生态农业基建开发
金湖碧水源生态科技有限公司	0.50	100.00	生态技术研发和污水处理
淮安市金晟科技小额贷款有限公司	1.00	60.00	小额贷款
金湖智宇网络科技有限公司	0.50	100.00	网络技术开发和咨询服务
金湖尧乡文化旅游管理有限公司	1.00	100.00	租赁和商务服务业
江苏普金生态环境有限公司	0.10	51.00	环保、给排水施工等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 截至 2020 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	5.92
淮安市金湖新城投资有限公司	3.23
淮安市金鑫投资有限公司	1.29
江苏白马湖风景区管理服务有限公司	4.00
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	1.00
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	1.20
江苏尧乡靓苑文化产业有限公司	0.20
金湖广润农业发展有限公司	0.20
金湖国胜园林绿化工程有限公司	0.10
金湖金宝水利建设有限公司	14.63
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	2.40
金湖经发建设有限公司	8.00
金湖利农水利建设有限公司	0.20
金湖旅游发展有限公司	0.20
金湖瑞康农业发展有限公司	0.10
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
金湖水利建设工程公司	1.03
金湖吴运铎实验学校	0.15
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	1.47
金湖县金海供水服务有限公司	0.50
金湖县绿源建材有限公司	0.07
金湖县人民医院	1.86
金湖县瑞禾农业发展有限公司	5.62
金湖县润民新农村建设有限公司	12.72
金湖县水务投资有限公司	12.80
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	1.25
金湖芈园投资有限公司	0.20
金湖尧乡滩涂开发投资有限公司	2.80
金湖盈客文化旅游发展有限公司	0.10
圣固（江苏）机械有限公司	0.10
尧乡靓苑产业园	0.05
合计	85.11

资料来源：公司提供，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。