

南京高淳国有资产经营控股集团有限公司

2020 年度第一期短期融资券跟踪评级报告

项目负责人：朱 洁 jzhu@ccxi.com.cn

项目组成员：邓晓洁 xjdeng@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 4 月 16 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 0207号

南京高淳国有资产经营控股集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“20 高淳国资 CP001”的信用等级为 **A-1**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年四月十六日

评级观点：中诚信国际维持南京高淳国有资产经营控股集团有限公司（以下简称“高淳国资”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“20 高淳国资 CP001”的债项信用等级为 **A-1**。中诚信国际肯定了高淳区较强的区域经济、公司区域地位突出等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司较大规模的存货和其他应收款造成的资金占用、部分往来款及投资款面临回收风险、债务增长加大偿付压力以及担保余额较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

高淳国资（合并口径）	2017	2018	2019	2020.9
总资产（亿元）	314.82	336.60	387.13	429.98
所有者权益合计（亿元）	162.97	162.68	173.83	183.54
总负债（亿元）	151.84	173.92	213.30	246.44
总债务（亿元）	118.27	147.52	183.72	233.20
营业总收入（亿元）	22.97	23.83	9.77	7.73
经营性业务利润（亿元）	-0.47	2.84	1.64	1.23
净利润（亿元）	2.65	2.17	1.49	0.83
EBITDA（亿元）	5.23	8.68	4.08	--
经营活动净现金流（亿元）	-62.33	-3.11	-46.80	-34.20
收现比(X)	1.21	0.94	1.21	0.97
营业毛利率(%)	6.40	7.26	11.15	12.20
应收类款项/总资产(%)	26.44	27.76	25.36	23.92
资产负债率(%)	48.23	51.67	55.10	57.31
总资本化比率(%)	42.05	47.56	51.38	55.96
总债务/EBITDA(X)	22.63	16.99	45.02	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.01	1.04	0.64	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年三季度未经审计财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

南京高淳国有资产经营控股集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	1.58	7
	收现比(X)*	1.13	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.68	6
	受限资产占总资产的比重(X)	0.06	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	173.83	8
	总资本化比率(X)	0.51	7
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	6	6
打分结果			a+
BCA			a+
支持评级调整			2
评级模型级别			AA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a+)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用近三年数据计算得出

正面

■ **较强的区域经济环境为公司发展奠定了基础。**高淳区定位为南京都市圈副中心城市、江南现代生态休闲科技新城，全区经济保持着较好发展态势，2020 年实现地区生产总值 513.13 亿元，同比增长 5.0%。

■ **保持突出的平台地位，能够持续获得政府有力支持。**公司是高淳区重要的国有资产运营平台，承担了江苏高淳经济开发区基础设施、安置房建设和土地整理等业务，区域地位突出，在资金和政府补助等方面能获得政府的有力支持。

关注

■ **存货和其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。**公司在建项目投资规模较大，截至 2020 年 9 月末存货增至 234.57 亿元，主要系施工成本及土地整理成本，后续需关注其结算及回款情况；同期末，公司其他应收款为 93.74 亿元，占总资产比重达 21.80%，对象以政府部门和国有企业为主，规模较大且回收周期一般在 3-5 年，对公司资金形成一定占用。

■ **部分往来款及投资款面临回收风险。**截至 2020 年 9 月末，公司对南京第一农药集团有限公司往来款余额 1.00 亿元、对其控股子公司南京世界村汽车动力有限公司股权投资账面余额 2.77 亿元，经公开查询，上述两家公司经营异常均已纳入失信被执行人名单，且公司对上述款项未计提坏账或减值准备，也暂未有明确的处置措施，中诚信国际将对相关款项的回收情况持续关注。

■ **债务增长较快，偿付压力仍较大。**近年来公司债务规模增长较快，截至 2020 年 9 月末总债务和短期债务分别为 233.20 亿元和 57.29 亿元，且当前在建及拟建项目尚需较大投资，或将进一步推高债务规模，公司面临的偿付压力仍较大。

■ **担保余额仍较大，存在或有风险。**截至 2020 年 9 月末公司对外担保余额为 63.91 亿元，担保比率达 34.82%，其中 61.07 亿元系对高淳区内其他国有企业的担保，规模较大且担保客户较集中；其余 2.84 亿元系下属担保公司的担保业务余额，主要系对区内中小民营企业的担保，近年代偿较多，截至 2020 年 9 月末应收代偿款余额 1.21 亿元，后续的代偿压力及追偿的情况需关注。

评级展望

中诚信国际认为，南京高淳国有资产经营控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**区域经济实力显著增强，公司资本实力显著增强，资产质量显著提升或盈利能力大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**地方经济环境恶化，公司地位下降致使股东及各方支持意愿减弱，重要子公司股权划出，财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化导致的流动性紧张等。

评级历史关键信息

主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	20 高淳国资 CP001 (A-1)	2020/6/17	朱洁、夏敏、孙元帅	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文

同行业比较

2019 年同区域内基础设施建设企业主要指标对比表 (亿元、%)

公司名称	总资产	所有者权益	资产负债率	总债务	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
高淳国资	387.13	173.83	55.10	183.72	9.77	1.49	-46.80
高淳建发	281.93	105.52	62.57	146.75	14.89	2.07	-14.73

注：“高淳建发”为“南京市高淳区建设发展集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 高淳国资 CP001	A-1	A-1	2020/06/17	5.00	5.00	2020/11/11-2021/11/11	-

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“20 高淳国资 CP001”于 2020 年 11 月 11 日发行，募集资金 5.00 亿元，全部用于偿还有息债务，截至 2021 年 3 月末募集资金用途未发生改变，并已全部使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2020 年，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程，GDP 同比增长 2.3%，是大疫之年全球唯一实现正增长的主要经济体。受低基数影响，2021 年经济增长中枢将显著高于 2020 年，全年走势前高后低。

2020 年经济运行基本遵循了“疫情冲击—疫后修复”的逻辑，疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅下滑，二季度以来随着疫情得到控制和稳增长政策效果的显现逐步修复。从生产侧来看，工业生产反弹迅速且在反弹后维持了较高增速，服务业生产修复相对较为缓慢。从需求侧来看，政策性因素先复苏、市场性因素后复苏是其典型特征。这一特征在投资方面表现得尤为明显：基建投资、房地产投资率先复苏，市场化程度较高的制造业投资恢复较为缓慢；国有投资恢复较快，民间投资恢复相对较慢。此外，居民消费等受市场因素制约较大的变量改善有限。出口的错峰增长是需求侧最为超预期的变量，中国在全球率先复工复产为出口赢得了错峰增长的机会，使出口在下半年出现高速增长。从价格水平来看，“猪周期”走弱背景下 CPI 回落，需求疲弱 PPI 低位运行，通胀通缩压力均可控。但值得关注的是，虽然经济延续修复，但季调后的 GDP 环比增速逐季回落，经济修复动能边际趋弱。

宏观风险：尽管经济持续修复，但 2021 年经济

运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，疫情对逆全球化的影响短期内仍不会消除，大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济修复仍然面临多重挑战。首先，国内经济复苏并不平衡，存在结构分化，这将影响经济修复的可持续性和质量。其次，应对疫情的稳增长政策导致非金融部门债务增长加快，宏观杠杆率上扬，还本付息压力突出，需警惕债务风险超预期释放引发系统性风险。再次，2020 年信用风险呈现先抑后扬走势，一些体制性、周期性、行为性信用事件强烈冲击资本市场，2021 年随着政策调整以及债务到期压力加大，信用风险释放或将加速，尤其需要警惕国企信用风险频发导致信用体系重构，加剧市场波动。第四，2020 年以来政府部门显性及隐性债务压力均有所加大，2021 年随着对地方政府债务管理的加强，地方政府债务风险或将在部分高风险区域有所暴露，在适当推动债务市场化处置的同时，仍需防范区域风险暴露对金融市场带来的冲击。

宏观政策：2020 年 12 月中央经济工作会议明确提出，“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，这意味着宏观政策将不会出现“急转弯”，但随着经济修复，宏观政策边际调整不可避免。财政政策将在 2020 年超常规发力的基础上边际收紧，但大幅收缩概率较低；货币政策将继续向常态化回归，坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，继续积极引导资金精准投向实体经济。值得一提的是，在着力构建以内循环为主体的新发展格局背景下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

宏观展望：疫后修复仍然是 2021 年经济运行的主旋律。从全年经济运行的走势来看，受基数效应的影响，2021 年中国经济增长中枢将显著高于 2020 年，甚至高于新常态以来的历年平均水平。基数效应导致的高增长将突出表现在第一季度，后续将逐步回落，全年呈现“前高后低”走势。但值得关注的是，宏观经济数据同比高位运行与微观主体感受分化较

大，宏观经济分析需高度关注微观主体运行所面临的实际困难及经济数据的环比变化。

中诚信国际认为，虽然 2021 年政策性因素对经济的支撑将有所弱化，但随着市场性因素的逐步发力，经济修复趋势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

近期关注

南京市经济持续快速发展，未来凭借良好的交通区位、产业基础，综合经济实力将不断提升；同时其财政平衡性较好，财政实力强劲

南京市被国务院明确为长江三角洲地区区域世界级城市群和城镇体系的五大副中心城市之一，下辖 11 个区，总面积 6,587.02 平方公里，2019 年末全市常住人口 850 万人，城镇化率 83.20%。近年来南京市重点建设以电子信息、石油化工、汽车制造、钢铁四大产业为支柱，以软件和服务外包、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。

良好的交通区位条件、丰富的科教资源以及持续优化的产业布局为南京经济的稳定增长提供了基础。2019 年，南京市经济继续保持较快增长，地区生产总值在省会城市中位列第 5，在全国 GDP 百强城市中排名 11。根据南京市统计局发布，2020 年，南京市地区生产总值 14,817.95 亿元，按可比价格计算，比上年增长 4.6%，增速分别快于全国、全省 2.3 和 0.9 个百分点。具体看，2020 年，第一产业增加值 296.8 亿元，增长 0.9%；第二产业增加值 5,214.35 亿元，增长 5.6%；第三产业实现增加值 9,306.8 亿元，增长 4.1%。三次产业比例为 2.0：35.2：62.8。

表 1：南京市主要经济指标（亿元）

项目	2018	2019	2020
地区生产总值	12,820.40	14,030.15	14,817.95
第一产业增加值	273.42	289.82	296.8
第二产业增加值	4,721.61	5,040.86	5,214.35
第三产业增加值	7,825.37	8,699.47	9,306.8

三次产业结构	2.1:36.9:61.0	2.1:35.9:62.0	2.0: 35.2: 62.8
全社会固定资产投资	4,718.05	-	-
社会消费品零售总额	5,832.46	6,135.74	-

资料来源：南京市统计局网站，中诚信国际整理

财政方面，2018 年~2020 年南京市地方财政收入实现了稳步增长，全市一般公共预算收入分别较上年增长 11.1%、7.5%和 3.7%，其中税收收入占比均超过八成，收入构成质量较高。同期，南京市公共财政平衡率保持在 90%以上，财政平衡性持续较好。

表 2：近年南京市财政收支主要情况（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020
一般公共预算收入	1,271.91	1,470.00	1,580.00	1,637.70
其中：税收收入	1,044.61	1,242.50	1,373.83	1,395.60
政府性基金预算收入	1,706.40	1,614.60	1,704.67	2,208.40
一般公共预算支出	1,353.96	1,532.70	1,658.60	1,754.60
政府性基金预算支出	1,611.97	1,589.90	1,945.73	2,187.70
公共财政平衡率	93.94%	95.91%	95.26%	93.34%

资料来源：南京市财政决算报告及预算执行报告，中诚信国际整理

中诚信国际认为，南京市作为江苏省省会和长三角核心城市，凭借良好的交通区位、产业基础，预计未来一段时期内南京市经济仍将保持稳定的增长，强劲的财政实力将为当地社会经济发展带来较强保障，为下属政府平台企业职能履行创造良好条件。

高淳区经济保持较快增长，财政实力稳步增强，但财政平衡率较低，财政自给能力一般

高淳区原为高淳县，于 2013 年撤县设区。全区总面积 802 平方公里，下辖 1 个省级经济开发区、2 个街道、6 个镇，截至 2019 年末常住人口数为 46.01 万。近年来，高淳区定位为南京都市圈副中心城市、江南现代生态休闲科技新城，正逐渐成为华东地区特色现代都市农业基地，亦是长三角地区制造业服务枢纽和高端制造业配套基地。高淳区逐步形成了药业化工、机械电子、新型材料、出口服装和绿色食品等支柱产业，工业集聚效应不断释放。2020 年高淳区经济总量保持增长趋势，地区生产总值为 513.13 亿元，同口径同比增长率分别为 5.0%。

财政收入方面，2017 年~2020 年，高淳区一般公共预算收入保持增长，且税收收入占比高，财政收

入结构较好。但高淳区公共财政平衡率不足 50%，财政自给能力一般，财政平衡能力对上级补助收入存在依赖。

表 3：近年高淳区财政收支主要情况（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020
一般公共预算收入	28.17	31.32	34.50	38.01
其中：税收收入	23.24	28.25	30.08	31.53
政府性基金预算收入	42.13	41.64	66.32	64.79
一般公共预算支出	64.77	67.84	77.60	86.07
政府性基金预算支出	43.75	33.70	84.69	75.98
公共财政平衡率	43.49%	46.17%	44.46%	44.16%

资料来源：高淳区财政决算报告及预算执行报告，中诚信国际整理

债务方面，2020 年末，高淳区地方政府债务限额 136.20 亿元，地方政府债务余额为 130.20 亿元，未突破债务限额。

中诚信国际认为，高淳区具备良好的区位优势，近年经济实现了较快发展，但财政自给能力一般，对上级补助存在一定依赖。

跟踪期内，公司在高淳区的地位和职能未发生变化，商品销售业务随着红太阳集团股权划出，板块收入大幅下降。同时，公司安置房项目于 2019 年进入回购期，当年新增安置房业务收入一定程度上充实了公司的收入来源

自 2019 年起，公司不再将红太阳集团纳入合并报表范围。因此，公司 2019 年无农药化肥与涂料销售业务收入，受此影响全年业务规模大幅下降。2019 年公司收入主要来源于工程施工、土地整理、安置房及商品销售业务，上述业务板块合计收入占比达 92.19%。其中工程施工业务和土地整理业务受结算进度影响，收入均有所下滑。商品销售业务随着红太阳集团股权划出，当年轻余粮食收储业务，板块收入大幅下降。同时，公司安置房项目于 2019 年进入回购期，当年新增安置房业务收入一定程度上充实了公司的收入来源。此外，以房屋租金及物业费、担保收入、保安服务费等为主的其他业务收入对公司整体业务规模形成一定补充。2020 年 1~9 月，公司实现营业收入 7.73 亿元。

表 4：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019	2020.1-9
工程施工	1.55	1.66	1.34	1.51
安置房	0.00	0.00	3.84	0.03
土地整理	4.56	4.83	2.01	3.65
商品销售	16.51	16.46	1.81	1.90
其他	0.36	0.87	0.77	0.64
合计	22.97	23.83	9.77	7.73
占比	2017	2018	2019	2020.1-9
工程施工	6.75%	6.99%	13.74%	19.53%
安置房	0.00%	0.00%	39.32%	0.39%
土地整理	19.85%	20.27%	20.52%	47.22%
商品销售	71.88%	69.07%	18.54%	24.58%
其他	1.57%	3.67%	7.87%	8.28%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：其他业务板包括担保费、房屋租金及物业服务（2017~2019 年分别为 0.15 亿元、0.30 亿元和 0.21 亿元）、保安服务等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

作为高淳经开区内唯一的开发主体，公司的建设类业务具有很强的区域专营性，随着区域开发的逐步推进，该业务持续性较有保障，但开发及结算的周期性，导致该业务收入呈现波动，且在建项目投资较大，后续结算及回款情况需关注

公司建设业务主要由一级控股子公司高淳经开负责运营，高淳经开是经开区唯一的建设主体，受托开展高淳经开区范围内的基础设施建设、土地开发及安置房建设等业务，业务具有很强的区域专营性。

根据 2011 年 10 月高淳经济开发区管委会（以下简称“高淳经开区管委会”）与高淳经开签订的《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》，高淳经开区管委会将区内基础设施等政府投资建设项目委托高淳经开负责，约定项目完工决算后，按项目建设成本加计委托建设酬劳进行回购（酬劳比例可根据实际情况协商调整，近年加成比例通常在 5%），在项目建设期间，高淳经开按照协议约定代行项目建设的投资主体职责。

代建业务资金来源：项目建设初期，高淳经开区管委会可根据实际需要，先行拨付项目建设资金，待项目结算时直接抵消应付的项目回购款；项目建设期资金主要来源于高淳经开自有资金及外部融资。

代建业务收入确认：高淳经开对已完工的项目

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，并结转相应成本。回购款支付期限方面，原则上高淳经开区管委会应于审核项目费用结算单并没有异议后，即支付已完工项目回购款，亦可根据高淳经开建设资金的实际需要，在年度中间分批支付。

高淳经开受托建设的基础设施项目涉及城区改造及配套基础设施建设、市政交通基础设施建设、道路工程施工、园区开发等，近年共完成经开区内道路建

设、绿化工程、路灯建设、产业配套设施建设等 150 余项。2017~2019 年及 2020 年 1~9 月确认的工程施工收入分别为 1.55 亿元、1.66 亿元、1.34 亿元和 1.51 亿元，分别收到回购款 1.54 亿元、1.66 亿元、1.34 亿元和 1.51 亿元。截至 2020 年 9 月末，公司在建施工项目计划总投资约 85 亿元，已投资 73.27 亿元，主要包括道路及基础配套设施、产城一体化项目等。其中，前十大项目的投资余额合计 50.60 亿元，尚需投资 11.19 亿元，计划于未来两至三年内完成投资。

表 5：截至 2020 年 9 月末公司前十大在建代建工程施工项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	回购期间	总投资额	已投资额	尚需投资
道路及基础配套设施	2010.7-2020.10	2021-2025	25.69	20.67	5.02
产城一体化项目	2018.7-2021.10	2022-2024	7.69	5.64	2.05
村级标准厂房道路及配套工程	2010.7-2020.10	2021-2025	5.44	4.89	0.55
高淳国际企业研发园城镇资源综合整理项目	2016.1-2018.12	2018-2021	4.05	3.95	0.10
高淳新区产城一体化一期项目	2017.6-2020.3	2020-2022	5.66	4.28	1.38
市政工程项目	2018.3-2020.8	2021-2024	3.02	2.79	0.23
财税大楼项目	2018.7-2020.9	2021-2022	2.78	2.43	0.35
产业区基础设施配套工程	2016.8-2019.8	2019-2021	2.89	2.11	0.78
古檀大道工程	2013.6-2014.12	2015-2019	2.56	2.02	0.54
新区学校	2018.9-2020.3	2020-2022	2.01	1.82	0.19
合计	--	--	61.79	50.60	11.19

注：建设周期为可研批复周期，可能与实际不符。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年 9 月末，公司主要拟建项目包括固城石片区环境综合整治、古檀大道北跨石固河大桥等项目，计划总投资 8.50 亿元，公司未来存在一定的资金支出压力。

表 6：截至 2020 年 9 月末主要拟建工程施工项目情况（亿元）

项目	总投资	建设周期
固城石片区环境综合整治项目	3.80	2 年
古檀大道北跨石固河大桥	2.60	2 年
产业园道路四期项目	1.50	2 年
开发区体育公园	0.60	2 年
合计	8.50	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司工程施工业务区域专营性较强，但尚未结转的工程施工成本规模亦较大，需关注未来结转及回款情况。

跟踪期内，公司安置房业务开始体现收入，且在建、拟建安置房项目较多，未来对公司业务贡献将有所增长，但随着业务模式由委托代建向自建转变，后

续面临一定的运营及投融资压力

安置房业务也主要由高淳经开负责，目前也主要通过委托代建的模式开展，即政府先将安置房所用土地划拨至公司，由公司负责建设，项目竣工验收完成后交付委托方高淳经开区管委会，最终定向安置给相应拆迁户。回购的加成比例为 10%~20%。对于安置完毕后尚余的房源，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。

需要指出的是，为了增强市场化运营，高淳经开计划 2020 年起安置房业务将逐步由代建模式转向自建模式。即先通过公开招拍挂方式取得建设土地，建成完毕后计划以定向销售模式销售给拆迁户。除高淳经开外，公司本部也从事安置房项目建设，目前仅高淳区太安圩安置房一期项目和二期项目，该项目

计划以自建模式运作。

截至 2020 年 9 月末，公司已完工的安置房项目仅有桃园雅居安置房 1 个项目，总投资 3.20 亿元，通过委托代建模式运作，成本加成比例为 20%，2019 年完工并确认全部收入 3.84 亿元，截至 2020 年 9 月末回收 3.84 亿元。

截至 2020 年 9 月末，公司主要在建安置房项目合计总投资 76.95 亿元，已投资 34.09 亿元，尚需投资 43.09 亿元。同时，拟建方面，截至 2020 年 9 月末公司拟建安置房项目为古柏韩村安置房二期，计划总投资 6.50 亿元。公司在建、拟建安置房项目较多，且项目后续投资规模较大，公司面临一定的投资和资金平衡压力。

表 7：截至 2020 年 9 月末公司主要在建安置房项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资额	已投资额	尚需投资	收入模式	销售比例
高淳区太安圩安置房一期工程	2018~2021	17.02	0.99	16.03	销售	100%
高淳区太安圩安置房二期工程	2020.8-2022.2	15.09	0.07	15.02	销售	100%
南京市高淳区 2013-2017 年棚户区改造一期工程	2010.10-2020.10	20.25	15.74	4.51	代建及销售	不超过 20%
甫头小区项目	2016.6-2019.8	8.96	8.28	0.68	代建及销售	不超过 30%
南京市高淳区 2013-2017 年棚户区改造二期工程	2015.6-2021.6	10.1	5.08	5.02	代建及销售	不超过 10%
游山路安置房	2019.1-2022.6	2.57	1.52	1.05	销售	100%
古柏韩村安置房	2017.6-2020	2.03	1.38	0.65	代建及销售	不超过 15%
滨湖安置小区	2017.8-2019.3	0.93	1.03	0.13	代建及销售	不超过 40%
合计	--	76.95	34.09	43.09	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司在建、拟建安置房项目较多，投资规模较大，后续面临的投融资压力较大；同时，安置房业务模式的转变在提升其市场化运营能力的同时，亦增加了公司的运营压力，需关注其安置房模式转变及资金平衡情况。

土地开发整理业务仍是公司利润的重要来源，前期开发持续推进，后续投入需求较小，但需关注土地完工手续办理及结转情况

公司土地整理业务亦由高淳经开负责。受高淳经开区管委会委托，高淳经开运用自有资本和债务融资，对招商引资和新城建设所需的工业土地和商业土地进行一级开发，业务区域专营性很强。

根据高淳经开与高淳经开区管委会于 2013 年 8 月签订的《委托土地开发协议》，高淳经开按照高淳经开区管委会统一安排，对高淳经开区规划范围内的土地进行开发整理，具体内容包括房屋拆迁、标线迁移、土地附着物清理、青苗补偿、劳力安置和协助用地单位办理有关权证及交纳规费等。协议约定：在土地一级开发过程中，高淳经开负责开发土地的房屋拆迁工作及相关费用，待已开发土地交付经开区

管委会验收后，高淳经开区管委会按土地开发成本上浮 3%~20%的标准向高淳经开支付费用。结算方式上，根据完工地块发生的土地开发费用，高淳经开向高淳经开区管委会出具项目费用结算单，经其验收、审核后，确认土地整理收入，并结转成本。款项支付方面，原则上高淳经开区管委会应于审核项目费用报告单完成后的十天内支付委托开发款 30%，余款在后期分期支付，项目当年支付不低于 70%，余款在次年内全部结清。

截至 2020 年 9 月末，公司已完成开发的主要地块面积 111.35 万平方米，总投资 28.71 亿元，累计确认收入 24.71 亿元，其中 2017~2019 年及 2020 年 1~9 月分别确认土地整理收入 4.56 亿元、4.83 亿元、2.01 亿元和 3.65 亿元，均以 20%的加成比例确认收入，毛利率较为稳定。

截至 2020 年 9 月末，高淳经开主要在开发地块面积 104.43 万平方米，计划总投资 28.20 亿元，但由于土地整体周期较计划出现延期，相关成本上升，导致出现超支情况，截至 2020 年 9 月末实际已投资 38.63 亿元，2020 年及 2021 年分别计划投资 2.31 亿

元和 1.68 亿元。截至 2020 年 9 月末，公司暂无拟开 发的土地项目。

表 8：截至 2020 年 9 月末公司主要在开发地块项目情况（万平方米、亿元）

地块名称	开发周期	开发面积	计划总投资	截至 2020 年 9 月末已投资	2020 年	2021 年
马庄地块	2015.07~2017.07	13.20	2.80	3.80	--	--
小庄地块	2015.07~2017.06	10.72	2.30	3.30	--	--
马家地块	2015.09~2018.02	21.60	3.60	3.60	--	--
果园场地块	2015.09~2018.02	8.28	1.90	3.90	--	--
叔村、太水地块	2016.08~2019.02	11.60	3.20	4.70	0.59	--
双进史家等地块	2016.11~2019.02	15.20	3.90	4.38	0.50	0.53
万悦城以东	2019.08~2022.07	14.93	8.50	10.50	1.02	1.15
檀溪渡	2019.08~2019.12	8.90	2.00	4.45	0.20	--
合计	--	104.43	28.20	38.63	2.31	1.68

注：1、建设周期为可研批复周期，可能与实际不符；2、马庄、小庄、马家、果园场地块相关完工手续尚未办理完毕。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，近年来公司土地整理业务收入和毛利率保持稳定，是公司利润的重要支撑，虽在建项目出现成本超支情况，但其业务模式能较好锁定利润空间，后续需关注公司的土地完工手续办理及结转情况。

公司自建项目投资规模较大，建成后主要通过市场化运营进行资金平衡，未来盈利状况值得关注

除上述委托代建的业务外，公司还主要通过控股子公司高淳经开和本部进行自建项目的投资建设。截至 2020 年 9 月末，公司在建的自建项目主要包括螃蟹城、滨湖时代等，总投资规模为 40.80 亿元，截至 2020 年 9 月末已投资 28.74 亿元，未来仍有较大规模的资本支出需求。

表 9：截至 2020 年 9 月末公司主要在建自建项目情况（亿元）

项目名称	建设单位	建设周期	总投资	已投资	投资计划	
					2020.10-12	2021
南京高淳螃蟹产业中国固城湖螃蟹城项目	高淳国资	2018~2024	15.00	9.22	0.40	2.12
滨湖时代中心	高淳国资	2017~2023	4.90	3.08	0.30	1.20
太安圩水系、景观项目	高淳国资	2020.6-2021.5	0.96	0.04	0.36	0.56
太安圩片区市政道路一期工程项目	高淳国资	2020.4-2021.4	1.15	0.15	0.50	0.50
科创中心工程	高淳经开	2010.3-2018.9	9.03	8.79	0.24	-
紫荆花园酒店	高淳经开	2018.7-2019.9	2.22	2.03	0.19	-
滨湖科技产业园项目	高淳经开	2019.4-2020.4	1.32	1.24	0.08	0.25
宁高园 LOFT 项目	高淳经开	2018.8-2020.3	1.22	0.97	0.25	-
新区大酒店	高淳经开	2020.1-2022.1	5.00	3.22	0.28	1.50
合计	--	--	40.80	28.74	2.60	6.13

注：建设周期为可研批复周期，可能与实际不符。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

螃蟹城项目为高淳区原水产市场的易地新建项目，占地面积约 220 亩，计划总投资 15.00 亿元，计划新建 15 万平方米的综合性交易市场，将螃蟹、水产、蔬菜等交易集中，同时建造螃蟹研究所、仓储物流中心、美食一条街等配套设施。除少量政府补助外，公司主要通过旧水产市场的售卖和螃蟹城

后期市场化运营来弥补前期资金的投入。项目营业收入将主要来自于市场管理费、商业铺面租金、配套服务费、物流配送及仓储收入等。

滨湖时代中心项目作为滨湖科技新城的重要组成部分，计划总投资 4.90 亿元，规划建筑面积 2.38 万平方米，主要用于园区管理服务、区规划展览展示

馆、检验检疫和研发办公，除自用办公外，主要通过对外租赁运营。

科创中心工程计划总投资 9.03 亿元，主要为科研、办公用房，主要通过租赁方式投向园区内企业。新区大酒店项目总投资 5 亿元，主要功能为餐饮、会议、宾馆，计划通过对外运营，实现餐饮、住宿等收入。

截至 2020 年 9 月末，公司拟建自建项目预计总投资 3.95 亿元，建设周期在 1~3 年，部分项目公益性较强。

表 10：截至 2020 年 9 月末公司主要拟建自建项目情况（亿元）

项目	建设周期	总投资	投资计划	
			2020.10-12	2021
现代生态渔业示范园	2020	0.65	0.65	0.00
太安圩排涝泵站	2021-2022	0.30	0.00	0.15
太安圩片区市政道路二期工程项目	2021-2022	3.00	0.00	2.00
合计	--	3.95	0.65	2.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司自建项目投资规模较大，建设完成后主要依靠市场化运营进行资金平衡，且部分项目公益性较强，后期盈利情况有待关注。

公司粮食购销业务承担部分政府职能，对盈利贡献有限

受剥离子公司红太阳集团股权的影响，公司商品销售业务收入大幅下降，目前的商品销售主要为粮食购销业务，由子公司粮食购销公司负责。粮食购销公司成立于 1993 年，隶属于高淳县粮食局，负责高淳区粮食收储工作，于 2017 年 10 月，经高淳区政府同意，无偿划入高淳国资。

粮食购销公司每年夏秋两季按照国家协定的粮食“最低保护价”，收购高淳区农民手中粮食，并进行集中保管，同时，中央和地方政府根据粮食品种和储备量补贴一定的保管费和轮换费用；随后粮食购销公司根据南京市粮食局的储备粮轮换安排，在计划时间内按照市场价格销售定量的储备粮。

2018 年~2019 年及 2020 年 1~9 月，粮食购销公司分别收购粮食 52,707 吨、61,074 吨和 30,469 吨，收购总价分别为 1.35 亿元、1.54 亿元和 0.77 亿元；分别销售粮食 59,546 吨、69,733 吨和 47,884 吨，销售收入分别为 1.56 亿元、1.78 亿元和 1.48 亿元，分别获得政府补贴金额 0.17 亿元、0.13 亿元和 0.11 亿元。

中诚信国际认为，随着子公司股权的划出，公司商品销售收入大幅下降；粮食购销业务对公司收入及盈利的贡献较为有限，但该业务承担部分政府职能，能够获取一定的政府补贴，业务持续性较好。

公司金融业务有序开展，基金投资业务运作良好，但担保业务代偿金额较大，需关注追偿情况

公司金融类业务由公司本部和南京市高淳区中小企业信用担保有限公司（以下简称“担保公司”）共同负责。担保公司于 2000 年 7 月成立，是由高淳县工业投资管理有限公司、高淳国资和高淳经开等 12 名法人股东共同出资设立的政策性担保机构，注册资本 10,018 万元。截至 2019 年末，担保公司资产总额为 1.59 亿元，所有者权益合计为 0.99 亿元，在保余额 2.55 亿元，年新增担保额整体保持增长趋势。2020 年 9 月末，担保公司资产总额为 1.74 亿元，所有者权益合计为 1.42 亿元，在保余额 2.84 亿元。

截至 2020 年 9 月末担保公司累计代偿金额 2.02 亿元，累计代偿回收金额 0.81 亿元；其中，2017~2019 年及 2020 年 1~9 月担保公司累计代偿 0.56 亿元，同期累计代偿回收额合计 0.45 亿元。担保公司设置的反担保措施，包括个人信用保证及抵押担保等，由于担保公司担保对象主要为高淳区内中小企业，代偿风险较大，目前正逐步开展追偿工作。近年担保公司的代偿追回金额保持增长，但存量代偿规模仍较大，中诚信国际将持续关注代偿款回收情况。

表 11：担保公司代偿情况（万元）

项目	2017	2018	2019	2020.1~9
在保余额	20,595.00	18,187.00	25,480.00	30,342.00

代偿金额	2,615.02	1,630.33	1,511.86	302.24
代偿追回金额	545.86	1,535.44	1,700.14	623.35
代偿率	11.20%	8.06%	8.26%	1.13%
担保责任准备金计提	279.61	28.62	293.25	268.23
年新增担保额	19,227.00	17,820.00	25,600.00	31,382.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司本部为部分国有控股、参股企业提供行政性担保，并按单位定额收取担保费，2019 年末及 2020 年 9 月末收取相关担保费用的担保余额分别约 15.93 亿元和 8.25 亿元。2017 年~2019 年及 2020 年 1~9 月，公司担保费收入分别为 591.38 万元、736.86 万元、664.89 万元和 522.87 万元。其中，公司本部 2019 年及 2020 年 1~9 月分别实现担保费收入 200.28 万元和 77.83 万元；担保公司的担保业务主要为市场化进行运营，担保对象均为民营中小企业，年担保费根据担保金额的 1.5% 左右收取，2019 年及 2020 年 1~9 月担保费收入分别为 464.61 万元和 297.10 万元。

此外，为充分引导金融资本和社会资本更好地支持高淳区实体经济的发展，推进高淳区产业转型升级，高淳区政府成立 2 支产业引导型母基金（产业发展基金、科创基金）。上述母基金以公司制运作，由区财政拨款资金交由公司出资设立基金公司。2017 年 9 月和 10 月公司设立高淳区产业发展基金有限公司和高淳科创两家基金公司，并分别于 2018 年 2 月 27 日和 2018 年 4 月 24 日在中国证券投资基金业协会完成备案。其中，产业发展基金运作的产业引导基金规模为 10 亿元，截至 2020 年 9 月末已到位 2.00 亿元，剩余资金 3~5 年内到位；运作的科创

表 13：截至 2020 年 9 月末母基金参与子基金投资情况（亿元、%、个）

母基金	投资对象	基金认缴规模	母基金认缴比例	基金实缴规模	在投项目数	在投资金
产业发展基金	南京乐洋产业投资合伙企业（有限合伙）	2.00	30.00	0.50	3	0.24
	江苏惠泉国信新能源产业投资基金合伙企业（有限合伙）	11.22	1.96	4.488	2	0.60
	南京淳供农服股权投资基金（有限合伙）	2.00	30.00	0.00	0	0.00
	江苏惠泉邦裕产业投资基金（有限合伙）	10.00	5.00	0.00	0	0.00
	南京广淳投资管理合伙企业（有限合伙）	10.00	10.00	0.00	0	0.00
科创基金	南京安芙兰创业投资合伙企业（有限合伙）	2.00	49.00	0.52	7	0.51
	南京创熠东银股权投资合伙企业（有限合	2.00	10.00	0.40	1	0.12

基金规模为 1 亿元，截至 2020 年 9 月末已全部到位。

运作模式方面，母基金由南京平衡资本管理中心（普通合伙）作为基金管理人，设立由区长任主任的基金管理办公室作为基金最高决策机构。母基金可以进行项目直投也可以与社会资本成立子基金，限定子基金投资方向为高淳区重点发展的高端装备制造、新型材料、现代农业、旅游文化服务、医疗健康等产业以及汽车零部件、专用装备等领域，重点投资高淳区内企业。公司基金业务拟采取股权投资、可转换债券及法律法规允许的其他方式开展投资，截至 2020 年 9 月末，两支母基金合计直投资项目 6 个，投资金额为 0.457 亿元；投资子基金 10 支，在投子基金合计认缴规模为 42.32 亿元，实缴 6.96 亿元。退出方式上，基金投资形成的股权和权益，适时以企业回购、股权转让、新三板挂牌及沪深证券交易所上市等方式退出。

表 12：截至 2020 年 9 月末母基金直投情况（亿元）

母基金	投资对象	投资金额
产业发展基金	南京喜悦科技股份有限公司	0.092
	南京喜悦科技股份有限公司	0.115
科创基金	江苏宜偕维盛有限公司项目	0.05
	南京瀚雅健康科技有限公司	0.10
	蓝宙（江苏）技术有限公司	0.10
合计	-	0.457

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，目前公司的金融业务有序开展，其中基金投资业务运作良好，但担保业务代偿金额较大，需关注未来追偿情况。

伙)						
南京创熠悦鑫创业投资合伙企业(有限合伙)	1.00	10.00	0.00	0	0.00	
南京康久股权投资合伙企业(有限合伙)	0.10	47.00	0.00	0	0.00	
南京创熠隆门福瑞达创业投资合伙企业(有限合伙)	2.00	10.00	0.00	0	0.00	
合计	42.32	-	6.96	13	1.47	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

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2017年~2019年财务报告及未经审计的2020年三季报,公司各期财务报表均采用新会计准则编制。评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

跟踪期内,公司收入结构的变化导致公司毛利率保持提升,但以财务费用为主的期间费用大幅侵蚀利润所得,最终盈利对政府补助及非经常性损益依赖较大

2019年受剥离红太阳集团股权影响,公司收入结构发生较大变化,当年收入主要以工程施工、安置房和土地整理为主,其他收入主要包括担保费、房屋租金及物业费收入等。

毛利率方面,随着红太阳集团的剥离,毛利率相对较高的安置房及土地整理业务收入占比显著提升,2019年公司综合营业毛利率增长幅度较大。其中,安置房业务是公司重要的收入来源,由于安置房业务于2019年实现收入,受益于其较高的加成比例,当期对公司毛利率提升贡献较大;土地整理业务收入贡献度高且按成本加成确认收入,近年毛利率水平保持稳定;工程施工业务近年结算加成比例均为5%,使其利润贡献相对较小;商品销售业务主要为粮食购销,该业务承担部分政府职能,粮食销售价格较低,毛利率一直处于较低水平;担保费、房屋租金及物业费、安保服务费等其他业务对公司整体收入形成重要补充,但因租赁物业设有免租期,且部分业主在免租期后仍未支付租金,随着物业管理成本上升,租赁及物业管理业务成本倒挂

程度大幅上升(2019年房屋租金及物业费毛利润为-1,746.34万元),加之安保服务费成本上升加快,导致公司2019年其他业务毛利率较上年明显下降。2020年1~9月,公司毛利率为13.90%,较上年全年提升2.75个百分点。

表 14: 近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019	2020.1-9
工程施工	4.55	4.95	4.76	4.84
安置房	-	-	16.67	-
土地整理	16.67	16.67	16.67	16.67
商品销售	3.22	3.72	1.28	4.18
其他	22.97	26.37	3.61	31.62
合计	6.40	7.26	11.15	13.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面,公司期间费用主要为财务费用,随着红太阳集团的剥离,公司期间费用规模下降,但受收入规模减少明显影响,期间费用率有所上升,2020年1~9月增至28.96%。整体看,公司期间费用对盈利侵蚀逐年增加,费用管控能力有待加强。

近年公司期间费用大幅吞噬经营所得,利润总额呈下降趋势。公司利润总额主要来自经营性业务利润,2017~2019年经营性业务利润分别为-0.47亿元、2.84亿元和1.64亿元。公司经营性业务利润获取高度依赖以经营扶持资金和基础设施建设补助为主的政府补助,近年来波动较大;非经常性损益对利润总额形成重要补充,投资收益方面,2017年得益于红太阳集团出售部分红太阳股份有限公司的股权,公司实现投资收益4.15亿元,对利润总额贡献较多,2018年公司实现投资收益0.19亿元,主要来源于可供出售金融资产持有期间取得的投资收益,2019年公司实现投资收益-0.92亿元,主要系处置长期股权投资产生的投资收益-0.78亿元;资

产处置收益方面，2018 年公司实现土地资产处置收益 1.43 亿元；公允价值变动方面，2019 年公司因交易性金融资产变动损益及投资性房地产按公允价值计量而产生公允价值变动收益 1.13 亿元；此外，公司每年会对应收款项计提一定规模减值准备并根据实际回收情况冲回，2017~2019 年公司资产减值损失分别为 0.74 亿元、0.94 亿元和-0.46 亿元。2020 年 1~9 月，公司实现利润总额 0.73 亿元，其中经营性业务利润 1.22 亿元(包含其他收益 2.65 亿元)、资产减值 0.40 亿元、投资收益-0.06 亿元、营业外损益-0.03 亿元。

表 15：近年公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~9
销售费用	0.25	0.22	0.09	0.11
管理费用	1.36	1.46	0.92	0.74
财务费用	1.96	4.74	1.89	1.39
期间费用合计	3.57	6.41	2.90	2.24
期间费用率(%)	15.53	26.90	29.71	28.96
经营性业务利润	-0.47	2.84	1.64	1.22
其中：其他收益	1.90	7.80	3.60	2.65
资产减值损失	0.74	0.94	-0.46	0.40
公允价值变动收益	-0.39	-0.73	1.13	--
投资收益	4.15	0.19	-0.92	-0.06
资产处置收益	-0.02	1.43	0.04	0.00
营业外损益	-0.06	-0.34	-0.19	-0.03
利润总额	2.48	2.45	2.17	0.73
收现比(X)	1.21	0.94	1.21	0.97

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际认为，近年公司收入结构变化较大，业务自身盈利能力较弱，利润总额对政府补助及其他非经常性收益的依赖较大。

跟踪期内，公司资产规模逐步增加，但以工程施工和土地整理成本为主的存货及其他应收款规模较大，流动性较弱；同时资金支出压力也导致公司债务规模快速扩大，财务杠杆水平不断上升

由于高淳区进行国有资产整合，区属国企股权无偿划转较频繁，但在建项目投资推动公司资产规模整体呈增长趋势。同时，公司代建项目投资规模较大、建设周期较长，垫付资金量较大，叠加较大规模资金被长期占用，使其对外融资规模持续扩大，近年财务杠杆比率持续上升，2017~2019 年及

2020 年 9 月末资产负债率分别为 48.23%、51.67%、55.10%和 57.31%；总资本化比率分别为 42.05%、47.56%、51.38%和 55.96%，财务杠杆水平控制面临一定压力。

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，近年呈波动上升趋势，其中资本公积受财政资本性注入及划入、划出公司股权等因素影响波动增长，盈利带动利润留存小幅增长。2020 年 1~9 月，受将计入其他应付款的政府专项债转增资本影响，当期末资本公积增至 77.32 亿元(其中资本性注入资金 72.93 亿元、股权投资 1.57 亿元、土地增资 2.82 亿元)，受出让部分投资性房地产(土地使用权)所致，其他综合收益降至 3.63 亿元。

表 16：近年来公司所有者权益主要构成情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.9
实收资本	35.70	35.70	35.70	35.70
资本公积	65.34	61.76	68.42	77.32
其他综合收益	3.96	2.59	5.22	3.63
未分配利润	44.44	48.25	50.73	52.97
少数股东权益	12.47	13.10	12.43	12.55
所有者权益合计	162.97	162.68	173.83	183.54

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产结构方面，公司流动资产占比达 85%以上，主要包括货币资金、存货、其他应收款和预付款项。其中，2019 年末，存货占总资产比重达 47.81%，主要包括施工成本(123.98 亿元)、土地整理成本(37.02 亿元)和土地资产(22.83 亿元)，其中施工成本包含工程施工、安置房和自建业务的成本投入，主要为基础设施代建项目的成本投入；土地资产系通过招拍挂方式购入的住宅、商服用地等，集中于 2014~2017 年取得，出让价格基本为 60 万元/亩；近年存货规模持续增加主要系工程施工和土地整理项目开发持续推进，但成本结转进度较慢，未来项目的回购情况值得关注。同期，公司其他应收款账面余额为 94.20 亿元，占总资产比重为 24.33%，主要为对政府部门及国有企业的应收款项，款项性质为往来款，政府相关部门及企业通常在 3-5 年内清偿相关款项，整体回款周期较长。截至 2019 年末公司其他应收款中 1 年以内的占比为

44.29%，其余账龄分布于1~5年内；期末欠款方前五名的应收占比为51.01%，集中度较高，其中2019年末应收南京市高淳区人民政府国有资产监督管理委员会办公室款项19.44亿元（应收余额第一），欠款年限1~4年；应收南京市高淳区国有资产投资管理有限公司款项15.70亿元（应收余额第二），欠款年限1~4年，此外，截至2020年9月末，其他应收款中应收对象南京第一农药集团有限公司（实际控制人为自然人）经营出现异常并已被纳入失信被执行人，公司未对该笔款（1亿元）项计提相关坏账准备，且暂未有明确的处置措施，面临较大的回收风险；2019年末，公司预付款项上升至46.73亿元，主要包括预付工程款和预缴土地款，当年高淳经开区预缴土地款17.98亿元，使其预付款项规模大幅上涨。同期末，公司货币资金余额26.68亿元，其中3.66亿元使用受限。2020年9月末，公司流动资产规模为408.79亿元，较年初增长13.44%，其中存货受项目持续投建影响，较年初增长26.74%至234.57亿元，其中工程施工、土地整理成本和土地资产规模分别为151.12亿元、44.55亿元和36.82亿元；同时，随着预缴土地款的相关土地资产完成权证办理，公司预付款项规模下降较快，较年初减少29.03%至33.17亿元。

近年公司非流动资产持续下降，其中2019年末公司可供出售金融资产及其他非流动资产（预缴土地款减少）减少明显。可供出售金融资产系按成本计量的股权投资，截至2019年末为4.08亿元，其中对南京世界村汽车动力有限公司（以下简称“汽车动力公司”，系南京第一农药集团有限公司控股子公司）投资2.77亿元（持股比例为17.86%），中诚信国际关注到汽车动力公司经营出现异常且已被纳入失信被执行人，公司未对该笔款项计提相关减值准备，且暂未有明确的处置措施，相关投资回收风险较大；公司投资性房地产均为土地使用权，系通过招拍挂形式获得城镇混合住宅用地，采用公允价值模式进行后续计量，因公允价值上升以及存货转入增加，2019年末公司投资性房地产增长

明显，截至当年末土地面积合计15.74万平方米，均价为6,703.36元/平方米；2019年末公司无形资产较上年变化不大，系通过招拍挂形式获得的土地使用权，包括城镇混合住宅用地（32.21万平方米，入账价值2.57亿元，均价为796.82元/平方米）、办公用地（1.67万平方米，入账价值0.13亿元，均价为797.17元/平方米）及商服用地（33.93万平方米，入账价值2.76亿元，均价为814.16元/平方米）。2020年9月末，公司投资性房地产面积6.04万平方米，均价为7,143.94元/平方米，均为城镇混合住宅用地，面积大幅下降系当期向高淳经开区管委会以市场价出让土地，受此影响，2020年9月末，公司非流动资产规模为21.19亿元，较年初减少20.84%。

表 17：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.9
货币资金	18.76	17.61	26.68	32.65
应收账款	0.99	6.03	3.99	9.10
预付款项	27.77	30.88	46.73	33.17
其他应收款	82.24	87.42	94.20	93.74
存货	142.59	156.19	185.08	234.57
流动资产	277.63	301.81	360.35	408.79
可供出售金融资产	14.21	10.84	4.08	4.41
长期股权投资	2.71	2.83	2.82	3.10
投资性房地产	8.33	5.88	10.55	4.31
固定资产	3.71	3.72	3.18	3.26
在建工程	1.62	1.66	-	-
无形资产	5.56	5.80	5.46	5.38
其他非流动资产	-	2.78	0.05	-
非流动资产合计	37.19	34.79	26.78	21.19
资产总计	314.82	336.60	387.13	429.98

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债结构方面，近年公司负债总额呈持续上升趋势，其中非流动负债占比近年均在60%以上，主要由长期借款和应付债券构成，其中2019年应付债券大幅增长主要系子公司高淳经开发行多期中期票据及公司债券，当年末高淳经开应付债券余额63.73亿元，新增28.03亿元；公司发行一期中期票据和公司债券，年末应付债券余额新增16.40亿元。同时，公司长期应付款主要系应付南京扬子开发投资有限公司借款，2019年末余额为10.10亿元。2019

年末，公司流动负债占比为 25.38%，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债及其他应付款构成，其中其他应付款主要为与高淳区其他国有企业的往来款。2020 年 9 月末，公司负债总额为 246.44 亿元，较年初增长 15.54%，随着融资力度的增强，9 月末短期借款、长期借款和应付债券分别较年初增长 29.60%、23.50% 和 16.10%；随着长期债务逐步进入一年内偿还，一年内到期的非流动负债较年初增长 70.09%；当期随着往来款的回收，其他应付款由年初的 8.19 亿元减至 0.66 亿元。

表 18：近年来公司主要负债情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.9
短期借款	7.64	17.54	22.61	29.30
一年内到期的非流动负债	12.26	14.91	12.34	20.99
其他应付款	10.10	4.41	8.19	0.66
长期借款	58.28	50.97	59.51	68.13
应付债券	19.78	35.70	80.13	93.03
长期应付款	14.60	18.19	12.80	13.18
负债总额	151.84	173.92	213.30	246.44

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务结构方面，近年公司总债务规模增长较快，2017~2019 年及 2020 年 9 月末，公司总债务分别为 118.27 亿元、147.52 亿元、183.72 亿元和 233.20 亿元，短期债务占比分别为 21.65%、29.74%、21.27% 和 24.57%，以长期债务为主的期限结构较为合理。

债务到期分布方面，2020 年 10-12 月、2021 年、2022 年和 2023 年及以后到期债务分别为 16.55 亿元、42.55 亿元、67.55 亿元和 106.55 亿元，需持续关注到期债务偿付情况。

中诚信国际认为，公司资产负债中存货和其他应收款占比较高，资产整体流动性较弱，且随着债务扩张，财务杠杆率持续升高，债务压力有所加大。

公司经营性现金净流出规模快速扩张，EBITDA 对债务本息的覆盖能力波动降低

现金流方面，受项建设项目结算进度较慢及建设资金投资支出较多等因素影响，公司经营活动现金流规模持续为净流出状态，且规模波动较大，其中 2018 年支付往来款规模下降，并放缓了工程施

工及土地整理的建设进度，当期净流出额大幅下降。2019 年由于处置固定资产、无形资产及其他长期资产收回的现金增加，公司投资活动净现金流由净流出转为净流入。筹资性现金流方面，2019 年公司筹资活动净现金流大幅提升，随着业务发展，公司资金需求量上升，当年融资取得现金流入大幅增加所致。2020 年前三季度公司经营活动净现金流依然大幅净流出，筹资活动净现金流受融资加快影响，保持了净流入状态。

偿债能力方面，受合并范围变化影响，公司 EBITDA 波动较大，2019 年下降至 4.08 亿元，叠加债务规模快速增加影响，公司 EBITDA 对总债务本息的覆盖程度波动下降，偿债指标整体走弱。

表 19：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.9
经营活动净现金流	-62.33	-3.11	-46.80	-34.20
投资活动净现金流	3.65	-0.96	2.21	-0.25
筹资活动净现金流	55.46	8.56	51.34	36.83
经营净现金流/总债务	-0.53	-0.02	-0.25	-0.20*
经营活动净现金流/利息支出	-11.99	-0.37	-7.38	-
总债务/EBITDA	22.63	16.99	45.02	-
EBITDA 利息倍数	1.01	1.04	0.64	-

注：带**指标经年化。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

良好的银企关系能够对整体偿债能力提供一定支持；公司对外担保规模较大，虽然担保对象均为国有企业，但鉴于规模较大仍需关注其面临的或有风险

银行授信：公司与多家银行机构保持了良好的业务合作关系，截至 2020 年 9 月末，公司获得多家银行授信额度共计 142.14 亿元，未使用额度 27.28 亿元，具备一定备用流动性。

受限资产：截至 2020 年 9 月末，公司受限资产账面价值合计 18.42 亿元，占当期总资产的比例为 4.28%，其中作为保证金及借款质押的货币资金合计 1.93 亿元，存货受限规模为 14.63 亿元，无形资产受限规模为 1.86 亿元。

重大事项：截至 2020 年 9 月末，公司不存在

对公司财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生重大影响的未决诉讼或仲裁事项。

对外担保：截至 2020 年 9 月末，公司对外担保余额合计 63.91 亿元，占净资产的 34.82%，其中因担保公司产生的对外担保余额合计 2.84 亿元，担保对象为个人和民营企业；其他担保对象为高淳区国有企业。公司对外担保规模较大，需关注其面临的或有负债风险。

表 20：截至 2020 年 9 月末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	担保余额
南京市高淳区保障房建设有限公司	21.69
高淳新区湖滨资产管理有限公司	2.36
南京市高淳区城市投资有限公司	3.72
江苏游子山生态产业发展有限公司	3.82
南京高淳文化旅游投资有限公司	10.15
南京桤溪慢城产业园发展有限公司	1.90
南京市高淳区水务建设投资有限公司	2.98
南京市高淳区建设发展集团有限公司	5.00
南京国际慢城建设发展有限公司	3.81
南京高淳老街旅游开发股份有限公司	3.90
江苏固城湖水产市场股份有限公司	1.75
合计	61.07

注：上表不包含因担保业务产生的对外担保。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的企业信用报告，截至 2020 年 12 月 31 日，公司近三年未发生债务违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的债务违约事件。

外部支持

高淳区经济实力较强，可为公司提供良好的经营环境；公司作为高淳区重要的资产运作平台，在资金和股权注入方面得到政府大力支持

作为高淳区政府战略意图的投资建设平台及资产运作平台，公司在资金及股权注入和政府补助

方面得到了高淳区政府的大力支持。

2017 年 1 月，高淳区国资办以货币形式向高淳国资注入资本金 15.70 亿元。与此同时，2017 年财政局拨款注入、政府资本性注入、政府往来款债务豁免等增加公司资本公积 33.69 亿元。2018 年以来，随着财政资本金等的持续注入，截至 2020 年 9 月末，公司资本公积增至 77.32 亿元。

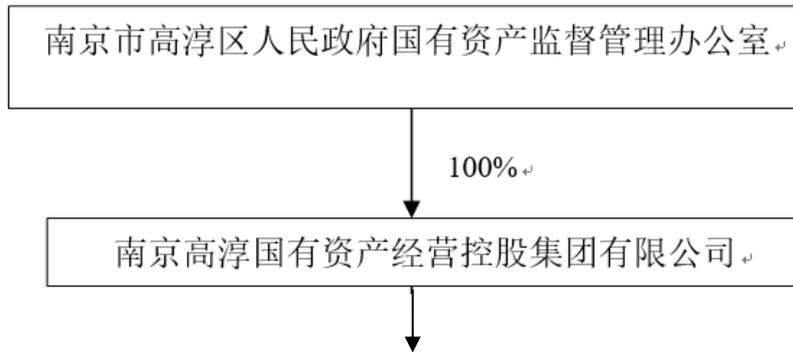
政府补助方面，2017 年~2019 年及 2020 年 1~9 月，公司分别收到政府补助 1.90 亿元、7.80 亿元、3.60 亿元和 2.65 亿元。

综上，高淳区政府给予公司的各项支持保障了公司的良好运营，公司具备一定的抗风险能力。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持南京高淳国有资产经营控股集团有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“20 高淳国资 CP001”的债项信用等级为 **A-1**。

附一：南京高淳国有资产经营控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 9 月末）



主要子公司全称	简称	注册资本 (万元)	持股比例	主要业务情况
江苏高淳经济开发区开发集团有限公司	高淳经开	45,000	100.00%	主要负责高淳经开区内的基础设施建设、土地开发及安置房建设业务
南京市高淳区粮食购销公司	粮食购销公司	1,362	100.00%	负责高淳区粮食收储工作
南京市高淳区产业发展基金有限公司	产业发展基金	100,000	100.00%	作为高淳区母基金产业引导基金的投资主体
高淳区科技创新有限公司	高淳科创	10,000	100.00%	作为高淳区母基金科创基金的投资主体
南京市高淳区中小企业融资担保有限公司	担保公司	10,018	98.36%	主要负责给高淳区内中小企业提供融资担保服务



资料来源：公司提供

附二：南京高淳国有资产经营控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.9
货币资金	187,621.13	176,146.73	266,774.71	326,484.56
应收账款	9,853.23	60,313.53	39,917.61	91,033.07
其他应收款	822,432.79	874,231.29	942,001.60	937,351.41
存货	1,425,931.10	1,561,933.16	1,850,791.01	2,345,665.57
长期投资	169,210.93	136,646.71	68,971.89	75,093.89
在建工程	16,180.96	16,621.98	0.00	0.00
无形资产	55,639.57	58,022.65	54,614.56	53,782.75
总资产	3,148,156.27	3,366,037.50	3,871,308.22	4,299,798.02
其他应付款	101,012.40	53,152.96	100,299.28	6,575.26
短期债务	256,035.39	438,693.54	390,808.89	572,933.00
长期债务	926,614.95	1,036,514.31	1,446,398.64	1,759,027.32
总债务	1,182,650.34	1,475,207.85	1,837,207.53	2,331,960.32
总负债	1,518,419.07	1,739,206.39	2,132,982.73	2,464,358.76
费用化利息支出	22,689.39	58,687.06	16,364.80	--
资本化利息支出	29,298.30	24,537.71	47,039.69	--
实收资本	357,000.00	357,000.00	357,000.00	357,000.00
少数股东权益	124,715.62	131,025.60	124,261.01	125,467.04
所有者权益合计	1,629,737.20	1,626,831.11	1,738,325.49	1,835,439.26
营业总收入	229,735.07	238,286.18	97,734.46	77,262.36
经营性业务利润	-4,668.60	28,396.45	16,368.66	12,262.26
投资收益	41,494.93	1,851.97	-9,166.83	-622.63
净利润	26,547.20	21,705.50	14,869.45	8,272.68
EBIT	47,443.78	83,171.47	38,032.60	--
EBITDA	52,257.42	86,837.46	40,811.70	--
销售商品、提供劳务收到的现金	276,831.34	224,336.14	118,130.38	74,892.36
收到其他与经营活动有关的现金	229,917.10	254,637.78	121,477.38	592,797.06
购买商品、接受劳务支付的现金	609,515.66	388,151.90	375,695.23	330,864.38
支付其他与经营活动有关的现金	507,152.52	103,641.27	316,084.06	667,162.67
吸收投资收到的现金	159,000.00	--	--	--
资本支出	5,001.10	10,190.68	12,629.78	2,466.03
经营活动产生现金净流量	-623,279.20	-31,051.90	-468,009.85	-341,950.16
投资活动产生现金净流量	36,487.89	-9,621.39	22,147.40	-2,466.03
筹资活动产生现金净流量	554,564.37	85,588.31	513,377.36	368,295.12
财务指标	2017	2018	2019	2020.9
营业毛利率(%)	6.40	7.26	11.15	12.20
期间费用率(%)	15.53	26.90	29.71	28.96
应收类款项/总资产(%)	26.44	27.76	25.36	23.92
收现比(X)	1.21	0.94	1.21	0.97
总资产收益率(%)	1.54	2.55	1.05	--
资产负债率(%)	48.23	51.67	55.10	57.31
总资本化比率(%)	42.05	47.56	51.38	55.96
短期债务/总债务(%)	21.65	29.74	21.27	24.57
FFO/总债务(X)	0.02	0.07	0.02	--
FFO 利息倍数(X)	0.39	1.31	0.44	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-11.99	-0.37	-7.38	--
总债务/EBITDA(X)	22.63	16.99	45.02	--
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.20	0.10	--
货币资金/短期债务(X)	0.73	0.40	0.68	0.57
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.01	1.04	0.64	--

注：中诚信国际分析时将公司计入长期应付款及其他非流动负债科目中的有息债务调整至长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。