

2019 年第一期江苏金灌投资发展集团有限公司 公司债券信用评级报告



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： 

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【246】号 04
分析师

姓名：
徐宁怡 田珊

电话：
021-51065630

邮箱：
xuny@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 7 月 4 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
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

2019 年第一期江苏金灌投资发展集团有限公司 公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA	发行主体长期信用等级：AA
发行规模：5.5 亿元	评级展望：稳定
增信方式：保证担保	债券期限：7 年
担保主体：江苏省信用再担保集团有限公司	
债券偿还方式：每年付息，在债券存续期的第 3 至 7 年每年末偿还本金的 20%	

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”）对江苏金灌投资发展集团有限公司（以下简称“金灌集团”或“公司”）本次拟发行总额 5.5 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券的安全性极高，违约风险极低。上述评级结果是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；公司主营业务具有可持续性；公司获得的外部支持力度较大；此外，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”或“担保方”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升本期债券的信用水平。同时我们也关注到了公司资产流动性较弱；在建与拟建基础设施工程项目投资规模较大，面临较大的资金压力；有息债务规模较大，且增速较快，公司面临较大的短期偿债压力；对外担保规模较大，存在一定或有负债等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2016-2018 年灌南县分别实现地区生产总值 306.80 亿元、342.21 亿元和 374.00 亿元，2018 年不变价增长 5.50%，整体区域经济保持良好增长态势。
- 公司主营业务具有可持续性。截至 2018 年末，公司在建及拟建基础设施工程项目总投资金额达 45.39 亿元，工程体量较大，此外，公司负责县域 82 万人口的生活供水及污水处理等，具有较强的区域垄断优势，业务具有可持续性。
- 公司获得的外部支持力度较大。2016-2018 年公司分别获得政府补助 3.08 亿元、

3.00 亿元和 3.00 亿元，在一定程度上提升公司的整体利润水平，此外 2016 年公司获得政府划拨的连云港硕项湖水务集团有限公司（以下简称“硕项湖水务集团”）100%股权，相应的资本公积于 2016 年和 2017 年分别确认增加 18.43 亿元和 2.60 亿元，增强了公司的资本实力；2017 年公司获得政府增资 2.40 亿元；2018 年公司获得政府支持增加资本公积共计 610.33 万元。

- **江苏再担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升本期债券的信用水平。**江苏再担保经营实力强，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **资产流动性较弱。**2018 年末公司资产中存货和其他应收款占比较大，其中存货规模为 106.53 亿元，占总资产的比重为 42.93%，存货多为土地，其中已抵押土地账面价值在存货中占比为 47.02%；其他应收款规模 53.53 亿元，占总资产比重 21.57%，主要系应收政府部门和施工企业往来款及工程款，回款时间均有一定不确定性，公司资产整体流动性较弱。
- **有息债务规模较大，且增速较快，公司面临较大的短期偿债压力。**2016-2018 年末，公司有息债务分别达 45.13 亿元、75.12 亿元和 76.16 亿元，复合增长率达 29.91%，其中 2019 年公司需偿付的有息债务规模高达 24.89 亿元，有息负债规模增速较快，面临较大的短期偿债压力。
- **在建、拟建基础设施工程项目投资规模较大，面临较大的资金压力。**2016-2018 年公司收现比分别为 1.26、0.74 和 0.61，呈逐年下降态势，2017 年和 2018 年经营活动现金流表现不佳。截至 2018 年末，公司在建、拟建基础设施工程项目预计总投资合计 45.39 亿元，尚需投资 33.48 亿元，资金支出压力较大。
- **公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保余额共计 52.89 亿元，占年末所有者权益的比例为 35.58%，其中对民营企业的担保余额合计 2.25 亿元。公司对外担保余额规模较大，存在一定或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,481,344.84	2,466,390.72	2,180,125.29
所有者权益	1,486,488.91	1,470,415.38	1,386,322.28
有息债务	761,646.83	751,217.97	451,296.95
资产负债率	40.09%	40.38%	36.41%

流动比率	5.16	8.49	6.29
速动比率	2.43	3.85	2.48
营业收入	94,544.69	101,076.39	93,413.00
营业外收入	251.88	15.53	30,840.97
其他收益	30,000.00	30,000.00	-
利润总额	32,489.32	31,937.05	31,666.73
综合毛利率	14.89%	11.58%	12.61%
EBITDA	45,456.90	44,484.63	40,794.67
EBITDA 利息保障倍数	1.43	1.28	2.43
经营活动现金流净额	-92,719.89	-36,165.65	115,752.86

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,439,296.61	1,222,442.84	1,084,751.81
所有者权益	752,668.99	717,323.61	698,626.25
在保责任余额（亿元）	-	171.90	159.42
风险准备金充足率	-	2.39%	2.63%
担保净资产放大倍数	9.12	8.59	6.83
累计担保代偿率	-	0.11%	0.13%

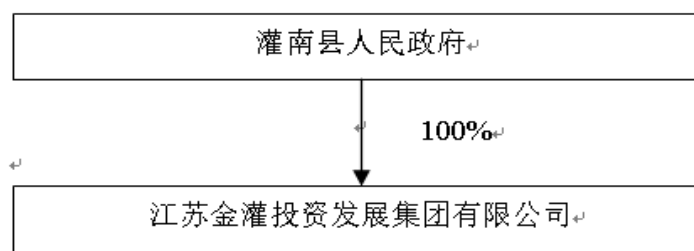
注：表中“-”为尚未获取数据。

资料来源：江苏再担保 2016-2018 年审计报告，江苏再担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身是连云港市灌南资产经营有限公司，系经连云港市人民政府批准由灌南县人民政府出资设立的国有独资有限责任公司，于2003年12月19日成立，2007年6月更名为连云港金灌投资发展有限公司，2008年5月改组为江苏金灌投资发展集团有限公司。公司成立时注册资本10,000万元，后经多次增资，截至2018年12月31日，注册资本变更为60,000万元。截至2019年3月31日，公司控股股东和实际控制人均为灌南县人民政府，公司产权及控制关系如下图1所示。

图1 截至2019年3月31日公司股权结构图



数据来源：公司提供

公司主营业务主要为工程建设、水务和土地整理开发等业务，另有部分收入来自资金拆借、物业租赁、广播电视传播和金融担保等业务，收入占比相对较小。截至2018年末，公司纳入合并报表范围的子公司共15家，详见附录二。

二、本期债券概况

债券名称：2019年第一期江苏金灌投资发展集团有限公司公司债券；

发行总额：5.5亿元；

债券期限和利率：本期债券期限为7年期固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息；

还本付息方式：每年付息一次，自本期债券存续期的第3年起，逐年分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付；

增信方式：江苏再担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额为5.5亿元，用于灌南县硕项湖自来水厂及管网工程和灌南县田楼自来水厂及管网工程建设，具体资金投向明细如下：

表 1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
灌南县硕项湖自来水厂及管网工程	50,625.00	34,000.00	67.16%
灌南县田楼自来水厂及管网工程	32,566.00	21,000.00	64.48%
合计	83,191.00	55,000.00	66.11%

资料来源：公司提供

（一）灌南县硕项湖自来水厂及管网工程

灌南县硕项湖自来水厂及管网工程的实施主体为灌南县硕项湖自来水有限公司，系金灌集团的二级全资子公司。项目建设地位于灌南县城西南部、苏州南路和南环路交叉口。水厂自硕项湖抽取原水，经过预处理、常规处理和深度处理后，向灌南县西片区用户提供合格的饮用水。该项目建设内容包括：1.管道建设工程：输水管道 116,040 米；2.水厂工程：产能规模为 10 万立方米/日的硕项湖水厂 1 座；3.增压站：规模分别为 4,500 立方米/日、8,000 立方米/日、2,500 立方米/日和 5,800 立方米/日的 1-4 号增压站 4 座。

该项目已获批复情况如下：《县发改委关于灌南县硕项湖自来水厂及管网工程项目可行性研究报告的批复》（灌发改[2014]45 号）、《关于对灌南县硕项湖自来水厂及管网工程项目用地的预审意见》（灌国土预审[2014]7 号）、《关于对灌南县硕项湖自来水厂及管网工程项目环境影响报告表的批复》、《建设项目选址意见书》、《灌南县发改委关于灌南县硕项湖自来水厂及管网建设工程固定资产投资项目节能评估报告书的审查意见》（灌发改能审[2014]5 号）、《关于灌南县硕项湖自来水厂及管网工程项目社会稳定风险评估报告的复函》（灌稳办发[2014]12 号）。

该项目预计总投资 50,625.00 万元，其中，建设资金为 47,488.50 万元（包括建筑安装工程费用 31,915.06 万元、设备费用 7,925.04 万元、其他费用 7,648.41 万元），建设期利息为 3,136.50 万元。拟使用本期债券募集资金 34,000.00 万元。该项目建设工期为 24 个月，已于 2015 年 3 月开工建设，截至 2018 年末，该项目已完成投资 51,756.59 万元。该项目未按原计划工期完工，已于 2018 年 12 月已完成工程完工，尚未完成综合验收。

该项目建成投入使用后，将向西片区居民供水，现有地表水厂作为备用。根据江苏华新城市规划市政设计研究院有限公司出具的项目可研报告，项目进入运营期后每年将实现第一阶梯生活用水供给 5.031 万吨/日、第二阶梯生活用水供给 1.768 万吨/日、第三阶梯生活用水供给 0.484 万吨/日、工商服务用水供给 2.493 万吨/日、特种行业用水供给 0.225

万吨/日，供水单价分别为 2.85 元/立方米、3.65 元/立方米、6.05 元/立方米、3.25 元/立方米、4.60 元/立方米，预计每年共实现自来水销售收入 7,330.64 万元。若本期债券于 2019 年成功发行，则在本期债券存续期内，预计合计实现项目收益¹34,087.39 万元；该项目收益的实现有一定不确定性。

（二）灌南县田楼自来水厂及管网工程

灌南县田楼自来水厂及管网工程的实施主体和运营主体均为灌南县田楼自来水有限公司，系金灌集团的二级全资子公司。该项目位于灌南县田楼镇西北、204 国道与通榆运河之间。项目建设内容包括 1.管道建设工程：61,626 米的输水管道；2.水厂工程：新建一期规模为 6 万立方米/日的田楼水厂一座。建成后将向灌南县东片区（包括三口镇、田楼镇、堆沟港镇和临港工业区）供水。

该项目已获批复情况如下：《关于灌南县田楼自来水厂及管网工程项目可行性研究报告的批复》（灌发改[2014]154 号）、《关于对灌南县田楼自来水厂及管网工程项目用地的预审意见》（灌国土预审[2014]37 号）、《关于对灌南县田楼自来水厂及管网项目环境影响报告表的批复》、《建设项目选址意见书》、《县发改委关于灌南县田楼自来水厂及管网工程固定资产投资节能评估报告书的审查意见》（灌发改能审[2014]6 号）、《关于灌南县田楼自来水厂及管网工程项目社会稳定风险评估报告的复函》（灌稳办发[2014]13 号）。

该项目预计总投资 32,566 万元，其中，建设投资 30,598 万元（包括管道工程费用 13,816.21 万元、田楼水厂工程费用 11,693.51 万元、其他费用 2,821.76 万元和工程预备费用 2,266.52 万元），建设期利息 1,968 万元，拟使用本期债券募集资金 21,000.00 万元。该项目建设工期为 24 个月，已于 2015 年 3 月开工建设，截至 2018 年末，该项目已完成投资 32,299.30 万元，其中施工单位垫资 25,414.10 万元。由于部分资金未及时到位，该项目未按原计划工期完工，已于 2018 年 12 月已完成工程施工，尚未完成综合验收。

该项目建成投入使用后，将向东片区居民供水。根据江苏华新城市规划市政设计研究院有限公司出具的项目可研报告，项目进入运营期后预计将实现第一阶梯生活用水供给 2.518 万吨/日、第二阶梯生活用水供给 0.585 万吨/日、第三阶梯生活用水供给 0.117 万吨/日、工商服务业用水 2.725 万吨/日，特种行业用水 0.055 万吨/日，供水单价分别为 2.85 元/立方米、3.65 元/立方米、6.05 元/立方米、3.25 元/立方米、4.60 元/立方米，另有污水处理费留存 6.00 万立方米/天×365 天×1.05 元/立方米×0.75=1,724.63 万元。预计每年共实现自来水销售收入 4,142.99 万元。若本期债券于 2019 年成功发行，则在本期债券存续

¹项目收益=项目营业收入—项目运营成本—营业税金及附加，下同。

期内合计运营 7 年，预计实现项目收益 18,401.76 万元。

受管网老化漏损和农村地区实际执行水价的影响，本期债券两个募投项目收益的实现有一定不确定性。

四、 外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2016-2018 年，我国国内生产总值（GDP）从 74.71 万亿元增长至 90.03 万亿元，各年分别增长 6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018 年，战略性新兴产业增加值分别增长 10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018 年战略性新兴产业营业收入分别增长 17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018 年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为 76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动 GDP 的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为积极财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设

施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。2018 年下半年以来，随着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相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2014 年 10 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。后续相关政策延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策上一定程度放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号），严禁各类城投公司等机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017 年至 2018 年上半年，随着城投行业监管政策密集发布，国家对城投公司的监管

日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018 年 2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018 年下半年，随着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相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，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，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 2 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
------	------	------	------

2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016 年 2 月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016 年 7 月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许

融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

灌南县经济规模保持增长，固定资产投资规模存在较大波动

灌南县隶属于江苏省连云港市，下辖1乡10镇、4个工业园区，2个农业园区，是江苏省首批生态农林业试验示范县，国家级生态示范县，全国科普示范县。灌南县地处连云港市南端，东部濒临黄海，南至东南与涟水、响水两县相连，西与沭阳县为邻，北隔新沂河与灌云县相望，东西最大直线距离71公里，南北30公里，县域总面积1,030平方公里。截至2018年末，灌南县户籍人口82.04万人。

灌南县淡水、海水资源丰富，境内有14条淡水主干河，长约380公里，丰富的水资源形成的40多万亩水域可进行多种水产品养殖，全长74.5公里的灌河是河运、建港、造船业的黄金水道；东部的黄海海岸线长8.72公里，水域面积263平方公里，共设港口码头9个，码头泊位50个，码头总延长2,800米。灌南县目前境内没有铁路，但2014年9月由国家发改委批复的连淮扬镇铁路已于2015年正式全线开工，根据该铁路设计规划，将在灌南县设置高铁站，铁路正式通车预计在2019年，届时将加快灌南县融入上海、南京、苏州、杭州、青岛等大中城市经济圈。

2016-2018年灌南县分别实现地区生产总值306.80亿元、342.21亿元和374.00亿元，2018年不变价增长5.50%；2016-2018年按常住人口计算的人均GDP分别为47,429元、53,794元和58,694元，分别为全国人均水平的89.72%、90.17%和107.41%，地区经济增长速度较快。2018年灌南县第一产业、第二产业和第三产业增加值分别为57.00亿元、172.00亿元和145.00亿元，三次产业结构由2016年的16.79: 47.19: 36.02调整至2018年的15.2: 46.0: 38.8，第二产业占比有所降低，第三产业占比提高。近年灌南县固定资产投资规模波动较大，2016-2018年全县规模以上固定资产投资分别为218.06亿元、252.61亿元和123.80亿元，2018年降幅较大，同比下降25.40%。

消费方面，2016-2018年全县实现社会消费品零售总额分别为93.52亿元、104.12亿元和113.00亿元，呈逐年增长态势，增速虽有所下滑，但仍保持较高增速。对外贸易方面，近年灌南县的进出口总额存在较大波动，2016-2018年分别为2.25亿美元、2.65亿美元和2.00亿美元。总体来看，灌南县经济规模保持增长，固定资产投资规模存在较大波动。

表 3 2016-2018 年灌南县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	374.00	5.5%	342.21	7.0%	306.80	7.5%
第一产业增加值	57.00	3.5%	54.02	3.8%	51.51	2.4%
第二产业增加值	172.00	1.5%	163.19	7.6%	144.78	7.8%
第三产业增加值	145.00	12.0%	125.00	7.7%	110.51	9.6%
固定资产投资	123.80	-25.4%	252.61	15.8%	218.06	21.1%
社会消费品零售总额	113.00	10.0%	104.12	11.3%	93.52	12.0%
进出口总额（亿美元）	2.00	-24.6%	2.65	17.8%	2.25	0.4%
存款余额	-	-	228.76	26.8%	180.44	-
贷款余额	-	-	123.76	-7.7%	134.09	-
人均 GDP（元）	58,694		53,794		47,429	
人均 GDP/全国人均 GDP	107.41%		90.17%		89.72%	

注：标“-”为数据缺失；2018 年人均 GDP 系按 2017 年末常住人口估算

资料来源：2015-2016 年灌南县国民经济和社会发展统计公报，《关于灌南县 2018 年国民经济和社会发展计划执行情况及 2019 年国民经济和社会发展计划（草案）的报告》，中证鹏元整理

2017 年灌南县地方综合财力为 71.97 亿元。从财政收入结构来看，2017 年的公共财政收入为 21.88 亿元，占地方综合财力比重为 30.41%。根据《2019 年灌南县人民政府工作报告》，2018 年灌南县预计实现公共财政收入 22.40 亿元，同比增长 2.40%。2017 年灌南县财政支出为 71.10 亿元，其中 2017 年公共财政支出为 48.77 亿元。2017 年财政自给率为 44.87%，公共财政收入对公共财政支出的保障程度有所下滑。

五、 公司治理与管理

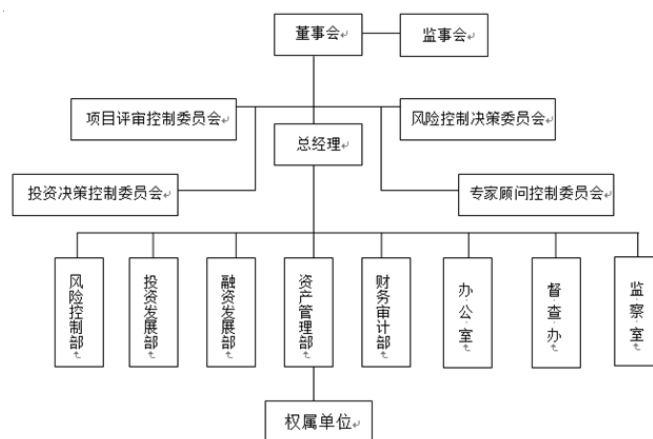
公司根据《中华人民共和国公司法》，制定了《江苏金灌投资发展集团有限公司公司章程》（以下简称“《公司章程》”），公司按照现代企业制度建立并逐步完善了法人治理结构，设立了董事会、监事会和经理层。董事会、监事会和经理层之间授权明确、职责清晰。公司已建立了规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度。

公司结合自身特点和管理需要，在资金管理、投资管理、融资管理、担保管理、关联交易管理和信息披露管理等方面制定了内部管理制度，以加强内部控制，确保公司的正常运营。股东会是公司的权力机构，主要决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会和监事的工作报告、选举或更换董事和监事、修改公司章程并做出决议、对公司重大事项做出决定等。董事会是股东大会的常设权力机构，向股东大会负责，负责公司重大事宜的决策。董事会成员五人，设董事长一人，均由董事会选举产生。董事任期三年，可连选连

任。董事会执行股东大会决议，决定公司的经营计划和投资方案，制定公司年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案等，决定公司内部管理机构的设置等。公司设监事会，由5名监事组成，设监事会主席1名，由全体监事过半数选举产生。监事会中股东代表监事与职工代表监事的比例为4:1，监事任期每届3年，可连选连任。监事检查公司财务，对董事、总经理执行公司职务时违反纪律、法规或者公司章程的行为进行监督，当董事、总经理的行为损害公司的利益时，要求董事、经理予以纠正，提议召开临时股东会。

公司内部组织结构如下：

图 2 截至 2019 年 3 月 31 日公司组织结构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

2016-2018年公司营业收入存在波动，分别为9.34亿元、10.11亿元和9.45亿元。近年公司营业收入主要由工程建设业务、水务业务和土地整理开发业务等业务贡献，另有部分收入来自资金拆借、物业租赁、广播电视传播和金融担保等业务，收入占比相对较小。受工程建设业务和水务业务毛利率变化的影响，近年公司整体毛利率有小幅波动。

表 5 2016-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	69,456.63	7.56%	72,922.75	7.32%	64,821.73	7.47%
水务	18,915.00	30.90%	24,800.62	20.25%	20,366.22	25.27%
土地整理开发	2,830.19	12.50%	-	-	3,531.33	10.43%
资金拆借	1,441.01	99.99%	1,170.81	47.16%	2,648.57	1.00%

物业租赁	1,136.79	38.02%	1,502.56	27.43%	1,187.14	52.88%
其他	555.54	100.00%	314.79	60.06%	260.57	63.81%
主营业务收入合计	94,335.16	14.71%	100,711.53	11.26%	92,815.55	12.04%
广告收入	142.69	97.55%	288.34	100.00%	509.24	100.00%
其他	66.83	89.18%	76.52	100.00%	88.21	100.00%
其他业务合计	209.52	94.88%	364.86	100.00%	597.45	100.00%
合计	94,544.69	14.89%	101,076.39	11.58%	93,413.00	12.61%

注：主营业务中“其他”项目含广播电视传播和金融担保业务收入；其他业务中“其他”项目包含宣传费收入和租金收入；2017年工程建设业务收入含土地整理开发业务收入

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司收入主要来源仍然为工程建设收入，近年该业务收入较为平稳；目前公司在建基础设施工程项目较多，未来收入来源较有保障，但后续资金投入压力较大

公司是灌南县重要的城市基础设施建设主体，灌南县人民政府将灌南县内道路、安置房、水源改造等基础设施工程建设项目委托公司代建。由公司负责项目前期工作和建设，并可通过市场进行融资。根据公司和政府签订的代建协议，公司每年依据施工进度情况按照成本加上一定比例的代建费与政府进行结算。公司通过公开招标将项目外包给施工单位，并每年按工程进度支付施工费用。

近年公司建设完工了灌南县硕项湖备用水源地工程、南环一期和灌南县东环路工程等项目，2016-2018年公司分别实现工程代建收入64,821.73万元、72,922.75万元和69,456.63万元，其中2017年工程代建收入包括土地整理开发收入，整体来说，工程建设收入规模较为稳定。由于政府对不同项目工程款的实际拨付加成比例不同，近年该业务的毛利率分别为7.47%、7.32%和7.56%。“13金灌债”的5个募投项目均与政府签署项目投资建设委托协议书，协议回购款合计39.44亿元，2021年回购完毕，截至2018年末，上述工程结算进度与回购协议不符，已收回投资金额18.62亿元，其中紫薇花园小区、铜灌世纪家园小区、新东佳苑小区已收回投资金额11.50亿元，并已收取代建管理费确认收入，新港大道二期、三期工程确认7.12亿元回购收入，低于回购协议规定的金额14.34亿元，2018年确认代建管理费收入0.34亿元。“14金灌债”的4个募投项目回购款合计42.29亿元，按回购协议于2022年回购完毕，截至2018年末，已实现21.51亿元回购收入，超出协议规定的13.77亿元，其中2018年确认回购收入3.13亿元。

表 6 2018 年公司工程建设业务确认收入情况（单位：万元）

项目名称	收入	成本
灌南县迎宾大道工程	31,347.75	31,001.24
棚改项目	28,242.76	27,930.58
硕灌实业-道路改造工程	2,409.29	2,081.52

晟灌实业-土地增加挂钩项目	1,188.00	1,080.00
金灌置业-消防中心	2,728.69	2,046.52
四通养护-工程建设	143.92	63.54
铜灌小区	1,273.58	-
紫薇花园小区	990.57	-
新东佳苑小区	1,132.08	-
合计	69,456.63	64,203.40

注：铜灌小区、紫薇花园小区与新东佳苑小区项目系收取代建管理费，故未确认成本。

数据来源：公司提供

公司在建基础设施工程主要为2016年棚户区改造工程、灌南县金融中心工程和壹号院项目，目前公司的在建基础设施工程项目较多，未来收入来源具有一定的保障。公司的拟建基础设施工程项目主要为停车场项目与中心污水处理改造项目。截至2018年末，公司在建、拟建基础设施工程项目预计总投资合计45.39亿元，已投入11.91亿元，尚需投资33.48亿元，资金压力较大。

表 7 截至 2018 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	项目总投资	项目已投资
2016 年棚户区改造工程	21.63	9.04
灌南县金融中心工程	3.20	1.24
壹号院	12.02	1.63
停车场项目	6.69	-
中新污水处理改造	1.85	-
合计	45.39	11.91

资料来源：公司提供

近年土地整理收入波动较大，未来收入规模存在不确定性

土地整理业务的模式是由灌南县国土资源局与公司签订《土地增减挂钩工程协议》，公司获得政府授权从事灌南县土地增减挂钩工作。公司将土地开发整理款项按计划支付给灌南县所辖11个乡镇，由各乡镇进行土地整理，相关土地达到预定条件后，由公司上报灌南县国土资源局，灌南县国土资源局确认将相应地块的开发成本加成一定比例收益返还给公司作为公司土地整理收入。近年来受宏观政策和房地产行业影响，灌南县土地出让价格尚处于较低水平，2016年公司确认3,531.33万元土地开发整理收入；2017年由于土地整理收入较少，将该部分收入合并计入工程建设收入，实际贡献收入1,568.69万元；2018年公司确认2,830.19万元土地开发整理收入。

公司土地一级开发业务规模受当地房地产市场及土地交易市场影响较大，该业务未来收入规模存在不确定性。

表 8 2016-2018 年公司土地整理收入明细（单位：万元、亩）

地块位置	总投资金额	土地面积	确认收入金额	土地性质
李集乡	75.18	10.74	84.20	集体建设用地
汤沟镇	27.00	3.86	30.24	集体建设用地
孟兴庄镇	345.51	57.59	386.97	集体建设用地
张店镇	194.20	32.37	217.50	集体建设用地
北陈集镇	135.08	19.30	151.29	集体建设用地
三口镇	381.20	54.46	426.94	集体建设用地
百禄镇	752.24	107.51	842.84	集体建设用地
新集镇	1,252.10	178.88	1,391.33	集体建设用地
2016 年合计	3,162.80	464.68	3,531.33	-
孟兴庄镇	574.58	191.93	307.52	工矿及居民点用地
张店镇	230.94	38.49	54.19	工矿及居民点用地
三口镇	483.78	80.3	115.72	工矿及居民点用地
百禄镇	129.72	259.44	368.89	工矿及居民点用地
新集镇	760.96	414.04	722.36	工矿及居民点用地
2017 年合计	2,179.98	984.2	1,568.69	-
李集乡	1,884.34	350.00	1,007.67	工矿及居民点用地
田楼镇	1,293.00	240.00	690.97	工矿及居民点用地
堆沟港镇	592.23	110.00	316.7	工矿及居民点用地
北陈集镇	1,253.77	283.00	814.85	工矿及居民点用地
2018 年合计	5,023.34	983.00	2,830.19	-

资料来源：公司提供

近年公司水务收入规模存在一定的波动，提高了公司收入规模和盈利能力

硕项湖水务集团成立于2012年11月，由灌南县政府出资，为县属国有企业，注册资金1.40亿元。集团下设硕项湖自来水有限公司、田楼自来水有限公司、硕项湖纯净水有限公司、灌南县畅达市政工程建设有限公司、灌南县自来水有限公司、灌南县硕项湖投资发展有限公司、灌南海西污水处理有限公司，主要负责县域82万人口生活供水，污水处理及县域供水设施与设备维护等，具有较强的区域垄断优势。

2016-2018年硕项湖水务集团污水收集和处理量存在较大波动，贡献的污水处理收入分别为8,790.06万元、9,149.51万元和2,009.14万元，其中2018年收入大幅下降，主要系当年工业园区内的很多企业停工整治导致工业污水处理量大幅下降所致。

表 9 硕项湖水务集团污水处理业务

项目	2018 年	2017 年	2016 年
污水收集量（万吨）	210.06	938.17	898.69
污水处理量（万吨）	210.06	938.17	892.40
污水处理收入（万元）	2,009.14	9,149.51	8,790.06

数据来源：公司提供

近年来灌南县水价基本稳定，硕项湖水务集团管网规模和供水能力不断扩大，目前供水设计能力达到16万吨/日，实际供水能力达12万吨/日，主管网规模176公里，环状支管道282公里，三级管网990公里。受此推动，2016-2018年公司售水量年均复合增速达24.06%。由于公司在灌南县农村乡镇地区未能普遍执行阶梯水价，已安装水表的农户按实际用水量缴纳税费，暂未安装水表的农户以100元/年/户缴纳水费，加上农村供水管网存在一定老化而造成损耗，2017年公司水务业务毛利率受到一定影响。随着2018年大部分农户安装水表，收费方式由以前100元/户改为按量收费，收入增长高于成本增长，同时新自来水管厂的投产，提高了效率，减少了成本，因此2018年供水收入和毛利率有所上升。2017-2018年供水收入分别为8,208.67万元和12,905.86万元，同比有所上升。公司水务业务除上述污水处理收入和供水业务外，还包括纯净水销售收入与管网工程收入，2016-2018年公司实现水务收入分别为2.04亿元、2.48亿元和1.89亿元，存在一定的波动。

表 10 灌南县水价

项目级别	户均年用水量（吨）	到户价格（元/吨）			
	每户 4 人及以下	基本水价	污水处理费	水资源费	合计
居民：第一级	≤192	1.60	1.05	0.2	2.85
居民：第二级	>192≤300 的部分	2.40	1.05	0.2	3.65
居民：第三级	>300 的部分	4.80	1.05	0.2	6.05
工商服务业用水	-	1.90	1.15	0.2	3.25
特种行业类用水	-	3.25	1.15	0.2	4.60

数据来源：公司提供

表 11 硕项湖水务集团供水业务

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
售水量（万吨）	3,902.40	2,659.04	2,535.55

数据来源：公司提供

资金拆借、物业租赁、广播电视传播和金融担保业务收入对公司收入来源形成有益补充

除工程建设业务、水务业务和土地整理开发业务外，公司收入来源还有资金拆借、物业租赁、广播电视传播和金融担保业务收入等，这些业务收入占比较小，但对公司收入形成了有益的补充。

公司资金拆借业务主要系公司为灌南县范围内的部分国有企业提供借款服务，从而收取一定的利息费用。借款利息通常按照人民银行1年期贷款基准利率上浮30%计息，按季付息。2016-2018年公司资金拆借业务收入分别为2,648.57万元、1,170.81万元和1,441.01万元，存在较大波动。截至2018年末，公司借出资金4.11亿元，未发生逾期现象。

2016-2018年公司分别实现物业租赁收入1,187.14万元、1,502.56万元和1,136.79万元，系公司持有的办公楼等物业租赁给政府相关部门实现的收入，受当年实际租赁合同签订的影响，该项业务的收入规模与毛利率均存在较大波动。

公司广播电视传播和广告业务由子公司灌南县广电网络有限公司（以下简称“灌南广电”）负责运营，广播电视传播业务收入包括数字化改造费用、有线电视费等，随着灌南县有限电视工程改造的逐步完工，且自2017年起有线电视费收费权不再归公司所有，故2017年广播电视业务收入与广告收入大幅下降，因2018年灌南广电不再纳入公司合并范围，2018年广播电视业务不再贡献收入，广告业务贡献收入142.69万元。

公司金融担保业务主要由子公司连云港灌河投资担保有限公司运作，由于公司担保对象主要为灌南县重点支持的大型企业和就业、创业的农村妇女²，具有一定政策功能。2016-2018年该业务收入随着对外担保余额的增长而增长较多。截至2018年末，公司担保业务共86笔，其中对自然人担保共计3,192.80万元，对企业担保共计8,610.00万元。产生不良余额1,010.23万元，不良率为4.22%，不良余额已全部代偿。

公司持续受到较大力度的外部支持

作为灌南县重要的城市基础设施建设主体，灌南县政府对公司的支持力度一直较大，根据灌国资发[2016]12号文，灌南县人民政府于2016年公司无偿划拨了硕项湖水务集团，相应的资本公积于2016年确认增加18.43亿元；2017年公司无偿划拨了灌南硕项湖投资发展有限公司、灌南县自来水有限公司，资本公积于2017年相应增加2.60亿元；根据灌国资发[2017]48号文，灌南县人民政府于2017年公司无偿划拨了连云港化工产业园区投资发展有限公司，2017年末该公司净资产达11.32亿元，2017年实现营业收入3,535.84万元，实现亏损644.93万元；2017年灌南县人民政府向公司增资了2.40亿元实收资本。2018年灌南县人民政府为连云港灌河投资担保有限公司提供2018年度担保扶持基金增加资本公积54.06万元，灌南县人民政府划入江苏连云港化工产业园区公共管廊管理有限公司增加资本公积556.27万元。

根据灌财发[2016]83号文、灌财发[2017]89号文和灌财发[2018]90号文，2016-2018年公司分别获得政府补助30,780.08万元、30,000.00万元和30,000.00万元。政府对公司的支持在一定程度上提升了公司的资金实力及总体利润水平。

表 12 近年来公司获得的外部支持情况（单位：亿元）

²根据江苏省财政厅苏财社【2009】201号、苏财社【2010】222号等文件精神，结合我县实际情况，在县委县政府的领导下出台了《灌南县促进妇女就业创业小额担保贷款实施方案》，明确广大妇女同志为贷款对象，联合县妇联、社保局、财政局、农商行等多个部门，以公务员、事业编等公职人员信用担保为主要反担保措施，单笔业务不超10万元。

1、资产划拨

资产类别	公司名称	评估价值	持股比例
股权	江苏连云港化工产业园区公共管廊管理有限公司	-	45%
股权	连云港化工产业园区投资发展有限公司	10.31	100%
股权	灌南县自来水有限公司	0.14	100%
股权	灌南硕项湖投资发展有限公司	2.45	100%
股权	连云港硕项湖水务集团有限公司	18.43	100%

2、补贴收入

补贴金额	依据文件
3.00	灌财发[2018]90 号文
3.00	灌财发[2017]89 号文
3.08	灌财发[2016]83 号文

3、增加资本金

金额	2.40
----	------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告和中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2016年度公司合并范围新增硕项湖水务集团，系由政府划拨方式取得，股权取得100%；2017年公司合并范围新增海西国际投资有限公司、连云港市硕灌实业有限公司、连云港化工产业园区投资发展有限公司、连云港中新污水处理有限公司、灌南县晟灌实业有限公司、连云港灌河金融控股有限公司、灌南县畅达市政工程建设有限公司、灌南县硕项湖自来水有限公司、灌南县自来水有限公司、硕灌融资租赁（深圳）有限公司和连云港市灌南县润灌科技小额贷款有限公司等11家子公司；2017年公司合并范围不再纳入灌南县扬帆港务有限公司、江苏灌河半岛实业有限公司、灌南县灌铁实业有限公司和灌南县碧海园林绿化有限公司等4家子公司；2018年公司合并范围新增灌南县金灌物业管理有限公司、

灌南县硕项湖酒店有限公司和灌南县灌江农业投资发展有限公司3家子公司；2018年公司合并范围不再纳入灌南县四通公路养护工程有限公司、灌南县广播电视网络有限公司、灌南县田楼自来水有限公司、灌南县畅达市政工程建设有限公司、灌南县硕项湖投资发展有限公司、灌南县自来水有限公司、灌南县硕项湖自来水有限公司、灌南海西污水处理有限公司和灌南硕项湖纯净水有限公司等15家子公司。截至2018年末，公司纳入合并报表范围的子公司共15家，详见附录二。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但应收款项和存货占比较大，且抵押资产占比较大，整体资产流动性较弱

截至2018年末，公司资产规模为248.13亿元，受新增合并范围以及业务持续发展影响，公司2016-2018年资产规模复合增速达6.68%。公司资产结构较为稳定，公司近几年资产构成均以流动资产为主，2016-2018年末流动资产占总资产比例分别为83.10%、85.06%和81.02%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。2016-2018年公司货币资金规模波动较大，分别为13.75亿元、31.40亿元和15.90亿元，其中2017年公司银行借款和发行债券规模大幅增加，货币资金规模攀升较快，2018年公司偿还一定规模的借款，故货币资金有所下降。截至2018末，公司货币资金中使用受限的规模为3.76亿元，主要是保函保证金、保证金和用于担保的定期存款或通知存款，货币资金受限比例为23.64%。公司应收账款绝大部分为应收灌南县财政局的工程代建款，2016-2018年末应收账款余额分别为9.52亿元、9.75亿元和16.87亿元，账期均为1年以内和1-2年，回收风险不大。2016-2018年末公司其他应收款规模分别为27.18亿元、48.16亿元和53.53亿元，三年复合增长率为40.34%。2018年末公司其他应收款主要系应收灌南县财政局、灌南县国土资源局、灌南县房屋征收局、江苏连云港化工产业园区管理委员会和灌南县经济开发区管委会的往来款，前五名债务人欠款合计占比86.14%，集中度较高，欠款方均为政府相关单位，回收风险较小，但实际回收时间存在较大不确定性，对公司资金形成了较大的占用。公司存货包括待开发成本、工程施工、原材料等，近年公司存货资产规模存在波动，但占总资产比例逐年下降，2016-2018年公司存货分别为109.79亿元、114.76亿元和106.53亿元，占总资产的比重分别为50.36%、46.53%和43.93%。截至2018年末，公司存货中含土地5,770.23万平方米，土地用途多为商业用地和综合用地，入账价值91.49亿元，其中50.09亿元的土地已用于借款抵押，占存货余额的47.02%。

公司非流动资产以固定资产、在建工程 and 无形资产为主，公司固定资产主要为房屋建筑物，受在建工程转固定资产和新增纳入合并范围的子公司影响，2016-2018年公司固定资产持续增长，账面价值分别为11.11亿元、14.47亿元和16.30亿元，三年复合增长率为21.12%。受公司工程建设和完工进度影响，2016-2018年末公司在建工程余额分别为4.66亿元、3.13亿元和6.15亿元。公司无形资产多为土地使用权，2016-2018年末无形资产账面价值分别为18.70亿元、16.56亿元和13.38亿元。截至2018年末，无形资产中共有土地使用权132.63万平方米，合计账面价值为13.30亿元，其中账面价值5.98亿元的土地使用权用于抵押，土地性质全部系出让地，主要集中在灌南县新安镇，大部分用途为商业用地，另有少量商住、住宅和公共设施用地。

整体来看，公司资产规模和资产结构较为稳定，2018年末资产中应收政府相关部门的款项和土地资产占比较高，应收款项回收时间存在不确定性，全部土地资产的抵押受限比例高达49.73%，整体资产流动性较弱。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	158,967.63	6.41%	313,992.12	12.73%	137,512.13	6.31%
应收账款	168,747.47	6.80%	97,519.99	3.95%	95,171.03	4.37%
其他应收款	535,277.85	21.57%	481,557.36	19.52%	271,792.29	12.47%
存货	1,065,331.94	42.93%	1,147,621.36	46.53%	1,097,938.35	50.36%
流动资产合计	2,010,386.05	81.02%	2,097,925.65	85.06%	1,811,662.50	83.10%
固定资产	163,013.92	6.57%	144,732.97	5.87%	111,116.53	5.10%
在建工程	61,505.55	2.48%	31,291.77	1.27%	46,560.92	2.14%
无形资产	133,793.61	5.39%	165,567.39	6.71%	186,964.68	8.58%
非流动资产合计	470,958.79	18.98%	368,465.07	14.94%	368,462.79	16.90%
资产合计	2,481,344.84	100.00%	2,466,390.72	100.00%	2,180,125.29	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

近年来公司营业收入与综合毛利率存在波动，利润水平对政府补贴依赖程度高

2016-2018年公司营业收入存在波动，因政府对不同基建工程项目实际支付的代建款不同，综合毛利率有一定波动，2016-2018年分别为12.61%、11.58%和14.89%。由于2017-2018年公司将原属于营业外收入科目的政府补贴计入其他收益，且管理费用逐年下降，近年营业利润呈逐年上升态势。另外，公司作为灌南县主要的城市基础设施建设主体，2016-2018年公司获政府补贴分别达3.08亿元、3.00亿元和3.00亿元，提高了公司总体的利润

水平，政府补贴占当年利润总额比重分别为97.20%、93.93%和92.34%，公司利润水平对政府补助的依赖程度高。

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	94,544.69	101,076.39	93,413.00
营业利润	32,765.40	32,142.63	1,035.40
营业外收入	251.88	15.53	30,840.97
其他收益	30,000.00	30,000.00	-
利润总额	32,489.32	31,937.05	31,666.73
综合毛利率	14.89%	11.58%	12.61%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流净流出规模逐年扩大，经营回款表现不佳，在建基础设施工程项目投资需求较大，资金支出压力较大

2016-2018年公司收现比分别为1.26、0.74和0.61，呈逐年下降态势，2018年经营活动现金流表现不佳。公司与政府相关单位资金往来较为频繁，往来款相关现金流动存在一定波动性。2016-2018年公司回款速度大幅放缓，但项目投资力度不减，导致经营活动产生的现金流量净额由净流入转为净流出，且流出规模逐年扩大，三年净额分别为115,752.86万元、-36,165.65万元和-92,719.89万元。

公司投资活动现金支出主要用于购买子公司和购建固定资产等，2016-2018年投资活动现金净流出额存在较大波动，分别为40,474.21万元、-160,823.97万元和-88,512.00万元。为解决运营资金需求，公司主要通过银行借款、发行债券等方式筹集资金，近年灌南县政府多次向公司拨付专项资金，亦是公司现金的重要来源。2016-2018年公司筹资活动频繁，尤其是2017年银行借款和发行债券大幅增加，筹资活动现金流入较多。截至2018年末，公司在建、拟建基础设施工程项目预计总投资合计45.39亿元，尚需投资33.48亿元，资金支出压力较大。

表 15 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
收现比	0.61	0.74	1.26
销售商品、提供劳务收到的现金	58,134.08	74,670.81	117,661.58
收到的其他与经营活动有关的现金	523,727.18	83,454.60	101,723.73
经营活动现金流入小计	581,861.27	158,125.42	219,385.31
购买商品、接受劳务支付的现金	83,084.65	67,663.76	40,161.51

支付的其他与经营活动有关的现金	582,779.80	122,903.74	61,802.22
经营活动现金流出小计	674,581.15	194,291.06	103,632.45
经营活动产生的现金流量净额	-92,719.89	-36,165.65	115,752.86
投资活动产生的现金流量净额	-88,512.00	-160,823.97	-40,474.21
筹资活动产生的现金流量净额	-8,255.07	374,394.61	48,205.61
现金及现金等价物净增加额	-188,784.77	177,405.00	123,484.26

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年公司债务规模显著增长，有息债务规模较大，存在较大的短期偿债压力

随着近年来政府资产的注入及经营未分配利润的积累，2016-2018年公司所有者权益复合增速为3.55%，2018年末公司所有者权益为148.65亿元。由于2017年公司银行借款和应付债券余额大幅增加，并获得政府预付的工程配套资金，负债规模显著攀升，2018年末公司偿还部分借款，负债总额仍高达99.49亿元。由于2017年负债规模增长幅度远远超过所有者权益增长，2017年末公司产权比为67.73%，较2016年末增加10.47个百分点，2018年产权比率有所回落，净资产对于债务保障程度尚可。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
负债总额	994,855.93	995,975.34	793,803.02
所有者权益	1,486,488.91	1,470,415.38	1,386,322.28
产权比率	66.93%	67.73%	57.26%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司以非流动负债为主，占比波动较大，2016-2018年分别为63.73%、75.20%和60.83%。公司2018年末有息负债期末余额为75.16亿元，占公司负债总额比例75.55%。

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。2016-2018年公司短期借款余额分别为0.88亿元、4.06亿元和6.30亿元，三年复合增长率高达167.56%。2018年末，公司其他应付款主要为应付灌南汤臣实业有限公司、灌南县住建局、连云港亚新钢铁有限公司、灌南县碧海园林绿化有限公司和灌南县城东污水处理厂的往来款项，2016-2018年末其他应付款余额分别为15.05亿元、7.46亿元和8.15亿元。2018年末，公司一年内到期的非流动负债系2019年内到期需偿还的长期借款和应付债券，合计17.70亿元，其中一年内到期的应付债券4.50亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款（含专项应付款）构成。2018

年末公司长期借款余额24.41亿元，包括抵押借款、保证借款、质押借款和信用借款。2018年末公司应付债券余额包括“13金灌债”、“14金灌债”、“17金灌投资MTN001”、“17金灌投资MTN002”、“17金灌债”和“18金灌01”，经利息调整后，2016-2018年末公司应付债券余额分别为12.91亿元、22.28亿元和18.86亿元。公司长期应付款主要包括专项应付款和三笔债券融资计划，截至2018年末，长期应付款达15.73亿元，系公司与南京银行签订的2017年第一期债权融资计划、2017年第二期债权融资计划以及公司与江苏银行债权融资计划，利率水平在5.4%-5.5%左右，以及7.73亿元专项应付款，主要为政府拨付的建设项目专项资金，包括灌南县地表水建设指挥部、灌南县城供水管网改造工程建设指挥部和南环路一期、二期，东环路、迎宾大道等项目。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	63,000.00	6.33%	40,600.00	4.08%	8,800.00	1.11%
其他应付款	81,510.24	8.19%	74,602.79	7.49%	150,502.21	18.96%
一年内到期的非流动负债	176,952.13	17.79%	71,390.00	7.17%	79,640.00	10.03%
流动负债合计	389,665.86	39.17%	246,961.77	24.80%	287,890.63	36.27%
长期借款	244,057.39	24.53%	331,693.25	33.30%	233,792.00	29.45%
应付债券	188,637.31	18.96%	222,824.72	22.37%	129,064.95	16.26%
长期应付款	157,342.98	15.82%	80,000.00	8.03%	-	-
专项应付款	-	-	114,495.60	11.50%	143,055.43	18.02%
非流动负债合计	605,190.07	60.83%	749,013.57	75.20%	505,912.39	63.73%
负债合计	994,855.93	100.00%	995,975.34	100.00%	793,803.02	100.00%
有息负债	761,646.83	76.56%	751,217.97	75.43%	451,296.95	56.85%

注：2018 年将专项应付款合并纳入长期应付款中列式

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

近年来有息负债规模和占负债总额比例均持续上升，2016-2018年末有息负债复合增长率达29.91%，截至2018年末，公司有息债务规模为76.16亿元。从有息负债的偿还期限来看，随着长期借款和应付债券的集中到期，2019年公司需偿付的有息债务规模高达24.89亿元，2020-2021年公司逐年分别需要偿还有息债务本金17.77亿元和7.60亿元，公司面临较大的短期偿债压力。

表 18 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	截至 2018 年末有息债务口径	2019 年需偿还	2020 年需偿还	2021 年需偿还	2022 年及以后需偿还	合计
----	------------------	-----------	-----------	-----------	--------------	----

短期：						
短期借款	63,000.00	63,000.00	-	-	-	63,000.00
应付票据	9,000.00	9,000.00	-	-	-	9,000.00
一年内到期的非流动负债	176,952.13	176,952.13	-	-	-	176,952.13
长期：						
长期借款	244,057.39	-	87,720.00	55,970.00	100,367.39	244,057.39
应付债券	188,637.31	-	20,000.00	20,000.00	148,637.31	188,637.31
长期应付款	80,000.00	-	80,000.00	-	-	80,000.00
有息债务合计	761,646.83	248,952.13	187,720.00	75,970.00	249,004.70	761,646.83

注：公司长期应付款中的专项应付款无须付息，在有息债务口径中剔除。

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2016-2018 年公司资产负债率分别为 36.41%、40.38%和 40.09%，虽有波动但整体呈上升趋势。公司流动比率随之呈现先升后降的趋势，2018 年末流动比率达 5.16。考虑到公司流动资产中土地和应收款项占比较高，待开发土地相当部分已用于抵押，应收账款和其他应收款的回收时间存在不确定性，公司短期偿债能力较弱。近年来公司 EBITDA 持续增加，但随着公司有息负债规模持续增加，偿债负担加重，公司 EBITDA 利息保障倍数存在波动，整体亦呈下降趋势，息税折旧摊销前利润对于债务利息的保障程度一般。

表 19 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	40.09%	40.38%	36.41%
流动比率	5.16	8.49	6.29
EBITDA（万元）	45,456.90	44,484.63	40,794.67
EBITDA 利息保障倍数	1.43	1.28	2.43
有息债务/EBITDA	16.76	16.89	11.06

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

八、 本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金来源及主要风险包括以下几个方面：

1、 本期债券募投项目带来的资金流入是本期债券还本付息的主要来源。灌南县硕项湖自来水厂及管网工程和灌南县田楼自来水厂及管网工程建成后将分别向灌南县西片区、东片区的居民供水，通过收取水费实现收入。上述两个项目正式投入运营后在本期债券存续期内预计共可实现项目经营收益8.47亿元，对本期债券本金覆盖比例为1.54。但需关注，

募投资项目建成后，能否实现预计的自来水销售量存在一定的不确定性，一定程度上影响到本期债券的偿还能力。

2、公司本身经营活动产生现金流入是本期债券按时还本付息的重要来源。2016-2018年，公司分别实现营业收入9.34亿元、10.11亿元和9.45亿元。2016-2018年，公司销售商品、提供劳务获得的现金流入分别为11.77亿元、7.47亿元和5.81亿元。公司与政府合作关系稳定，预计未来营业收入有一定持续性，能为本期债券还本付息提供一定保障，但回购款的不及时结算和支付，以及各往来款回收时间的不确定，为公司未来现金流带来了不确定性。

3. 公司拥有的土地资产变现能为本次债券还本付息提供一定保障。截至2018年末，公司存货中含土地5,770.23万平方米，土地用途多为商业用地和综合用地，入账价值91.49亿元；投资性房地产中包含土地25.57万平方米，入账价值7.96亿元。非常情况下土地变现资金和往来款偿还资金可为本期债券偿还提供进一步的保障。但需关注的是，截至2018年末，存货与投资性房地产中价值50.09亿元的土地已用于借款抵押，抵押比率较高，土地变现能力受到较大的限制。

（二）本期债券保障措施分析

江苏再担保经营实力强，由其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升本期债券的信用水平

江苏再担保原名江苏省信用再担保有限公司，由江苏省人民政府发起设立，成立于2009年12月，初始注册资本为30亿元，其中江苏省人民政府出资比例为53.33%，江苏省国信资产管理集团有限公司出资比例为13.33%，江苏乾明投资有限公司、波司登股份有限公司和江苏雨润食品产业集团的出资比例分别16.67%、10%和6.67%。在成立后的几年中，江苏再担保一直保持江苏省政府控股、民营股东参股的股权结构。2015年，江苏再担保的股权结构开始变化，民营股东逐步退出，江苏省内的地方政府及地方政府融资平台等逐步加入。2016年公司新增5家股东，全部为政府及政府平台类主体，新增股东增加公司注册资本100,000万元。同时，原股东江苏省人民政府增资3,513万元，江苏省海州湾发展集团有限公司增资5,000万元。公司于2017年1月4日变更名称为现名。2018年6月，经股东会批准，公司以资本公积、未分配利润转增资本57,342.10万元，其中资本公积转增资本22,707.00万元，未分配利润转增资本34,635.10万元。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为630,763.10万元，控股股东仍为江苏省人民政府，控股股东持股比例为33.73%，股权结构如下表。

表20 截至2018年末公司股权结构（单位：万元）

股东名称	金额	比例
江苏省人民政府	212,763.10	33.73%
江苏省国信资产管理集团有限公司	44,000.00	6.98%
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	5.23%
常州市新北区人民政府	33,000.00	5.23%
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	5.23%
丹阳市人民政府	22,000.00	3.49%
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	22,000.00	3.49%
扬州广陵区人民政府	22,000.00	3.49%
如皋市人民政府	22,000.00	3.49%
常州市钟楼区人民政府	22,000.00	3.49%
扬州经济技术开发区开发总公司	22,000.00	3.49%
上海波司登投资管理有限公司	11,000.00	1.74%
张家港市直属公有资产经营有限公司	11,000.00	1.74%
江苏交通控股有限公司	11,000.00	1.74%
江苏海州湾发展集团有限公司	11,000.00	1.74%
东台市人民政府	11,000.00	1.74%
江苏省阜宁经济开发区管委会	11,000.00	1.74%
建湖县人民政府	11,000.00	1.74%
东台市投资发展有限公司	11,000.00	1.74%
镇江市圉山风景名胜区管理委员会	11,000.00	1.74%
淮安市淮安区国有资产监督管理办公室	11,000.00	1.74%
江苏苏豪投资集团有限公司	5,500.00	0.87%
江苏弘业股份有限公司	5,500.00	0.87%
江苏凤凰出版传媒集团有限公司	5,500.00	0.87%
江苏苏汇资产管理有限公司	5,500.00	0.87%
江苏省盐业集团有限责任公司	4,400.00	0.70%
江苏省农垦集团有限公司	3,300.00	0.52%
江苏省海外企业集团有限公司	3,300.00	0.52%
合计	630,763.10	100.00%

资料来源：江苏再担保 2018 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保为江苏省政府下属的国有担保公司，承担了部分支持中小企业的职能，业务主要包括再担保业务、直接担保业务、利息类业务（委托贷款、信托贷款、小额贷款、典当等）、融资租赁业务等。业务范围主要在江苏省内，近年业务对象中政府平台类企业和国有企业的比重逐步上升，民营企业尤其是中小民营企业的比重逐步下降。

表21 2015-2017年江苏再担保主营业务收入情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
再担保业务	9,878.41	28.40%	4,417.44	7.17%	4,509.06	4.77%
直接担保业务	55,802.55	99.95%	50,813.02	99.69%	41,913.09	44.37%
利息业务	40,656.03	69.19%	31,731.11	67.48%	30,621.94	32.42%
融资租赁业务	21,996.44	100.00%	13,725.66	100.00%	17,414.21	18.44%
买断非循环后付款保理	20.44	-209.42%	-	-	-	-
合计	128,353.87	84.66%	100,687.23	85.52%	94,458.30	100.00%

资料来源：江苏再担保2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

2015-2017年，江苏再担保的直接担保业务发生额分别为129.69亿元、247.52和116.47亿元，呈现波动，2017年末江苏省再担保的直接担保在保责任余额为444.50亿元，相比2015年末增长174.77%。2015-2017年，江苏再担保的再担保发生额分别为675.96亿元、695.69亿元和722.70亿元，年均复合增长率为3.40%，再担保业务规模缓慢增长，2017年末江苏省再担保的再担保业务责任余额为171.90亿元，相比2015年增长60.80%。

截至2018年末，江苏省再担保资产总额143.93亿元，所有者权益75.27亿元；2018年度，江苏再担保实现营业收入13.31亿元，利润总额5.04亿元。

表22 2016-2018江苏再担保主要财务数据

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产（万元）	1,439,296.61	1,222,442.84	1,084,751.81
所有者权益合计（万元）	752,668.99	717,323.61	698,626.25
现金类资产比率	38.19%	31.01%	36.48%
资产负债率	47.71%	41.32%	35.60%
流动比率	1.78	2.10	2.59
营业收入（万元）	133,070.87	112,564.11	100,294.46
利润总额（万元）	50,390.34	44,109.77	37,460.56
期间费用率	22.32%	20.76%	17.94%
净资产收益率	5.15%	4.51%	4.49%
风险准备金充足率	-	2.39%	2.63%
当期再担保发生额（亿元）	-	722.70	695.69
当期直接担保发生额（亿元）	-	116.47	247.52
直接担保责任余额（亿元）	-	444.50	318.03
再担保责任余额（亿元）	-	171.90	159.42
担保风险准备金（亿元）	17.10	14.75	12.56
担保净资产放大倍数	9.12	8.59	6.83
累计担保代偿率	-	0.11%	0.13%

注：表中“-”为尚未获取数据。

资料来源：江苏再担保 2016-2018 年审计报告，江苏再担保提供，中证鹏元整理

整体看，江苏再担保实力雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

九、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2016年1月1日至报告查询日（2019年3月14日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录。

（二）或有事项分析

截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保余额共计 52.89 亿元，占年末所有者权益的比例为 35.58%，包括政府下属单位以及部分民营企业，其中对民营企业的担保余额合计 2.25 亿元，占比 4.25%。民营企业的担保均已采取反担保措施，对非民营企业担保均未采取反担保措施。公司对外担保余额规模较大，存在一定的或有负债风险。

表 20 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保明细（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否民营企业	担保方式
灌南县城市建设投资发展有限公司	39.57	2042 年 6 月 25 日	国有	保证
连云港灌河新农村发展建设有限公司	3.10	2021 年 5 月 9 日	国有	保证
江苏裕灌现代农业科技有限公司	1.35	2019 年 4 月 22 日	民营	保证
江苏金路源交通发展集团有限公司	1.75	2025 年 10 月 29 日	国有	保证
灌南县汤臣实业有限公司	1.35	025 年 6 月 1 日	国有	保证
灌南县腾升投资有限公司	4.18	2025 年 4 月 25 日	国有	保证
灌南县经济适用房开发中心	0.40	2020 年 12 月 31 日	国有	保证
灌南县三口实业有限公司	0.10	2019 年 1 月 2 日	国有	保证
江苏亚欧工程管理有限公司	0.40	2019 年 7 月 14 日	民营	保证
灌南县农通实业有限公司	0.20	2019 年 3 月 19 日	国有	保证
灌南宏兴环保科技有限公司	0.50	2025 年 12 月 10 日	民营	保证
合计	52.89	-	-	-

注：本表剔除了连云港灌河投资担保有限公司的金融担保业务。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	158,967.63	313,992.12	13,886.90
其他应收款	535,277.85	481,557.36	124,170.12
存货	1,065,331.94	1,147,621.36	1,077,989.90
总资产	2,481,344.84	2,466,390.72	2,180,125.29
短期借款	63,000.00	40,600.00	8,800.00
一年内到期的非流动负债	176,952.13	71,390.00	79,640.00
长期借款	244,057.39	331,693.25	233,792.00
应付债券	188,637.31	222,824.72	129,064.95
长期应付款	157,342.98	194,495.60	143,055.43
总负债	994,855.93	995,975.34	793,803.02
有息债务	761,646.83	751,217.97	451,296.95
所有者权益	1,486,488.91	1,470,415.38	1,386,322.28
营业收入	94,544.69	101,076.39	93,413.00
营业利润	32,765.40	32,142.63	1,035.40
营业外收入	251.88	15.53	30,840.97
利润总额	32,489.32	31,937.05	31,666.73
经营活动产生的现金流量净额	-92,719.89	-36,165.65	115,752.86
投资活动产生的现金流量净额	-88,512.00	-160,823.97	-40,474.21
筹资活动产生的现金流量净额	-8,255.07	374,394.61	48,205.61
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	14.89%	11.58%	12.61%
收现比	0.61	0.74	1.26
产权比率	66.93%	67.73%	57.26%
资产负债率	40.09%	40.38%	36.41%
流动比率	5.16	8.49	6.29
速动比率	2.43	3.85	2.48
EBITDA（万元）	45,456.90	44,484.63	40,794.67
EBITDA 利息保障倍数	1.43	1.28	2.43
有息债务/EBITDA	16.76	16.89	11.06

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至 2018 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

序号	子公司名称	取得方式	持股比例	主营业务
1	海西国际投资有限公司	新设	100%	投资、进出口贸易、咨询
2	灌南县金灌置业有限公司	投资设立	100%	房地产开发
3	连云港灌河融资担保有限公司	投资设立	100%	贷款担保
4	灌南县兴民扶贫开发有限公司	投资设立	100%	种植业、养殖业扶贫开发
5	连云港化工产业园区投资发展有限公司	购买	100%	商务服务
6	灌南县三创交通投资有限公司	合并	100%	交通工程施工
7	灌南县晟灌实业有限公司	新设	100%	土木工程建筑
8	江苏灌河投资发展有限公司	投资设立	100%	投资开发
9	连云港灌河金融控股有限公司	投资设立	100%	商务服务
10	连云港硕项湖水务集团有限公司	划拨	100%	水务项目投资
11	灌南县灌河旅游发展有限公司	合并	100%	旅游项目开发
12	灌南县堆沟港实业有限公司	设立	60%	港务工程
13	灌南县灌江农业投资发展有限公司	投资设立	100%	特色小镇投资开发；设施农业项目投资开发
14	硕灌融资租赁（深圳）有限公司	投资设立	100%	租赁
15	连云港市灌南县润灌科技小额贷款有限公司	投资设立	70%	商务服务

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
产权比	$\text{负债总额} / \text{所有者权益总额}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中有息部分}$

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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。