信用评级公告

联合〔2022〕3668号

联合资信评估股份有限公司通过对响水县灌江新城建设发展有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持响水县灌江新城建设发展有限公司主体长期信用等级为AA，维持“21灌江债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

响水县灌江新城建设发展有限公司
2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
响水县灌江新城建设发展有限公司	AA	稳定	AA	稳定
湖北省融资担保集团有限责任公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 灌江债	AAA	稳定	AAA	稳定

偿债主体跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 灌江债	9.00 亿元	9.00 亿元	2028/11/29

注：“21 灌江债”设置本金提前偿还条款，到期兑付日为最后一次还本付息日；上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 9 日

偿债主体本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

偿债主体本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

响水县灌江新城建设发展有限公司（以下简称“公司”）是响水县重要的基础设施建设主体。跟踪期内，公司外部发展环境良好，公司业务仍保持较强的区域专营优势，并继续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司商品贸易及出租业务均面临一定的交易对手信用风险，整体债务负担仍较重且面临较大的短期偿债压力，未来投资压力仍较大且未来收益存在一定不确定性等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

未来随着响水县经济持续发展及基础设施建设持续推进，公司经营有望保持稳定。

“21 灌江债”由湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“湖北担保集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，湖北担保集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保显著提升了“21 灌江债”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“21 灌江债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司外部发展环境良好。**跟踪期内，响水县经济有所增长，为公司提供了良好的外部发展环境。按可比价格计算，2021 年，响水县地区生产总值同比增长 6.0%。
2. **跟踪期内，公司业务仍保持较强的区域专营优势。**公司作为响水县重要的基础设施建设主体，仍负责响水县城东新区范围内部分基础设施建设、安置房建设和老城区改造等工作，仍保持较强的区域专营优势。
3. **跟踪期内，公司继续得到有力的外部支持。**2021 年，响水县政府及相关部门将盐城港 5.00%的股权划转给公司；将响水县农业农村局的农业大棚设备无偿划拨给子公司新禾科技，增加资本公积 14.14 亿元；

分析师：

张雪婷　登记编号（R0150220110001）

高志杰　登记编号（R0150220120076）

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

拨付各项补贴合计 0.50 亿元。

4. **增信措施。**湖北担保集团为“21 灌江债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期债券的偿付安全性。

关注

1. **跟踪期内，公司商品贸易及出租业务均面临一定的交易对手信用风险。**截至 2021 年底，公司商品销售业务应收账款规模仍较大，客户集中度很高，且均为民营企业，公司面临一定的交易对手信用风险。租金业务收入受承租单位经营情况影响，面临一定的交易对手信用风险。
2. **跟踪期内，公司整体债务负担仍较重，且面临较大的短期偿债压力。**截至 2021 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 57.16%和 48.71%，整体债务负担仍较重。同期末，公司现金短期债务比为 0.65 倍，面临较大的短期偿债压力。
3. **在建及拟建项目未来待投资规模较大且未来收益存在一定不确定性。**截至 2021 年底，公司在建及拟建项目尚需投资额 76.54 亿元，未来存在较大的投资压力；其中自建项目尚需投入较大，易受当地产业发展影响，未来收益存在一定不确定性。

偿债主体主要财务数据：

合并口径			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	23.49	32.76	25.49
资产总额（亿元）	146.24	199.17	223.15
所有者权益（亿元）	59.29	79.95	95.60
短期债务（亿元）	21.78	50.29	39.39
长期债务（亿元）	30.32	31.11	51.40
全部债务（亿元）	52.10	81.40	90.79
营业总收入（亿元）	22.72	20.96	19.54
利润总额（亿元）	1.82	1.38	1.44
EBITDA（亿元）	3.58	3.77	3.85
经营性净现金流（亿元）	3.98	10.31	4.53
营业利润率（%）	7.91	7.93	9.18
净资产收益率（%）	3.00	1.75	1.57
资产负债率（%）	59.46	59.86	57.16
全部债务资本化比率（%）	46.78	50.45	48.71
流动比率（%）	208.44	170.38	165.48
经营现金流动负债比（%）	7.04	11.71	5.95
现金短期债务比（倍）	1.08	0.65	0.65
EBITDA 利息倍数（倍）	1.20	0.72	0.56
全部债务/EBITDA（倍）	14.55	21.60	23.57
公司本部（母公司）			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	155.52	169.53	190.16
所有者权益（亿元）	58.49	62.43	64.06
全部债务（亿元）	37.23	33.05	43.85
营业总收入（亿元）	8.63	8.65	8.34
利润总额（亿元）	1.58	1.42	1.60
资产负债率（%）	62.39	63.17	66.31
全部债务资本化比率（%）	38.89	34.61	40.63
流动比率（%）	204.90	173.73	159.55
经营现金流动负债比（%）	2.94	-1.45	-5.83

注：1. 2019－2021 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 本报告合并口径已将其他流动负债纳入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中付息项纳入长期债务核算；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：根据审计报告及公司提供资料整理

偿债主体评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 灌江债	AAA	AA	稳定	2021/10/12	张雪婷 高志杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告版权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受响水县灌江新城建设发展有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

响水县灌江新城建设发展有限公司
2022 年跟踪评级报告

一、 跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于响水县灌江新城建设发展有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、 企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股东及实际控制人均未发生变化。截至 2021 年底，公司注册资本和实收资本仍均为 20.00 亿元，响水县灌江控股集团有限公司（以下简称“灌江控股集团”）仍为公司唯一股东。响水县国有资产管理委员会办公室（以下简称“响水县国资办”）持有灌江控股集团 100.00%的股权，公司实际控制人仍为响水县国资办。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2021 年底，公司纳入合并范围内一级子公司共 9 家；公司本部内设 10 个职能部室，包括审计部、财务部和工程项目部等。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 223.15 亿元，所有者权益 95.60 亿元（含少数股东权益 0.39 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 19.54 亿元，利润总额 1.44 亿元。

公司注册地址：响水县城规划路 1 号金色家园；法定代表人：李杨。

三、 债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕。

表 1　截至 2022 年 5 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21 灌江债	9.00	9.00	2021/11/29	7 年

注：上述债券附本金提前偿还条款，第 3 至 7 个计息年度末分别偿还发行总额的 20%
资料来源：联合资信整理

截至2022年5月底，公司由联合资信评定的存续期担保债券为“21灌江债”，合计金额9.00亿元，将于2028年11月29日到期。“21灌江债”募集资金中，5.40亿元用于响水县大有镇和黄圩镇等中小企业园项目建设，3.60亿元用于补充营运资金。截至2022年3月底，“21灌江债”募集资金已全部使用完毕，响水县大有镇和黄圩镇等中小企业园项目尚未建设完毕，项目建设进度已超过95.00%。

“21灌江债”由湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“湖北担保集团”）提供了全额不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，湖北担保集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其担保显著提升了“21灌江债”本息偿付的安全性。

四、 宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长

4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30（4.95）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50（6.79）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60（2.90）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30
房地产投资（%）	25.60（7.60）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70
基建投资（%）	29.70（2.30）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50
制造业投资（%）	29.80（-2.0）	19.20（2.00）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60
社会消费品零售（%）	33.90（4.14）	23.00（4.39）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70（4.53）	12.00（5.14）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。

消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。

2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

[1] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。

2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。

2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。

生产端，停工停产、供应链受阻及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、 行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资

规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021 年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年开始，国内经济下行压力加大，2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021 年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月，银保监发〔2021〕15 号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022 年 4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022 年 5 月，财政部通报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022 年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济和政府财力

2021 年，响水县经济保持增长，固定资产投资实现增长，为公司提供了良好的外部经营环境；响水县财政收入稳步增长，财政收入质量仍较好，但财政自给能力仍较弱，政府债务负担较重。

根据《响水县2021年国民经济和社会发展统计公报》，2021年，经初步核算，响水县地区生产总值446.3亿元，按可比价格计算同比增长6.0%。其中，第一产业实现增加值57.9亿元，同比增长2.2%；第二产业实现增加值204.0亿元，同比增长5.5%；第三产业实现增加值184.5亿元，同比增长7.5%。三次产业比重为13.0:45.7:41.3，第三产业占比同比有所下降。

2021年，响水县固定资产投资同比增长19.1%，其中制造业投资同比增长36.4%。同期，响水县完成房地产开发投资14.6亿元，同比下降48.6%，其中，住宅投资12.1亿元，同比下降45.6%。

2021年，响水县全体居民人均可支配收入29603元，同比增长9.4%，其中城镇常住居民人均可支配收入36285元，同比增长8.1%，农村常住居民人均可支配收入22033元，同比增长11.0%。

根据《关于响水县 2021 年财政预算执行情况和 2022 年财政预算草案的报告》，2021 年，全县实现财政一般公共预算收入 25.3 亿元，同比增长 9.5%。其中，税收收入 20.8 亿元，同比增长 16.7%，占一般公共预算收入比重 82.2%，财政收入质量仍较好。同期，响水县一般公共预算支出 72.8 亿元，同比增长 1.9%，财政自给率为 34.8%，财政自给能力仍较弱。2021 年，响水县政府性基金收入为 50.3 亿元，同比增长 10.9%；上级补助收入合计 106.9 亿元。截至 2021 年底，响水县地方政府债务余额为 85.7 亿元，政府债务率为 80.1%[2]，政府债务负担较重。

六、 基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，灌江控股集团仍为公司唯一股东，响水县国资办仍为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，公司业务仍保持较强的区域专营优势。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化。公司

[2] 政府债务率=地方政府债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）*100.00%

作为响水县重要的基础设施建设主体，仍主要负责响水县城东新区范围内部分基础设施建设、安置房建设和老城区改造等工作。跟踪期内，公司业务仍保持较强的区域专营优势。

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好；联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（中征码：3209210000551730），截至 2022 年 5 月 31 日，公司本部无未结清或已结清的关注和不良类信贷记录。总体来看，公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91320921MA1N171M0K），截至 2022 年 5 月 31 日，子公司响水县灌宏供应链有限公司（以下简称“灌宏供应链”）无未结清或已结清的关注和不良类信贷记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司及子公司灌宏供应链被列入全国失信被执行人名单。

七、 管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度及组织架构等方面无重大变化。

八、 经营分析

1. 经营概况

2021 年，受商品销售及房屋销售业务收入下降的影响，公司营业总收入同比有所下降；同时，受毛利率较高的委托代建业务占比提升影响，公司综合毛利率小幅增长。

跟踪期内，公司作为灌江控股集团旗下基建业务的承载主体，仍主要负责响水县城东新区范围内部分基础设施建设、老城区改造（历史存量项目）和乡镇工业园区的开发建设。2021 年，受商品销售及房屋销售业务收入规模下降影响，公司营业收入有所下降。同期，公司综合毛利率小幅增长，主要系毛利率较高的委托代建业务占比提升所致。

表 3　2020－2021 年公司营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
委托建设	5.38	25.64	19.23	8.12	41.58	19.23
出租	1.55	7.42	5.04	1.88	9.60	5.56
商品销售	10.94	52.17	2.56	9.50	48.64	2.54
房屋销售	3.10	14.77	11.98	0.01	0.05	-14.59
农业种植	--	--	--	0.03	0.14	7.29
合　计	**20.96**	**100.00**	**8.41**	**19.54**	**100.00**	**9.77**

注：尾差系数据四舍五入所致，下同
资料来源：根据公司审计报告整理

2. 委托建设业务

2021 年，公司委托建设业务模式未发生变化；委托建设确认收入规模同比有所增长；公司在建及拟建的委托建设项目尚需投资规模较大，资金支出压力较大。

跟踪期内，公司委托建设业务模式未发生变化，仍由公司本部负责。公司与响水县人民政府（以下简称“响水县政府”）或响水县财政局签订委托建设合同，前期项目资金（主要包括施工建设成本和融资成本等）由公司垫付，相关费用计入“存货”。响水县政府或响水县财政局于每年年底对公司代建的基础设施工程项目进行结算，公司按照 33.33%（含税）的成本加成比例确认委托建设收入，工程代建结算款在 5

年内拨付，由响水县财政局安排财政预算资金支付。

2021 年，公司确认委托代建收入同比增长 50.93%，系四好农路项目和农村公路提档工程项目完工部分确认收入；毛利率较上年维持稳定。

截至 2021 年底，公司主要在建委托建设项目包括响水县灌江双园商业文化艺术街项目和响水县灌江城东娱乐商业中心项目等，资金均来自公司自筹及借款，预计总投资额 61.19 亿元，截至 2021 年底已投资 41.79 亿元，尚需投资 19.40 亿元。公司主要拟建代建项目预计总投资 12.60 亿元。整体看，公司在建及拟建的委托建设项目尚需投资规模较大，未来资金支出压力较大。

表 4　截至 2021 年底公司主要在建代建项目情况

项目名称	建设期	总投资（亿元）	已投资（亿元）	计划投资（亿元）		
				2022 年	2023 年	2024 年
盐城市响水县农村公路提档升级工程	2016－2023 年	15.40	10.29	2.56	2.55	--
金港家园农民集中居住区	2017－2022 年	5.00	4.36	0.64	--	--
黄圩镇云彩村新型社区	2020－2022 年	1.76	1.75	0.01	--	--
响水县响水镇五河片区美丽乡村建设项目	2021－2023 年	5.65	0.81	2.42	2.42	--
响水县灌江双园商业文化艺术街项目	2021－2024 年	20.55	16.64	2.00	1.91	--
响水县灌江城东娱乐商业中心项目	2021－2024 年	12.83	7.94	2.00	2.00	0.89
合　计	--	**61.19**	**41.79**	**9.63**	**8.88**	**0.89**

注：“--”表示无投入
资料来源：公司提供

表 5　截至 2021 年底公司主要拟建代建项目情况

项目名称	建设期	预计总投资（亿元）
响水县经济开发区污水管网提升项目	2022/12－2023/12	6.00
响水县第二中学扩建	2022/12－2024/12	4.00
新建特殊学校	2022/12－2024/12	2.60
合　计	--	**12.60**

资料来源：公司提供

3. 房屋销售业务

2021年，公司自建保障房项目已经基本完工，外购商品房项目销售已接近尾声。房屋销售收入和毛利率同比均有所下降；公司无在建和拟建的房地产项目，房屋销售业务持续性差。

自建项目方面，公司本部承接了响水县珠江路棚户片区改造工程，开发建设用地为划拨用地，项目总投资15.40亿元，截至2021年底该项目已投资15.32亿元。建设资金来源为自有资金和外部融资，投入计入“存货－开发成本”或“预付款项”，销售对象为拆迁安置户。公司与响水住建局签订《收购合同》，响水住建局对公司建设的部分保障房进行收购，公司依据合同约定的销售房产单价乘以预测交付面积确认保障房销售收入。响水住建局采取分期付款的方式付款：第一次付款自签约日起一年内支付总价款的70.00%；第二次付款在住宅和商铺房产网签备案及验收合格后3日内支付至总价的95.00%；余款约5.00%，根据最终房产竣工测绘后办理产权登记的面积多退少补。2019－2020年，公司分别实现销售收入2.73亿元（含税2.86亿元）和3.03亿元，2021年未实现销售收入，累计收到回款5.76亿元。截至2021年底，响水县珠江路棚户片区改造项目账面价值9.60亿元，计入“存货”；累计销售面积9.81万平方米，剩余待售面积19.86万平方米。

外购方面，公司购置了帝逸国际商品房，购入价格1.10亿元，并按照安置房销售给拆迁安置户。2019－2021年，公司分别实现销售收入0.78亿元、0.07亿元和0.01亿元，均已收到回款。截至2021年底，帝逸国际项目账面价值0.46亿元，计入“存货”。

2021年，公司房屋销售收入主要来自于销售帝逸国际楼盘的收入；同期，该板块毛利率为

负，主要系车库车位降价销售所致。截至2021年底，公司无在建和拟建的房地产项目，房屋销售业务持续性差。

4. 商品销售业务

2021 年，受镍铁销售收入下降的影响，公司商品销售收入同比有所下降；公司商品销售业务应收账款规模较大，客户集中度很高，且均为民营企业，公司面临一定的交易对手信用风险；商品销售受钢材行业波动影响，面临一定的市场风险。

2021 年，公司商品销售业务主要由一级子公司灌宏供应链负责，响水县沪响供应链管理有限公司因国际进出口政策变动暂停营业。

灌宏供应链主要从事镍铁、不锈钢卷板等商品的贸易业务，销售范围集中在响水县。镍铁和不锈钢卷板等均为不锈钢制品生产所需材料，销售对象主要为江苏德龙镍业有限公司（以下简称“德龙镍业”）的子公司响水德丰金属材料有限公司（以下简称“德丰金属”）及德丰金属的关联方响水恒生不锈钢铸造有限公司（以下简称“恒生不锈钢”）。德龙镍业成立于 2010 年 8 月，位于响水县，为一家集镍铁生产、不锈钢冶炼、轧制和酸洗为一体的大型民营不锈钢生产企业。为保证原材料按时供应，公司一般会储备库存，这对公司资金形成一定占用。结算方面，公司上游供应商结算方式一般为款到发货，结算周期和占款周期均为 1 年以内；下游客户按采购批次与公司进行结算，结算方式为先款后货，结算周期和占款周期均为 1 年以内。截至 2021 年底，公司应收德丰金属 9.17 元，规模较大。

2021 年，受镍铁销售收入下降的影响，公司确认的商品销售业务收入同比下降 13.16%，毛利率基本维持稳定，但相对较低。公司商品销售受钢材行业波动影响，面临一定的市场风险。

表6　公司商品销售业务主要客户及销售情况

年份	客户	销售产品	收入（亿元）	占比（%）
2020 年	德丰金属	不锈钢卷板	6.48	59.21
	恒生不锈钢	镍铁	4.43	40.50
	江苏盛通新材料科技有限公司	石英环	0.02	0.18
	江苏浩坤羽绒有限公司	白鸭原料绒	0.01	0.11
	合　计	--	**10.95**	**100.00**
2021 年	德丰金属	304 不锈钢卷板（黑皮卷）	8.86	92.46
	恒生不锈钢	镍铁	0.64	6.69
	江苏浩坤羽绒有限公司	灰鸭原料绒	0.08	0.85
	合　计	--	**9.58**	**100.00**

资料来源：公司提供

5. 出租业务

2021年，公司出租业务收入和毛利率同比均有所增长；主要在建项目较多，未来资金支出压力较大；预计项目完工后能为公司带来一定规模的租赁收入，但受承租单位经营情况影响，面临一定的交易对手信用风险。

公司出租资产除名门春天人才公寓和帝逸国际商铺（计入“投资性房地产”）及响水县工业经济区228国道北侧的厂房及1450mm、1550mm不锈钢轧钢生产线及设备租赁（计入“固定资产”）和污水管网外，新增响水县灌江研学实践基地的出租（计入“投资性房地产”）。

公司自2018年3月起将位于响水县工业经济区228国道北侧的厂房及1450.00mm、1550.00mm不锈钢轧钢生产线及设备租赁给德丰金属。依据公司和德丰金属签订的《厂房及设备租赁合同》，租赁期为10年，德丰金属每生产1吨不锈钢材料向公司支付110.00元租金。德丰金属使用租赁物生产不锈钢的产量每日应不低于3300.00吨，不足3300.00吨时按3300.00吨计算

租金；如租赁期满一年，德丰金属年产量未能达到150.00万吨，则德丰金属在支付年度最后一天租金时补足按150.00万吨计算产量时租金。

2021年，公司出租业务收入和毛利率均同比小幅增长。考虑到公司与德丰金属的合同期限较长且有产量要求，该业务是公司未来稳定且重要的补充收入来源之一。公司租金业务收入受承租单位经营情况影响，面临一定的交易对手信用风险。

表 7　公司出租收入情况（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年
生产线	13823.30	13802.00
研学基地	--	2893.12
污水管网	942.86	1211.01
名门春天、帝逸国际等	781.75	848.80
合　计	**15547.91**	**18754.93**

注：“--”表示未实现收入
资料来源：公司提供

公司还自行投资建设相关产业配套设施，建成后主要通过设施租售等运营方式进行资金平衡。截至2021年底，公司在建的自建项目总投资69.30亿元，已投资39.81亿元，尚需投资29.49亿元，投资压力较大，且未来自建项目易受当地产业发展影响，未来收益存在一定不确定性。同期末，公司主要拟建的自建项目预计总投资15.05亿元，未来资金支出压力较大。

表 8　截至 2021 年底公司在建自建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期	总投资额	已投资额	尚需投资	未来收入平衡方式
响水县大有镇、黄圩镇等中小企业园项目	2019－2022 年	14.07	13.88	0.19	厂房出租及出售、办公楼出租及出售
响水县助农创客中心	2019－2022 年	5.80	5.60	0.20	厂房出租、办公楼出租
高新技术产业园	2019－2022 年	4.55	4.30	0.25	厂房出租、停车费
城南厂房改造提升	2020－2024 年	14.90	2.27	12.63	商业综合体开发
响水县灌江研学实践基地项目	2021－2023 年	6.58	3.51	3.07	出租
高效生态农业养殖基地项目	2022－2024 年	8.60	0.33	8.27	出租
农业大棚设施	2021－2023 年	14.80	9.92	4.88	出租
合　计	--	**69.30**	**39.81**	**29.49**	--

注：农业大棚设备系政府无偿划拨，完工部分已转入固定资产。
资料来源：公司提供

表 9　截至 2021 年底公司拟建自建项目情况

项目名称	建设期	预计总投资额（亿元）
响水县和谐路幼儿园	2022/01－2022/12	2.25
响水县灌江研学基地 C 校区	2022/01－2022/12	7.80
黄河故道桃花源生态农业区	2022/04－2024/04	5.00
合　计	--	**15.05**

资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司未来将进一步培育和拓展现有业务，并积极开展招商引资带动高新技术产业发展。

公司未来将继续推进响水县的基础设施和保障房建设业务；依托灌宏供应链进一步培育和拓展贸易业务板块；重点加快项目建设，积极开展园区内招商引资工作，带动高新技术产业、智能终端产业集聚；同时，公司将投资美丽乡村建设，改善镇村面貌。

九、 财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2021年，公司合并范围内新增4家一级子公司，分别为响水县灌江新禾科技发展有限公司（以下简称“新禾科技”）、响水县古黄河旅游发展有限公司、响水县响之味农业发展有限公司和响水县全域城市更新建设发展有限公司，均为投资新设；一级子公司盐城市灌江企业管理有限公司被注销。截至2021年底，公司纳入合并范围内一级子公司共9家。跟踪期内，公司合

并范围内变动子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

截至2021年底，公司资产规模有所增长，流动资产占比有所下降。公司资产中存货和应收类款项占比高，对资金占用明显，且公司货币资金受限比例高。整体看，公司资产流动性仍弱，资产质量仍一般。

截至2021年底，公司合并资产总额223.15亿元，较上年底增长12.04%，主要系非流动资产的增长所致。其中，流动资产占56.45%，非流动资产占43.55%。公司资产结构相对均衡，非流动资产占比较上年底上升较快。

表 10　2020－2021 年末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
货币资金	31.53	15.83	24.74	11.09
应收账款	20.95	10.52	18.77	8.41
预付款项	17.01	8.54	--	--
其他应收款	48.99	24.60	26.52	11.89
存货	28.68	14.40	53.15	23.82
流动资产	**150.03**	**75.33**	**125.96**	**56.45**
债权投资	--	--	7.55	3.38
其他权益工具投资	--	--	13.47	6.04
投资性房地产	1.14	0.57	12.21	5.47
固定资产	13.99	7.02	16.78	7.52
在建工程	23.57	11.83	40.19	18.01
其他非流动资产	10.02	5.03	6.81	3.05
非流动资产	**49.14**	**24.67**	**97.19**	**43.55**
资产总额	**199.17**	**100.00**	**223.15**	**100.00**

注：“--”表示金额为零
资料来源：根据公司审计报告整理

（1）流动资产

截至2021年底，公司流动资产125.96亿元，较上年底下降16.05%，主要系预付款项和其他应收款的下降所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

截至2021年底，公司货币资金24.74亿元，较上年底下降21.53%，主要系清偿应付票据所致。货币资金中有21.17亿元受限资金，受限比例为85.55%，主要为质押存单和银行承兑汇票保证金，受限比例高。

截至2021年底，公司应收账款账面价值18.77亿元，较上年底下降10.39%。应收账款账龄1年以内的占76.38%，1~2年的占23.60%，累计计提坏账0.25亿元，按风险组合计提坏账准备的应收账款中已逾期金额合计4.39亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为18.95亿元，占比为99.59%，集中度很高。

表 11　截至 2021 年底公司应收账款前五名欠款单位情况

单位名称	金额（亿元）	账龄	占比（%）
德丰金属	9.17	1 年以内	48.22
响水县财政局	8.53	1 年以内	44.84
恒生不锈钢	0.77	1 年以内	4.05
响水县灌江高级中学	0.24	1 年以内	1.27
响水县水务局	0.23	1 年以内 0.13 亿元；1~2 年 0.10 亿元	1.21
合　计	**18.95**	--	**99.59**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2021年底，公司预付款项减少17.01亿元，主要系预付响水县自然资源和规划局土地款转入“存货”所致。

截至2021年底，公司其他应收款26.52亿元，较上年底下降45.86%，主要系与响水县财政局及区域内其他单位的往来款减少所致。其中，账龄1年以内的占34.96%，2~3年的占32.67%，3~4年的占27.40%。其他应收款累计计提坏账准备0.47亿元。从集中度看，其他应收款账面余额前五名合计占比81.77%，集中度很高。

表 12　截至 2021 年底公司其他应收款前五名欠款单位情况

单位名称	金额（亿元）	账龄	占比（%）
响水县南汇工业园投资开发有限公司	8.58	1 年以内	31.79
响水县创业园有限公司	6.00	3~4 年	22.23
响水县交通投资有限责任公司	3.12	2~3 年	11.56
江苏盐城港响水港开发集团有限公司	2.35	2~3 年	8.71
响水县海洋投资有限责任公司	2.02	1~2 年	7.48
合　计	**22.07**	--	**81.77**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2021年底，公司存货53.15亿元，较上年底增长85.28%，主要系响水县灌江双园商业文化艺术街项目和响水县灌江城东娱乐商业中心项目投入款增长所致。存货主要由开发成本和土地开发成本构成，未计提跌价准备。公司存货主要由委托代建项目和保障房项目投入的开发成本（47.81亿元）和土地开发成本（4.89亿元）构成，土地开发成本为8宗商业住宅用地，暂无开发计划。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产97.19亿元，较上年底增长97.79%，主要系其他权益工具投资、投资性房地产和在建工程的增长所致。公司非流动资产主要由其他权益工具投资、投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。

截至2021年底，公司债权投资新增至7.55亿元，均为对德龙镍业子公司的投资，系盐城龙泰不锈钢管有限公司、响水成鹏再生资源有限公司和江苏成冶机械制造有限公司。

截至2021年底，公司其他权益工具投资增加13.47亿元至14.60亿元，主要系响水县政府将持有的江苏盐城港控股集团有限公司（以下简称“盐城港”）5.00%的股权划转至公司使得公司其他权益工具投资新增13.17亿元所致。

截至2021年底，公司投资性房地产大幅增长至12.21亿元，主要系响水县灌江研学实践基地项目转入所致。

截至2021年底，公司固定资产16.78亿元，较上年底增长19.96%，主要系响水县人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“响水国资办”）划拨给子公司新禾科技的农业大棚设施完工部分计入固定资产所致。固定资产主要由机器设备15.43亿元和房屋、建筑物1.32亿元构成，累计计提折旧5.16亿元。

截至2021年底，公司在建工程40.19亿元，较上年底增长70.52%，主要系对乡镇企业园和响水县灌江研学实践基地项目的投入增加及响水国资办划拨给新禾科技的农业大棚设施未完工部分计入在建工程所致。

截至2021年底，公司其他非流动资产6.81亿元，系预付购房款，较上年底下降32.05%。

资产流动性方面，截至2021年底，公司应收类款项（应收账款+其他应收款+长期应收款）占资产总额的比重合计20.30%。同期末，主要由基础设施建设项目投入和土地开发成本构成的存货占资产总额的比重为23.82%。整体看，公司资产流动性弱，资产质量一般。

截至2021年底，公司所有权受到限制的资产账面价值合计54.11亿元，占资产总额的比重为24.25%，主要用于借款抵押或质押，资产受限比例较大。

表 13　截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
存货	24.73	11.08	借款抵押
货币资金	21.17	9.49	质押存单或银行承兑汇票保证金
投资性房地产	4.20	1.88	借款抵押
在建工程	3.78	1.70	借款抵押
固定资产	0.12	0.05	借款抵押
应收票据	0.11	0.05	质押借款
合　计	**54.12**	**24.25**	--

资料来源：根据公司审计报告整理

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益较上年底有所增长，实收资本和资本公积占比高，权益结构稳定性好。

截至2021年底，公司所有者权益95.60亿元，较上年底增长19.57%，主要系资本公积的增长所致。其中，资本公积较上年底增长29.12%，主要系响水国资办将响水县农业农村局的评估价值为14.14亿元的农业大棚设施无偿划拨给新禾科技所致；未分配利润较上年底增长13.55%，主要系净利润的积累所致。公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，二者合计占86.51%，权益稳定性好。

表 14　公司所有者权益主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	20.00	25.02	20.00	20.92
资本公积	48.56	60.73	62.70	65.59
未分配利润	9.94	12.43	11.28	11.80
所有者权益合计	**79.95**	**100.00**	**95.60**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

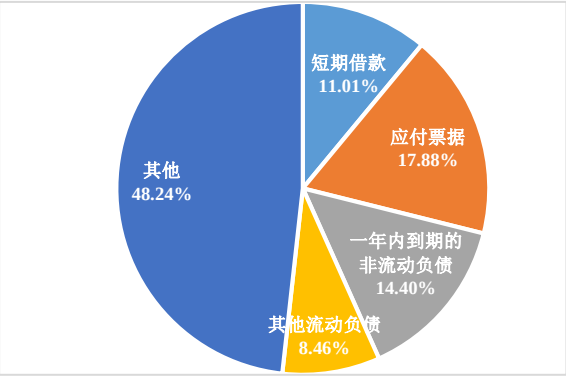
（2）负债

截至2021年底，公司负债总额较上年底小幅增长，其中，流动负债规模及占比增长较快；公司全部债务有所增长，债务结构有所优化，存在较大的短期偿债压力。

截至2021年底，公司负债总额127.55亿元，较上年底增长6.99%，主要系非流动负债的增长所致。其中，流动负债占59.67%，非流动负债占40.33%。非流动负债占比上升幅度较大，负债结构有所优化。

截至2021年底，公司流动负债76.12亿元，较上年底下降13.56%，主要系应付票据和其它非流动负债的下降所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

图1　截至2021年底公司流动负债构成情况



资料来源：根据公司审计报告整理

截至2021年底，公司短期借款8.38亿元，较上年底下降6.97%。其中，质押借款、保证借款、抵押借款和信用借款分别占短期借款的50.07%、29.53%、18.13%和2.27%。

截至2021年底，公司应付票据13.61亿元，较上年底下降40.36%。

截至2021年底，公司其他应付款35.61亿元，较上年底增长3.92%，主要由往来款构成。

表 15　截至 2021 年底公司其他应付款前五名欠款单位情况

单位名称	与公司关系	金额（亿元）	占比（%）
灌江控股集团	关联方	19.00	54.43
响水县正彤新能源科技有限公司	关联方	5.46	15.66
江苏灌能新能源有限公司	关联方	4.34	12.45
江苏金贸建设集团有限公司响水分公司	非关联方	1.52	4.36
中之兆建设有限公司	非关联方	1.50	4.30
合　计	**--**	**31.82**	**91.20**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债10.96亿元，较上年底增长23.26%，主要系一年内到期的长期借款和一年内到期的长期应付款的增长所致。

截至2021年底，公司其他流动负债6.44亿元，较上年底下降32.62%，主要系向商业保理公司的保理借款规模下降所致。其他非流动负债主要由债务融资工具和向商业保理的贷款等构成，本报告将付息项调整至短期债务核算。

截至2021年底，公司非流动负债51.44亿元，较上年底增长65.04%，主要系应付债券和其他非流动负债的增长所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债构成。

截至2021年底，公司长期借款23.83亿元，较上年底下降5.15%，主要由保证借款、质押借款和抵押借款和构成，分别占长期借款（含一年内到期）的51.93%、32.24%和15.83%。

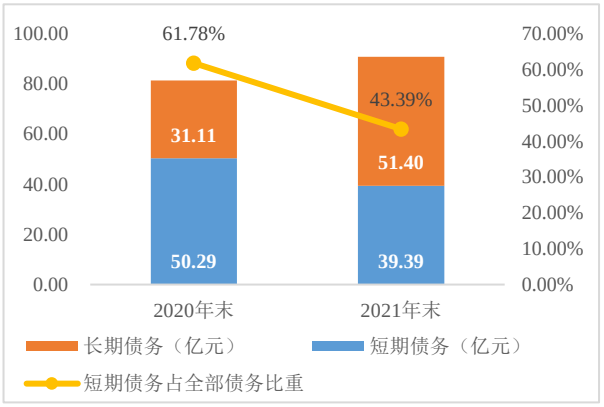
截至2021年底，公司新增应付债券12.88亿元，系“21灌江债”“21苏灌江新城ZR001”“21苏灌江新城ZR002”“21苏灌江新城ZR003”和“21苏灌江新城ZR004”。

截至2021年底，公司长期应付款5.57亿元，较上年底增长8.55%，主要系融资租赁借款的规模增长所致。公司长期应付款主要为应付融资租赁款，均为有息债务，本报告将其调整至长期

债务核算。

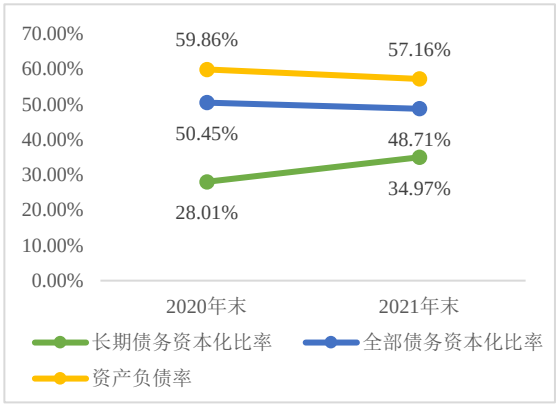
截至2021年底，公司其他非流动负债较上年底增加8.26亿元至9.11亿元，主要系公司发行两年期债务融资工具所致。其他非流动负债均为有息债务，本报告将其调整至长期债务核算。

图 2　2020－2021 年末公司债务结构



资料来源：根据审计报告及公司提供资料整理

图 3　2020－2021 年末公司债务杠杆水平



资料来源：根据审计报告及公司提供资料整理

有息债务方面，截至2021年底，公司全部债务90.79亿元，较上年底增长11.54%，主要系长期债务的增长所致。债务结构方面，短期债务占43.39%，长期债务占56.61%，债务结构相对均衡。从债务指标来看，截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率较上年底均有所下降，长期债务资本化比率较上年底有所提高，债务负担仍较重。

从有息债务期限分布看，公司于 2022 年面临较大的短期偿债压力。

表 16　截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年及以后	合　计
偿还金额（亿元）	39.39	18.89	11.64	20.86	**90.79**
占比（%）	43.40	20.81	12.82	22.98	**100.00**

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2021 年，受房屋销售收入下降的影响，公司营业总收入同比有所下降，营业利润率有所提升。公司利润总额对政府补助依赖性较高，期间费用控制能力仍较好，公司整体盈利能力一般。

2021 年，公司实现营业总收入 19.54 亿元，同比下降 6.80%；营业成本 17.63 亿元，同比下降 8.18%。同期，营业利润率为 9.18%，同比有所增长。

从期间费用看，2021 年，公司费用总额为 0.66 亿元，同比增长 4.03%。同期，公司期间费用率为 3.40%，同比小幅提高，公司期间费用控制能力仍较好。

非经常性损益方面，2021 年，公司实现其他收益 0.50 亿元，同比变化不大，系政府补助，占利润总额的比重为 34.29%。公司利润总额对政府补助依赖较大。

盈利指标方面，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均小幅下降。公司各盈利指标表现一般。

表 17　公司盈利变化情况

项目	2020 年	2021 年
营业总收入（亿元）	20.96	19.54
利润总额（亿元）	1.38	1.44
营业利润率（%）	7.93	9.18
总资本收益率（%）	1.40	1.12
净资产收益率（%）	1.75	1.57

资料来源：根据审计报告及公司提供资料整理

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金收支规模同比均有所增长，收现质量转好；投资活动现金流仍表现为净流出，且资金缺口较上年进一步扩

大；筹资活动产生的现金表现仍为净流入。考虑到公司后续在建和拟建项目尚需投入规模较大，公司对外部融资需求大。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入同比增长11.03%，其中，公司销售商品提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金分别占60.54%和39.46%；经营活动现金流出同比增长39.44%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长所致，主要为支付的代建项目建设款项及商品采购款项等。2021年，公司经营活动现金净流入同比下降56.11%。同期，公司现金收入比同比提高65.78个百分点，增至119.32%，收入实现质量转好。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入规模较小；投资活动现金流出同比下降10.34%，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金构成。2021年，公司投资活动现金流仍表现为净流出。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为仍为负，且资金缺口较上年进一步扩大。从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入同比增长33.43%，主要由发行债券和取得借款收到的现金构成。筹资活动现金流出同比增长45.16%，主要由偿还债务支付的现金构成。2021年，公司筹资活动现金仍净流入，同比变化不大。

表18　公司现金流量情况

项目	2020年	2021年
经营活动现金流入（亿元）	34.68	38.51
经营活动现金流出（亿元）	24.37	33.98
经营现金流量净额（亿元）	**10.31**	**4.53**
投资活动现金流入（亿元）	0.00	0.73
投资活动现金流出（亿元）	18.02	16.15
投资活动现金流量净额（亿元）	**-18.01**	**-15.42**
筹资活动前现金流量净额（亿元）	**-7.70**	**-10.89**
筹资活动现金流入（亿元）	40.78	54.41
筹资活动现金流出（亿元）	30.14	43.76
筹资活动现金流量净额（亿元）	**10.63**	**10.65**
现金收入比（%）	53.53	119.32

资料来源：根据公司审计报告整理

6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债和长期指标整体有所弱化，间接融资渠道有待拓宽。

表19　公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率（%）	170.38	165.48
	速动比率（%）	137.81	95.66
	经营现金/流动负债（%）	11.71	5.95
	经营现金/短期债务（倍）	0.21	0.11
	现金类资产/短期债务（倍）	0.65	0.65
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	3.77	3.85
	全部债务/EBITDA（倍）	21.60	23.57
	经营现金/全部债务（倍）	0.13	0.05
	EBITDA/利息支出（倍）	0.72	0.56
	经营现金/利息支出（倍）	3.45	0.66

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：根据公司审计报告整理

从短期偿债指标看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率均有所下降，流动资产对流动负债的保障程度仍较强。同期末，公司现金短期债务比未发生变化。整体看，公司短期偿债指标表现较弱。

从长期偿债指标看，2021年，公司EBITDA同比增长2.20%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占47.20%）、计入财务费用的利息支出（占15.29%）、利润总额（占37.50%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数有所下降，EBITDA对利息的覆盖程度转弱；公司全部债务/EBITDA有所增长，EBITDA对全部债务的覆盖程度仍较弱。整体看，公司长期债务偿债指标表现较弱。

对外担保方面，截至2021年底，公司对外担保余额合计3.41亿元，担保比率为3.56%。均为对区域内国有企业或国有企业下属公司的担保。

表20　截至2021年底公司对外担保情况

被担保单位	担保形式	担保余额（万元）
响水县新港建设发展有限公司	保证	23000.00
江苏兴海控股集团有限公司	保证	10000.00
响水县富达临港供排水有限公司	保证	600.00

响水县正创贸易有限公司	保证	475.00
合 计	--	34075.00

资料来源：根据公司审计报告整理

未决诉讼方面，截至2021年底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2021年底，公司共计获得银行授信额度45.68亿元，尚未使用授信额度8.32亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 母公司财务分析

截至2021年底，母公司资产占合并口径比重仍高，所有者权益稳定性仍好，负债占合并口径比重很高，债务负担仍一般。

截至2021年底，母公司资产总额190.16亿元，较上年底增长12.17%。其中，流动资产占72.47%，占比有所下降。母公司资产仍以流动资产为主。从构成看，流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成；非流动资产主要由债权投资、其他权益工具投资、长期股权投资、固定资产和在建工程构成。母公司资产占合并口径的85.22%，占比仍高。

截至2021年底，母公司所有者权益为64.06亿元，较上年底增长2.62%。其中，实收资本和资本公积占比分别为31.22%和49.62%，所有者权益稳定性仍好。母公司所有者权益占合并口径的67.01%，占比较上年底有所下降。

截至2021年底，母公司负债总额126.10亿元，较上年底增长17.74%。其中，流动负债占68.50%，占比有所下降。母公司负债仍以流动负债为主。从构成看，流动负债主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成；非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。截至2021年底，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为66.31%和40.63%，母公司债务负担仍一般。母公司负债占合并口径的98.86%，占比很高。

2021年，母公司实现营业总收入8.34亿元，占合并口径的42.68%，主要来自委托建设业务和保障房销售业务收入，贸易业务主要由子公司运营。利润总额为1.60亿元，占合并口径的110.59%，占比仍很高。

现金流方面，截至2021年底，公司母公司经营活动现金流净额为-5.04亿元，投资活动现金流净额-7.24亿元，筹资活动现金流净额12.57亿元。

十、 外部支持

跟踪期内，公司在股权划转、资产划拨和政府补助等方面继续得到有力的外部支持。

2021年，响水县政府及相关部门将盐城港5.00%的股权划转给公司，冲抵公司对响水县财政局的其他应收款13.17亿元；将响水县农业农村局的农业大棚设备无偿划拨给子公司新禾科技，增加资本公积14.14亿元；拨付安置房工程及相关基础设施建设工程的基础设施项目补贴合计0.50亿元，计入“其他收益”。

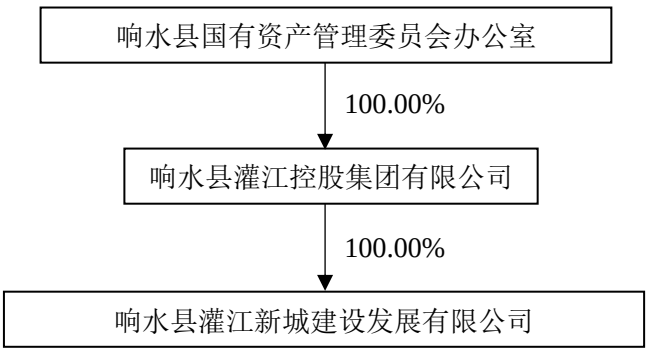
十一、 债券偿还能力分析

截至2021年，公司由联合资信评定的存续期担保债券为“21灌江债”，设置本金提前偿还条款，从2024年开始每年偿还发行总额的20.00%，该债券由湖北担保集团提供全额不可撤销的连带责任保证担保。湖北担保集团注册资本75.00亿元，与湖北省内所有中资银行建立了合作关系，并作为湖北省再担保体系核心单位与湖北省内近30家担保机构建立了再担保合作关系，是湖北省内规模最大、综合实力最强的省级国有融资担保平台，在湖北省担保体系中居于核心和龙头地位。经联合资信评定，湖北担保集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保显著提升了“21灌江债”本息偿付的安全性。

十二、 结论

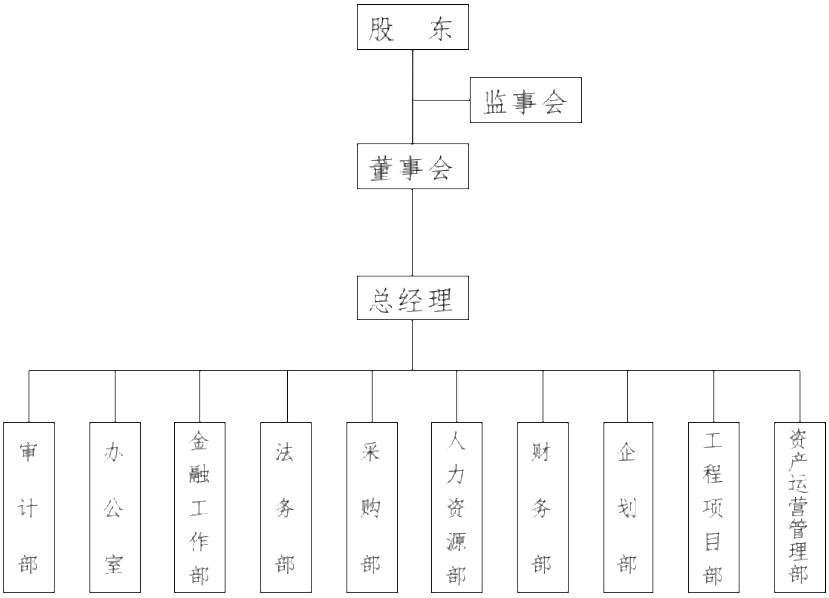
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“21灌江债”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年底公司合并范围内一级子公司情况

序号	企业名称	主要经营地	注册地	注册资本（万元）	业务性质	持股比例（%）	取得方式
1	响水县灌江文体产业发展有限公司	盐城市响水县	盐城市响水县	50000.00	各类工程建设活动；房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）一般项目：从事语言能力、艺术、体育、科技、研学等培训的营利性民办培训机构（除面向中小学生开展的学科类、语言类文化教育培训）；组织体育表演活动；体育保障组织；会议及展览服务；组织文化艺术交流活动；体育竞赛组织；体育健康服务；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）	100.00	设立
2	响水县灌宏供应链有限公司	盐城市响水县	盐城市响水县	50000.00	钢材、有色金属、建筑材料、装饰材料（危险化学品和油漆除外）、花卉、林木、农副产品、水产品、饲料、肥料、机械设备、木材及木制品、水暖器材、五金交电、日用百货（烟花爆竹除外）、劳保用品、化工原料及产品（农药和危险化学品除外）、电子产品、电脑耗材、电气设备及配件、办公设备、电力设备、酒店用品、光伏发电设备、电器设备、供暖设备、羽毛、羽绒、羽绒制品、塑料制品、塑钢制品、非金属矿石、水晶矿石、石英制品、水晶原石、石英砂销售；工业盐零售；机械设备租赁；自来水生产与供应；污水处理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）许可项目：进出口代理；货物进出口；技术进出口；建设工程施工；房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）一般项目：供应链管理服务；市政设施管理；城乡市容管理；园林绿化工程施工；道路货物运输站经营；园区管理服务；国际货物运输代理（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）	100.00	设立
3	响水县古黄河旅游发展有限公司	盐城市响水县	盐城市响水县	40000.00	建设工程施工；林木种子生产经营（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）一般项目：旅游开发项目策划咨询；农村民间工艺及制品、休闲农业和乡村旅游资源的开发经营；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；建筑材料销售；休闲观光活动；谷物种植；水果种植；花卉种植；园艺产品种植；蔬菜、食用菌等园艺作物种植；机械设备销售；机械设备租赁；农业机械租赁；土地整治服务；农村集体经济组织管理；城市绿化管理；茶叶种植；食用农产品初加工；旅行社服务网点旅游招徕、咨询服务；森林经营和管护；林产品采集；非食用林产品初加工；林业机械服务；非食用植物油加工；木材加工；木竹材加工机械制造；日用木制品制造；软木制品制造；建筑用木料及木材组件加工；环境应急治理服务；游览景区管理（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）	100.00	设立
4	响水县响之味农业发展有限公司	盐城市响水县	盐城市响水县	30000.00	生猪屠宰；建设工程施工；建设工程勘察；建设工程设计；房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包；水利工程建设监理；水产养殖；家禽饲养；牲畜饲养；动物无害化处理；食品生产；食品销售（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）一般项目：农业专业及辅助性活动；农产品的生产、销售、加工、运输、贮藏及其他相关服务；对外承包工程；食用农产品初加工；普通货物仓储服务（不含危险化学品等需许可审批的项目）；餐饮管理；外卖递送服务；蔬菜、水果和坚果加工	100.00	设立
5	响水县全域城市更新建设发展有限公司	盐城市响水县	盐城市响水县	30000.00	建设工程施工；房地产开发经营；房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包；建设工程监理；测绘服务；建设工程设计（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）一般项目：市政设施管理；房地产经纪；非居住房地产租赁；房屋拆迁服务；土地使用权租赁；柜台、摊位出租；市场营销策划；房地产咨询；房地产评估	100.00	设立
6	响水县灌江新禾科技发展有限公司	盐城市响水县	盐城市响水县	30000.00	主要农作物种子生产；粮食收购；食品经营；建设工程设计；农作物种子经营；农药批发（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）一般项目：生物基材料技术研发；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；谷物种植；农产品的生产、销售、加工、运输、贮藏及其他相关服务；食用农产品初加工；食用农产品零售；农、林、牧、副、渔业专业机械的销售；国内贸易代理；土地整治服务；机械设备租赁；住房租赁；非居住房地产租赁；土地使用权租赁；普通货物仓储服务	100.00	设立

7	响水县裕禾投资发展有限公司	盐城市响水县	盐城市响水县	10000.00	以自有资金进行高新农业项目投资、开发、管理；标准厂房的开发建设；基础设施开发建设；物业管理；自有房屋租赁。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	100.00	购买
8	响水县灌江农业生态旅游发展有限公司	盐城市响水县	盐城市响水县	10000.00	生猪屠宰；各类工程建设活动；房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包；建设工程勘察；建设工程设计；水利工程建设监理；水产养殖；家禽饲养；牲畜饲养；动物无害化处理；食品生产（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）一般项目：休闲观光活动；谷物种植；水果种植；农村民间工艺及制品、休闲农业和乡村旅游资源的开发经营；花卉种植；园艺产品种植；食用农产品批发；机械设备批发；农业机械租赁；土地整治服务；土地储备管理服务；以自有资金从事投资活动；企业管理；农村集体经济组织管理；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；机械设备租赁；住房租赁；土地使用权租赁；园林绿化工程施工；工程管理服务；城市绿化管理；蔬菜种植；茶叶种植；食用农产品初加工；旅行社服务网点旅游招徕、咨询服务；建筑材料销售；森林经营和管护；林产品采集；非食用林产品初加工；林业机械服务；非食用植物油加工；木材加工；日用木制品制造；软木制品制造；建筑用木料及木材组件加工；环境应急治理服务；游览景区管理	100.00	设立
9	响水县瑞居物业服务有限公司	盐城市响水县	盐城市响水县	5000.00	物业管理（凭资质证书经营）；房地产营销策划；房屋租赁；房地产经纪服务；财务信息咨询服务；并购重组信息咨询服务；工程监理咨询服务；工程造价咨询服务；工程审计咨询服务；工程材料信息咨询服务；家电及办公设备维修服务；清洁服务；代居民收水电费及其他费用。	100.00	设立

资料来源：根据审计报告及公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	23.49	32.76	25.49
资产总额（亿元）	146.24	199.17	223.15
所有者权益（亿元）	59.29	79.95	95.60
短期债务（亿元）	21.78	50.29	39.39
长期债务（亿元）	30.32	31.11	51.40
全部债务（亿元）	52.10	81.40	90.79
营业总收入（亿元）	22.72	20.96	19.54
利润总额（亿元）	1.82	1.38	1.44
EBITDA（亿元）	3.58	3.77	3.85
经营性净现金流（亿元）	3.98	10.31	4.53
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.30	1.37	0.98
存货周转次数（次）	0.67	0.60	0.43
总资产周转次数（次）	0.17	0.12	0.09
现金收入比（%）	111.63	53.53	119.32
营业利润率（%）	7.91	7.93	9.18
总资本收益率（%）	1.95	1.40	1.12
净资产收益率（%）	3.00	1.75	1.57
长期债务资本化比率（%）	33.84	28.01	34.97
全部债务资本化比率（%）	46.78	50.45	48.71
资产负债率（%）	59.46	59.86	57.16
流动比率（%）	208.44	170.38	165.48
速动比率（%）	146.89	137.81	95.66
经营现金流动负债比（%）	7.04	11.71	5.95
现金短期债务比（倍）	1.08	0.65	0.65
EBITDA 利息倍数（倍）	1.20	0.72	0.56
全部债务/EBITDA（倍）	14.55	21.60	23.57

注：1. 2019－2021 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 本报告合并口径已将其他流动负债纳入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中付息项纳入长期债务核算；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：根据审计报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	19.49	15.53	12.54
资产总额（亿元）	155.52	169.53	190.16
所有者权益（亿元）	58.49	62.43	64.06
短期债务（亿元）	9.30	13.36	14.57
长期债务（亿元）	27.93	19.69	29.28
全部债务（亿元）	37.23	33.05	43.85
营业总收入（亿元）	8.63	8.65	8.34
利润总额（亿元）	1.58	1.42	1.60
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	1.97	-1.23	-5.04
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.18	1.00	0.94
存货周转次数（次）	0.26	0.24	0.24
总资产周转次数（次）	0.06	0.05	0.05
现金收入比（%）	78.14	94.71	108.60
营业利润率（%）	15.65	15.62	17.96
总资本收益率（%）	1.64	1.50	1.51
净资产收益率（%）	2.69	2.30	2.55
长期债务资本化比率（%）	32.32	23.98	31.36
全部债务资本化比率（%）	38.89	34.61	40.63
资产负债率（%）	62.39	63.17	66.31
流动比率（%）	204.90	173.73	159.55
速动比率（%）	158.09	140.25	128.21
经营现金流动负债比（%）	2.94	-1.45	-5.83
现金短期债务比（倍）	2.10	1.16	0.86
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 因母公司财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算；2. “/”代表未取得相关数据
资料来源：根据公司审计报告整理

附件 3　主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100.00% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100.00%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100.00%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100.00%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100.00%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100.00%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100.00%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100.00%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100.00%
担保比率	担保余额/所有者权益×100.00%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100.00%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100.00%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100.00%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持