



2019年第一期、2019年第二期江苏金灌投资发展集团有限公司公司债券2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2019年第一期、2019年第二期江苏金灌投资发展集团有限公司公司债券2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
19 金灌 01/19 金灌债 01	AAA	AAA
19 金灌 02/19 金灌债 02	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“19 金灌 01/19 金灌债 01”的信用等级为 AAA；维持“19 金灌 02/19 金灌债 02”的信用等级为 AA（“19 金灌 01/19 金灌债 01”和“19 金灌 02/19 金灌债 02”合称为“本期债券”）。
- 该评级结果是考虑到：2021 年灌南县经济实现较快增长；公司在建的工程建设项目较多，且负责县域内的生活供水及污水处理等，具有一定的区域垄断优势，公司业务持续性仍然较好；公司继续获得当地政府的大力支持；江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升“19 金灌 01/19 金灌债 01”的信用水平。同时我们也关注到了公司资产流动性较弱，在建工程建设项目规模较大，存在较大的资金压力；总债务规模快速增长，公司存在一定的偿债压力；对外担保规模较大，存在一定或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 公司是灌南县重要基础设施建设项目实施主体和投融资主体，生活供水及污水处理业务具有较强的区域垄断优势，主营业务可持续性较好，且将继续获得较大力度的政府支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 28 日

联系方式

项目负责人：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	313.05	291.34	253.82	250.94
所有者权益	165.19	162.73	150.62	149.81
总债务	122.66	106.00	79.16	76.95
资产负债率	47.23%	44.14%	40.66%	40.30%
现金短期债务比	0.90	0.96	0.58	0.74
营业收入	3.92	10.13	10.16	10.12
其他收益	0.15	0.59	0.32	1.00
利润总额	0.57	2.07	1.40	2.07
销售毛利率	25.23%	27.79%	22.63%	16.96%
EBITDA	--	3.55	2.82	3.30
EBITDA 利息保障倍数	--	0.71	0.87	0.96
经营活动现金流净额	-9.51	0.15	3.48	0.16
收现比	78.60%	126.29%	15.21%	60.41%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理



优势

- **灌南县交通便利，农业资源丰富，2021 年经济实现较快增长，为公司发展提供了良好的外部环境。**灌南县地处连云港市南端，为农业大县，2021 年固定资产投资有力拉动地方经济增长，工业经济增势强劲。
- **公司主营业务具有可持续性。**截至 2021 年末，公司在建的工程建设项目较多，已投入资金规模较高，工程体量较大；此外，公司负责县域内的生活供水及污水处理等，具有区域垄断优势。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2021 年公司收到灌南县人民政府注资 4.7 亿元，收到政府补助 0.60 亿元，提升了公司的资本实力和利润水平。
- **保证担保有效提升了“19 金灌 01/19 金灌债 01”的信用水平。**江苏再担保经营实力强，经中证鹏元评定主体信用等级为 AAA，由其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“19 金灌 01/19 金灌债 01”的信用水平。

关注

- **资产流动性仍较弱。**2021 末公司资产中存货和其他应收款占比较高，其中存货中部分土地抵押受限，其他应收款的回款时间有一定不确定性。
- **总债务规模较大，公司存在一定的偿债压力。**2021 年以来公司总债务规模增幅较大，杠杆率 2022 年继续提升，EBITDA 对于债务利息的保障程度持续减弱。
- **公司在建工程建设项目投资规模较大，存在较大的资金压力。**截至 2021 年末，公司在建工程建设项目尚需投入资金较多，且公司从事土地整理业务有垫资需求。
- **公司对外担保规模较大，存在一定或有负债和代偿风险。**截至 2021 年末，公司存在一定规模的对外担保，占年末所有者权益的比例较高，均无反担保措施；子公司担保业务包含对自然人和民营企业的担保，需关注公司面临的代偿风险。

本次评级适用评级方法和模型

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

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	6
	GDP 规模	2		资产负债率	5
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	5
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	4
	公共财政收入	2		收现比	4
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	7			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	4			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0



独立信用状况	aa
外部特殊支持调整	0
公司主体信用等级	AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-06-29	徐宁怡、朱磊	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA+	2013-01-06	刘书芸、祝超	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
19 金灌 01/19 金灌债 01	5.50	5.50	2021-06-29	2026-08-12
19 金灌 02/19 金灌债 02	3.60	3.60	2021-06-29	2026-10-25



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2019年8月发行7年期5.50亿元公司债券（19金灌01/19金灌债01），公司于2019年10月发行7年期3.60亿元公司债券（19金灌02/19金灌债02）。“19金灌01/19金灌债01”募集资金拟用于灌南县硕项湖自来水有限公司水厂、灌南田楼自来水有限公司水厂建设项目，“19金灌02/19金灌债02”募集资金原计划用于补充营运资金。截至2021年12月31日，本期债券募集资金专项账户¹合计余额为761,185.55元。

三、发行主体概况

2021年公司注册资本增至11亿元，截至2022年5月31日，公司已全额收到增资，实收资本增至11亿元。

跟踪期内，公司名称、控股股东和实际控制人未发生变化，控股股东和实际控制人仍为灌南县人民政府。公司股权结构见附录二。2021年度，公司营业范围未发生变更，仍主要为工程建设、水务和土地整理开发等业务。根据灌南县人民政府2021年出具的《股东决议》，免去唐亮和赵京辉的董事职务，委派周洲、宋剑、梁中业、王生、王林为公司董事，调整后公司董事会成员为7人。

公司仍是灌南县重要的基础设施建设、土地整理以及水务等公用事业运营主体，截至2021年末，公司纳入合并范围的一级子公司共10家，2021年出于经营发展需要和业务整合，公司投资设立5家子公司，政府划拨出4家子公司。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例%	主营业务	合并方式
连云港腾达置业有限公司	1.00	100.00	房地产开发经营	投资设立
连云港中新化工商贸有限公司	1.00	100.00	化工产品销售	投资设立
连云港汇鑫资产管理有限公司	0.10	100.00	投资管理	投资设立
灌南县景盛实业发展有限公司	1.00	100.00	旅游业务	投资设立
连云港源盛祥实业投资有限公司	4.21	100.00	工程建设	投资设立

¹ 这两期债券募集资金专项账户相同。



2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例%	主营业务	不再纳入的原因
灌南县金灌物业管理服务有限公司	0.05	100.00	房地产中介服务	政府划拨
灌南县三创交通投资有限公司	0.50	90.00	交通工程施工	政府划拨
灌南县灌河旅游发展有限公司	1.00	100.00	旅游业务	政府划拨
硕灌融资租赁（深圳）有限公司	3.00	100.00	融资租赁业务	政府划拨

资料来源：公司 2021 年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年



基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

灌南县地处连云港市南端，交通便利，农业资源丰富，固定资产投资有力拉动地方经济增长，工业经济增势强劲

区位特征：灌南县地处连云港市南端，水系发达，农业资源丰富，交通便利。灌南县隶属连云港市，位于江苏省东北部沿海地区，连云港市南端，毗邻盐城、淮安、宿迁三市，县域总面积1,030平方公里，现辖11个镇，238个村居。根据第七次全国人口普查结果，截至2020年10月末，灌南县常住人口为61.23万人，相较于2020年末户籍人口81.5万人，人口呈净流出态势。灌南县因灌河得名，是生态宜居水城，境内水系发达，水域面积约占国土面积的26%，丰富的水资源可进行多种水产品养殖。灌河东入黄海，西连京杭大运河和长江水系，柴米河、义泽河等17条大中河流纵横交错。得益于良好的自然条件，灌南县农业资源丰富，先后获评全国绿化模范县、国家级出口食品农产品质量安全示范区、国家电子商务进农村综合示范县等，是全省6大速生丰产林基地县之一，全国优质粳稻、商品粮、优质棉及食用菌基地和优质药材生产基地。交通条件方面，灌南县长深高速、沈海高速穿境而过，沿海高铁、连镇高铁贯通南北，花果山国际机场、涟水国际机场半小时到达，融入长三角3小时交通圈。灌河港是海河联运港，是连云港南翼港区的组成部分，年通过能力达3,000万吨，灌南县已形成包括港口、铁路、高速公路及河运的立体交通网络体系。

图 1 灌南县区位图



资料来源：连云港市国土空间总体规划 2020-2035 年，中证鹏元整理

经济发展水平：灌南县在连云港“三区三县”中，经济总量及人均水平排名中等，固定资产投资拉动地区经济成长。灌南县近年经济总量保持增长，2021年地区生产总值在连云港“三区三县”中排名第4位，增速亦处于中游。三次产业结构由2019年的16.4：45.0：38.6调整为2021年的15.5：46.6：37.9，第二产业占比提升。从拉动经济的动能看，受疫情等因素冲击，2020年灌南县投资、消费均出现较大下降，2021年复苏态势较好，其中固定资产投资同比增速达24.0%，工业投资总额110.86亿元，同比增长57.8%，成为拉动地区经济发展的主要动力。灌南县2021年人均GDP是全国人均GDP的91.28%，整体经济发展水平一般。

表4 连云港市 2021 年各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
海州区	740.0	10.0%	8.1	57.0	0.0
连云区	255.3	10.2%	16.0	21.0	3.8
赣榆区	707.5	8.3%	7.0	34.8	48.3
灌南县	452.6	8.4%	7.4	27.2	47.6
东海县	632.9	9.1%	6.0	30.0	34.3
灌云县	424.0	10.3%	5.9	25.3	31.0

注 1：海州区、连云区 GDP、GDP 增速数据为政府工作报告公布的预计数；赣榆区、灌南县、东海县及灌云县数据来自灌南县人民政府网站

注 2：除连云区之外的 5 个区县的人均 GDP 采用第七次全国人口普查的常住人口数计算，连云区人均 GDP 数据来自政府工作报告

资料来源：各区县 2022 年政府工作报告、2021 年财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表5 灌南县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	452.60	8.4%	396.94	2.9%	381.65	5.7%
固定资产投资	162.35	24.0%	130.92	-7.0%	140.71	12.2%
社会消费品零售总额	99.00	9.0%	90.81	-7.6%	117.97	5.2%
进出口总额	2.27	28.0%	1.61	10.0%	1.74	-11.5%
人均 GDP（元）	7.4		6.5		6.0	
人均 GDP/全国人均 GDP	91.39%		80.06%		85.68%	

注：“-”表示数据未公开披露；2020 年及 2021 年人均 GDP 采用第七次全国人口普查常住人口数计算

资料来源：灌南县 2019 年国民经济与社会发展统计公报，灌南县人民政府网站，中证鹏元整理

产业情况：灌南县依托自然优势发展现代农业，工业经济增速较高，形成化工医药、冶金机械、板材家具、酿酒食品等支柱产业。灌南县是农业大县，素有“桐杨木之乡、淮山药之乡、浅水藕之乡、蘑菇之乡、苗猪之乡”等美称，2021 年，灌南县粮食总产 64.45 万吨，食用菌产值达 65 亿元，生猪存栏 55 万头，出栏 69.5 万头，获得首批江苏省绿色蔬菜产业特色县、江苏省生猪生产十强县等荣誉，大型养殖企业牧原股份、温氏股份等均在灌南县投资设立养殖项目。灌南县一方面利用资源优势着力发展现代农业，另一方面则以产业强县、工业立县为核心战略，依托灌南县经济开发区、临港产业区、化工园区、太仓高新技术产业园区等工业园区发展现代工业。随着投资环境的日臻完善，灌南县已基本形成化工医药、冶金机械、板材家具、酿酒食品等支柱产业，2021 年龙泰威食品等 3 家企业获评市“专精特新”科技小巨人企业，钢铁产业实现应税销售收入 308 亿元，兴鑫钢铁应税销售收入首次突破百亿大关，亚新钢铁获评中国钢铁企业竞争力特强 A 级，汤沟两相和酒业销售增长 29.6%，润普食品等 15 家培强培优龙头企业实现主营业务收入 345.6 亿元，增长 47.4%。2021 年灌南县实现规上工业总产值 393 亿元、工业应税销售收入 497.5 亿元，分别增长 35%、51%，完成工业投资 110 亿元、工业技改投资 46 亿元，分别增长 56.5%、162.6%，增速均居连云港市三县第一，工业经济增势强劲。

区域土地市场方面，2019-2021 年，灌南县成交土地面积分别为 160.86 万平方米、118.91 万平方米和



195.85万平方米，同期楼面价分别为923.69元/平方米、943.01元/平方米和1,296.43元/平方米，土地成交总价分别为28.41亿元、21.59亿元和44.91亿元，土地成交总价波动提升。

财政及债务水平：近年灌南县综合财力持续提升，但财政自给率不高。2019-2021年灌南县一般公共预算收入和政府性基金收入均持续增长，综合财力持续增强。2021年末税收收入占一般公共预算收入的比重为81.9%，财政收入质量较高。近年灌南县财政自给率有所提升，但仍然不高，财政收支缺口对上级补助收入依赖较大。近年灌南县地方政府债务余额持续扩张，三年年均复合增长率为6.00%。

表6 灌南县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	27.19	23.93	23.52
税收收入占比	81.9%	78.8%	85.1%
财政自给率	44.71%	39.36%	41.03%
政府性基金收入	47.57	36.52	33.14
地方政府债务余额	95.75	89.2	85.22

资料来源：灌南县 2019-2021 年财政预决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：公司是灌南县最核心的城投公司，主要负责灌南县基础设施建设、土地整理开发及生活供水及污水处理业务。

五、经营与竞争

2021年公司主营业务范围未发生变化，仍以工程建设、土地整理开发以及水务为主，营业收入与上年相比基本持平，其中土地整理开发收入和工程建设收入略有下滑，水务业务收入略有上涨。毛利率方面，2021年公司结算的土地整理开发项目毛利率较上年有所下滑；水务毛利率小幅下滑；2021年以100%毛利率确认的代建管理费较多，工程建设业务毛利率有所上升；2021年新增房产销售业务，毛利率水平较高。综合影响下，2021年公司销售毛利率提高5.16个百分点。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理开发	3.34	22.70%	3.84	27.45%
水务	3.56	24.46%	3.49	25.74%
工程建设	2.31	18.14%	2.62	5.35%
房产销售	0.48	70.42%	-	-
租赁	0.12	100.00%	0.11	100.00%
资金拆借	0.25	99.99%	0.05	99.97%
金融担保业	0.06	88.28%	0.04	100.00%
主营业务收入合计	10.13	27.76%	10.16	22.63%
其他业务	0.00	100.00%	0.00	0.00%



合计	10.13	27.79%	10.16	22.63%
----	-------	--------	-------	--------

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年公司土地整理业务收入略有下降，未来收入仍具有一定的可持续性，但存在一定资金压力

目前公司所开展的土地整理业务，包括土地增减挂钩业务和特色农业业务，其情况如下：

（1）土地增减挂钩业务情况

公司从当地国有企业处承接灌南县土地增减挂钩项目，分年度将灌南县拟整理复垦为耕地的农村建设用地地块，通过拆旧和土地整理复垦等措施，增加耕地有效面积，提高耕地质量，节约集约利用建设用地，实现增加城镇建设用地的目的。相关土地达到预定条件后，由发包方验收确认并支付项目款项给公司，公司以项目收入减去项目成本实现项目收益。

公司土地增减挂钩业务涉及北陈集镇、李集镇、三口镇、田楼镇、新集镇、堆沟港镇、张店镇这7个乡镇规划范围内的房屋搬迁工程、土地整理工程及灌溉与排水工程，将涉及的农户搬迁后，将房屋拆除和建筑垃圾外运完成并对房屋占地进行土地平整，同时将对平整后新增农田实施土体及耕作层改造和土壤培肥，并完善灌溉及排水工程。

（2）特色农业项目

公司通常从当地国有企业处承接特色农业项目，主要涉及三口镇、百禄镇、李集镇、新安镇内部分村户的稻田改造、蔬菜大棚建设、菌菇厂房建设等。公司与发包方签订工程建设合同，项目完成后由发包方验收确认并支付项目款项给公司，公司以项目收入减去项目成本实现项目收益。公司也自主立项特色农业项目，建成后出租给大户或农业公司获取租金收益。

2021年度，公司实现土地整理收入共计3.34亿元，同比略有下降。2021年公司的土地增减挂钩业务和特色农业项目均为发包项目，发包方为连云港市硕灌实业有限公司，为灌南县人民政府直接控股的公司。由于项目成本随着市场环境、公司管理运营等影响有所波动，2021年公司结算的土地整理开发项目毛利率略低于去年，导致业务毛利率下滑。

截至2022年3月末，公司在建的土地增减挂钩项目预计总投资为2.20亿元，发包方为当地国有企业。公司每年的土地整理业务量受灌南县规划，公司2022年拟开展整理复垦为耕地的农村建设用地业务量与2021年保持平稳，且特色农业是农业发展趋势，未来收入具有一定的可持续性。但尚需投资的项目规模较大，且公司从事土地整理业务有垫资需求，面临一定资金压力。

表8 2021年公司土地整理收入明细（单位：亿元）

业务类型	项目名称	收入
土地增减挂钩业务	灌南县农村土地整理及建设二期项目	2.13
特色农业业务	灌南县田园综合体建设项目	1.21
合计	-	3.34

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年得益于工程类收入上升，公司水务板块收入有所上升

公司的水务业务由子公司连云港硕项湖水务集团有限公司负责，主要负责县域内的生活供水，污水处理及县域供水设施与设备维护等工程项目。考虑到公司是灌南县唯一的水务运营主体，业务具有较强的专营性。公司水务业务主要包括污水处理收入、供水业务、纯净水销售收入与工程类收入等，2021年工程项目较多，工程类收入上升，但受成本控制影响，水务业务收入毛利率水平小幅下滑。

污水处理业务方面，2021年硕项湖水务集团污水处理能力保持为5.6万吨/日，公司的污水处理业务分为工业污水和生活污水，2021年公司将生活污水处理业务部分外包给其他企业，公司负责收取运营费用，导致生活污水收入有所下降。

表9 硕项湖水务集团污水处理业务

项目	2021 年	2020 年
污水处理能力（万吨/日）	5.60	5.60
污水处理收入（亿元）	0.20	0.26

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

供水业务方面，2021年灌南县的水价保持稳定。2020年受疫情影响，部分单位停工停产，导致当年售水量相对较低。2021年灌南县受疫情负面影响有所缓解，售水量上升明显，但仍低于2019年。

表10 2021 年灌南县最新水价

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	1.15	0.2	2.95
居民：第二级	>192≤300 的部分	2.40	1.15	0.2	3.75
居民：第三级	>300 的部分	4.80	1.15	0.2	6.15
居民合格表户	不执行阶梯	1.6	1.15	0.2	2.95
工商服务业用水	-	1.90	1.25	0.2	3.35
特种行业类用水	-	3.25	1.25	0.2	4.70

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 硕项湖水务集团供水业务

项目	2021 年	2020 年
售水量（万吨）	4,402.87	3,956.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

硕项湖水务集团管网规模和供水能力保持稳定，目前供水设计能力仍为16万吨/日，实际供水能力为15.2万吨/日，主管网规模176公里，环状支管道282公里，供水范围覆盖灌南县全区域。截至2021年末，“19金灌01/19金灌债01”的募投项目灌南县硕项湖自来水有限公司水厂和灌南田楼自来水有限公司水厂均已完工，公司暂无水厂新建计划。

公司在建工程建设项目较多，未来代建收入来源仍有一定的保障，后续仍存在较大的资金投入压



力，同时自营项目完工投运后能否实现预期收益尚待观察

公司是灌南县重要的城市基础设施建设主体，从灌南县人民政府承接灌南县内道路、安置房、水源改造等工程建设项目。公司的工程建设业务分为代建模式和自主运营模式，其中代建模式分为成本加成回购模式和代建管理费模式。

2021年公司实现工程建设收入2.31亿元，同比有所下降，同时毛利率上升12.79个百分点，主要系以100%毛利率确认的代建管理费较多，带动整体毛利率上升。

表12 2021年公司工程建设业务确认收入情况（单位：亿元）

项目名称	收入	成本
16年棚户区改造工程	2.01	1.89
零星工程建设	0.30	-
合计	2.31	1.89

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建工程建设项目主要为2016年棚户区改造工程、化工产业园区生态环保安全建设工程、灌南县金融中心工程等项目。目前公司的在建的工程建设项目较多，未来收入来源具有一定的保障。截至2021年末，公司在建工程建设项目预计总投资合计44.95亿元，尚需投资18.97亿元，存在较大的资金压力。同时，主要在建工程以自主运营为主，需要关注项目完工运营后，收益是否能达成预期。

表13 截至2021年末公司在建工程建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	模式
2016年棚户区改造	21.63	14.07	代建
化工产业园区生态环保安全建设工程	20.12	11.62	自营
灌南县电商物流产业园	3.20	0.29	自营
合计	44.95	25.98	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资金拆借、物业租赁和金融担保业务收入继续对公司收入来源形成有益补充

除工程建设、水务和土地整理开发业务外，公司收入来源还有房产销售、资金拆借、物业租赁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2021年新增房产销售收入，截至2021年末，公司在建的房产项目为灌南县金融中心和壹号院，预计总投资合计14.32亿元，尚需投资9.83亿元，存在较大的资金投入压力。灌南县金融中心为商用大厦，主要用于出租、出售给本地金融机构，壹号院为公司开发的商品房项目。2021年的房产销售收入为出售灌南县金融中心工程A座部分门面房产生的收入。由于房产销售处于业务初期，发生的相关成本较少，毛利率水平相对较高。

表14 截至2021年末公司在建房产项目（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	模式
------	-------	-------	----



壹号院	12.02	2.93	自营
灌南县金融中心工程 A 座（一期和二期）	2.30	1.56	自营
合计	14.32	4.49	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。2021年公司资金拆借业务收入为0.25亿元，同比增长明显。截至2021年末，公司借出资金2.65亿元，未发生逾期现象；公司物业租赁业务主要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，2021年公司实现物业租赁收入0.12亿元，与上年基本持平。因房产为公允价值计量，没有相关成本，毛利率为100%；公司金融担保业务主要由子公司连云港灌河融资担保有限公司（以下简称“灌河担保”）运作，由于公司担保对象主要为灌南县重点支持的小微企业和就业、创业的农村妇女²，具有一定政策功能。2021年公司实现担保业务收入0.06亿元，同比小幅增长。截至2021年末，公司担保业务共49笔，其中对自然人担保共计2,105.90万元，对企业担保共计16,240.00万元，代偿余额为1,729.99万元，均已完成代偿。

2021年公司收到较大力度政府支持，提升了公司的资本实力和利润水平

2021年以来公司收到灌南县人民政府注资5亿元，至2022年5月末实收资本增至11亿元；2021年公司合计收到政府补助0.59亿元（计入“其他收益”），一定程度上提升了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告、经大华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年度公司增加5家子公司，减少4家子公司，详见表1。

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，整体资产流动性仍较弱

2021年末公司资产规模随利润积累和新增债务同比增长14.78%，仍以流动资产为主。

流动资产方面，随着筹资活动收到的资金增加，公司货币资金不断增长，2021年末公司受限货币资

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，结合灌南县实际情况，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。

金规模为6.01亿元，为因存单质押借款、承兑汇票保证金和保函保证金而受限的资金。公司应收账款绝大部分为应收灌南县财政局等政府单位和国有企业的工程款，2021年末余额有所下降，账期主要分布在1-3年内，回收风险不大，但整体回款偏慢。2021年末公司其他应收款规模有所上升，欠款方主要为政府相关单位及国有企业，前五大债务人欠款合计占比为83.45%，集中度较上年提升，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。公司存货主要由开发成本构成，2021年公司存货增加主要是在建项目投入及土地使用权增加。2021年公司通过招拍挂方式取得约9亿土地资产，同年公司出于经营发展需要，将约12亿元土地从无形资产转至存货中，将1.74亿元土地转至投资性房地产，另有约16亿土地被灌南县政府回购。截至2021年末，存货中土地共计110宗，其中8宗土地尚未办妥产权证，价值合计8.58亿元。土地用途多为商业用地和综合用地，土地性质为出让和划拨，账面价值为125.47亿元，其中16.61亿元用于抵押借款而受限。非流动资产方面，投资性房地产增加主要系评估增值11.78亿元³，截至2021年末，投资性房地产中价值0.99亿元的土地因银行贷款抵押和担保而受限；截至2021年末，固定资产较上年变化不大，其中0.11亿元房屋因银行贷款抵押和担保而受限；无形资产2021年末同比减少较多，系将部分土地从无形资产转至存货中，截至2021年末无形资产中0.20亿元的土地因银行贷款抵押和担保而受限。

整体来看，公司资产规模和资产结构较为稳定，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，土地和房屋资产中合计抵押受限金额合计为17.91亿元，整体资产流动性仍较弱。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	36.42	11.63%	32.00	10.98%	12.93	5.09%
应收账款	23.56	7.53%	21.07	7.23%	26.98	10.63%
其他应收款	35.44	11.32%	26.35	9.04%	21.21	8.35%
存货	146.00	46.64%	141.60	48.60%	127.04	50.05%
流动资产合计	242.17	77.36%	222.64	76.42%	189.13	74.51%
投资性房地产	35.48	11.33%	35.48	12.18%	21.99	8.67%
固定资产	21.18	6.77%	21.46	7.36%	21.75	8.57%
无形资产	0.43	0.14%	0.37	0.13%	12.65	4.98%
非流动资产合计	70.88	22.64%	68.70	23.58%	64.70	25.49%
资产总计	313.05	100.00%	291.34	100.00%	253.82	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

³ 其中 10.75 亿元计入“其他综合收益”，1.03 亿元计入“公允价值变动收益”。

收入质量与盈利能力

2021年公司营业收入基本持平，盈利水平有所提升

2021年公司仍以工程建设、土地整理开发以及水务为主，营业收入规模与上年基本持平，在工程建设和房产销售业务的带动下，销售毛利率增长5.16个百分点。2021年收回的工程款项较多，主营业务获现能力提升。截至2021年末，公司在建的工程建设项目仍较多，负责县域内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。由于2021年销售毛利率提升和收到的政府补助金额增加，2021年营业利润同比增长43.66%。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年 1-3月	2021年	2020年
收现比	78.60%	126.29%	15.21%
营业收入	3.92	10.13	10.16
公允价值变动收益	0.00	1.03	0.00
其他收益	0.15	0.59	0.32
营业利润	0.54	2.04	1.42
利润总额	0.57	2.07	1.40
销售毛利率	25.23%	27.79%	22.63%

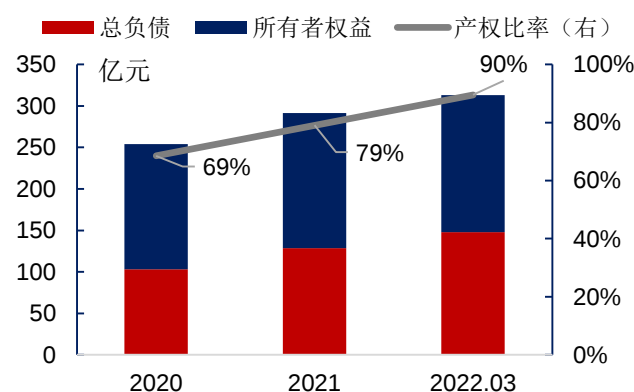
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务保持增长且规模较大，部分融资成本仍偏高，仍存在一定偿债压力

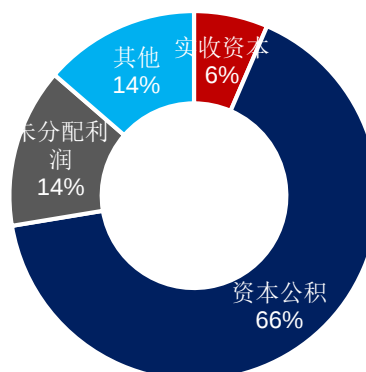
2021年末公司以资本公积为主的净资产保持稳定，随着公司加大债务融资力度，负债总额继续增加，产权比率虽随之上升，但整体净资产对于债务保障程度尚可。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图 3 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司负债仍以非流动负债为主，非流动负债比例保持在60%以上。2021年末公司短期借款小幅上升，



新增部分以抵质押借款为主；其他应付款主要为往来款，2021年末变动主要系暂借款减少；一年内到期的非流动负债大幅增加，为一年内到期的长期借款和长期应付款增加。

2021年以来长期借款大幅上升，新增部分以抵质押借款为主，主要为公司为进行项目投入新增的长期借款，借款利率在6%左右；2021年末公司应付债券规模大幅增长。2021年3月公司新发行5亿2年期“21金灌债01”，票面利率为6.70%。2021年5月和11月公司在联交所分别发行两期美元计价的境外债券，债券以美元还本付息，合计发行1.5亿美元，均为3年期，票面利率为2.30%和1.98%。2022年1月公司发行2.3亿元3年期“22金灌投资PPN001”，票面利率为7%。2021年底公司长期应付款主要系债权融资计划和融资租赁款，2021年末债权融资计划余额为8.50亿元，较上年未发生变动，融资成本在6%-7%；2021年末融资租赁借款余额为1.79亿元，综合利率为7.60%，由于转入一年内到期的非流动负债余额增加，2021年末和2022年3月末的长期应付款有所下降。

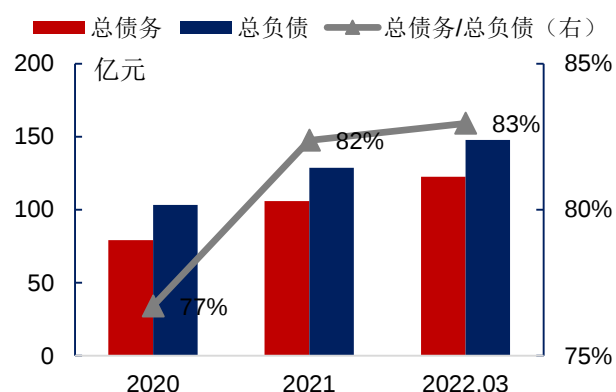
表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	11.95	8.08%	10.89	8.47%	8.96	8.68%
其他应付款	9.77	6.60%	7.43	5.77%	10.42	10.09%
一年内到期的非流动负债	24.06	16.27%	19.11	14.86%	12.02	11.65%
流动负债合计	58.40	39.50%	48.26	37.52%	40.61	39.35%
长期借款	56.32	38.09%	43.94	34.16%	35.84	34.72%
应付债券	24.04	16.26%	21.78	16.94%	11.23	10.88%
长期应付款	1.51	1.02%	6.92	5.38%	11.85	11.48%
非流动负债合计	89.46	60.50%	80.35	62.48%	62.59	60.65%
负债合计	147.86	100.00%	128.61	100.00%	103.21	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

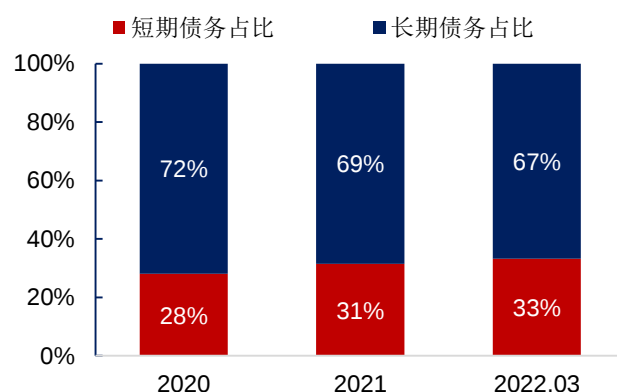
受新增借款、发行债券影响，2021年以来公司总债务规模大幅上升，债务结构以长期债务为主，短期债务占比较 2020 年末有所上升。

图4 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，公司资产负债率持续上升，现金短期债务比随筹资活动收到的现金增加而上升，现金类资产对短期债务的保障程度提升。因2021年债务规模加大，公司EBITDA利息保障倍数有所下降。整体来看，公司整体负债水平适中，但总债务规模较大，且部分资产受限，存在一定的偿债压力。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年 3 月	2021 年	2020 年
资产负债率	47.23%	44.14%	40.66%
现金短期债务比	0.90	0.96	0.58
EBITDA 利息保障倍数	--	0.71	0.87

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年4月11日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额为74.96亿元，占所有者权益的比重为45.38%，包括政府下属单位以及国有企业，详见附录五。考虑到公司对外担保余额规模较大，且这部分担保均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

此外，截至2021年末，公司担保业务共49笔，其中对自然人担保共计2,105.90万元，对企业担保共计16,240.00万元，代偿余额为1,729.99万元，均已完成代偿。



八、抗风险能力分析

灌南县地处连云港市南端，交通便利，农业资源丰富，2021年灌南县经济保持较快增长，区域经济增长情况良好。公司是灌南县最核心的城投平台，主要负责灌南县基础设施建设、土地整理开发及生活供水及污水处理业务。虽然公司资产流动性较弱，在建工程建设项目规模较大，总债务规模快速增长，公司存在一定的偿债的资金压力，且对外担保规模较大，存在一定或有负债和代偿风险，但是公司的业务持续性较好，生活供水及污水处理具有区域垄断优势。公司作为灌南县目前唯一的发债平台，将继续获得较大力度的政府支持，综合来看公司具有较强的抗风险能力。

九、债券偿还保障分析

江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“19金灌01/19金灌债01”的信用水平

江苏再担保为“19金灌01/19金灌债01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括“19金灌01/19金灌债01”本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证的期间为债券存续期及债券到期之日起二年，债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

江苏再担保原名江苏省信用再担保有限公司，成立于2009年12月，初始注册资本30.00亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省级再担保机构。经过多次增资和股权变更，截至2021年末，江苏再担保注册资本和实收资本均为98.98亿元，控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅，持股比例为22.11%，其他股东主要为江苏省地方各级政府和国有企业。

表14 截至 2021 年末江苏再担保股权结构

股东名称	出资额（万元）	持股比例（%）
江苏省财政厅	218,892.43	22.11
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	4.45
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	3.33
常高新集团有限公司	33,000.00	3.33
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	3.33
宿迁市人民政府	27,522.94	3.12
江苏金信金融控股集团有限公司	26,007.80	2.78
丹阳市金融控股集团有限公司	22,000.00	2.22
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	22,000.00	2.22
扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	2.22
如皋市人民政府	22,000.00	2.22



常州市钟楼新城投资建设有限公司	22,000.00	2.22
扬州经济技术开发区开发总公司	22,000.00	2.22
扬州龙川控股金融投资有限公司	20,000.00	2.02
其他 34 名股东	422,331.73	42.21
合计	989,754.90	100.00

资料来源：江苏再担保 2021 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保是江苏省财政厅直接管理的省级再担保机构，主要在江苏省内经营直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款和典当等业务，其子公司江苏省融资再担保有限责任公司（以下简称“江苏融资再担”）承担构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能。担保业务收入、融资租赁业务收入和利息收入是江苏再担保的三大收入来源，2021年分别占营业总收入的64.46%、19.10%和9.15%。江苏再担保的担保业务收入以直接担保业务收入为主，利息收入主要来自信托产品、委托贷款、小额贷款、典当业务等。随着各项业务的发展，近年江苏再担保营业总收入实现较快增长。

表15 2019-2021 年江苏再担保营业总收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	14.58	64.46%	11.40	52.85%	10.25	56.13%
其中：直接担保业务收入	11.03	48.76%	9.59	44.46%	7.86	43.04%
再担保业务收入	3.55	15.69%	1.81	8.39%	2.39	13.09%
融资租赁业务收入	4.32	19.10%	4.33	20.07%	3.34	18.29%
利息收入	2.07	9.15%	5.38	24.94%	4.24	23.22%
其他	1.20	5.31%	0.00	0.00%	0.01	0.05%
其他业务收入	0.46	2.03%	0.46	2.13%	0.40	2.19%
合计	22.62	100.00%	21.57	100.00%	18.26	100.00%

资料来源：江苏再担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保的担保业务包括直保业务和再担保业务，客户主要集中于江苏省内，受益于江苏省经济发展情况良好，担保业务承接情况较好，特别是直保业务规模不断增长。截至2021年末，江苏再担保担保业务担保余额为1,813.91亿元，其中直保余额占比为67.86%；再担保业务余额为582.94亿元，占期末担保余额的32.14%。

表16 江苏再担保担保业务开展情况（合并口径）（单位：亿元）

股东名称	出资额（万元）	持股比例（%）	
期末担保余额	1,813.91	1,579.59	1,414.71
其中：直保余额	1,230.98	1,037.13	832.84
融资担保业务	1,212.10	1,031.79	827.87
直接融资担保	794.60	628.90	550.40
间接融资担保	388.42	385.72	269.49
非融资担保业务	18.88	5.34	4.98



再担保余额	582.94	542.46	581.87
当期新增担保额	1,300.42	1,221.50	880.93
当期解除担保额	1,066.09	1,056.62	831.87
期末直保责任余额*	789.04	626.99	509.60
当期担保代偿额	2.26	1.37	2.64
当期担保代偿率	0.21%	-	-
融资担保放大倍数*	7.78	7.31	6.90
累计担保代偿率	0.21%	0.20%	0.21%
累计代偿回收率	33.79%	28.68%	28.70%

注：*为母公司口径。

资料来源：江苏再担保提供，中证鹏元整理

江苏再担保直接融资担保业务保持较快发展。直接融资担保方面，江苏再担保的直接融资担保业务以债券担保为主。截至2021年末江苏再担保直接融资担保余额为1,212.10亿元，同比增长17.48%，占同期末直保业务余额的98.47%，担保债券主要为江苏省内主体信用级别AA级及以上的地方国有企业发行的城投债。

间接融资担保方面，在宏观经济下行背景下，中小企业经营压力上升，为了控制风险，近年江苏再担保优化间接融资担保业务结构，收缩大额贷款担保业务的同时，积极创新业务和产品，推动普惠类贷款担保业务发展。近年江苏再担保间接融资担保业务规模有所上升，截至2021年末江苏再担保间接融资担保余额为388.42亿元，同比增长0.70%。

再担保业务方面，江苏再担保于2010年正式开展再担保业务，引入地方政府参股，目前在江苏省内13个地级市均设立了分公司，实现省内业务全覆盖。2020年，为更好的对接国家担保基金业务，江苏再担保正逐步将自身再担保业务转移至子公司江苏融资再担保进行统一管理。截至2021年末，江苏再担保的再担保余额为582.94亿元，同比上升7.46%。

担保业务质量方面，2021年江苏再担保当期担保代偿额为2.26亿元，同比增加64.96%；当期担保代偿率为0.21%。从代偿回收情况看，截至2021年末累计代偿回收率为33.79%，较2019年末提升5.09个百分点，但回收情况仍有待提升。截至2021年末应收代偿款账面余额为4.06亿元，较年初减少19.76%；已计提1.05亿元减值准备，占应收代偿款账面余额的25.86%。在宏观经济下行压力增大以及疫情反复等因素影响下，需持续关注担保项目的风险情况和代偿回收情况。

资产方面，得益于资本的持续增加，近年来江苏再担保总资产规模快速增长，截至2021年末总资产规模为264.83亿元，2019-2021年年复合增长率为24.03%。资产结构方面，江苏再担保资产主要由货币资金、交易性金融资产、发放贷款与垫款、长期应收款和其他权益工具投资组成构成。截至2021年末，江苏再担保的货币资金为37.93亿元，其中受限资金为2.65亿元，主要包括拟用于代偿项目的银行存款以及因质押、保理、监管等原因导致使用受限的货币资金。截至2021年末，江苏再担保交易性金融资产为45.99亿元，较上年末出现大幅增长，主要系2021年采用新金融工具准则，信托产品、资管计划等被调



整至该科目同时对外投资力度增加所致。发放贷款及垫款主要包含小额贷款和典当两部分，截至2021年末，江苏再担保发放贷款及垫款账面价值为26.45亿元，同比增加26.17%，主要系小额贷款业务快速发展所致。截至2021年末，江苏再担保非流动资产规模为98.21亿元，较2019年增长29.51%，主要包括长期应收款、债权投资和其他权益工具投资等。截至2021年末，江苏再担保不良类融资租赁资产余额为1.20亿元，占融资租赁资产总额的2.04%，已累计计提坏账准备1.11亿元。在宏观经济下行的背景下，江苏再担保的融资租赁资产质量需持续关注。

负债和所有者权益方面，截至2021年末，江苏再担保负债总额为106.24亿元，较2019年上升57.05%，其中包括短期借款12.95亿元、担保赔偿准备金18.14亿元、未到期责任准备金7.04亿元、长期借款15.22亿元和应付债券5.61亿元，合计占总负债的比例为55.94%。得益于增资扩股、永续债发行和经营积累，江苏再担保净资产规模持续提升，截至2021年末所有者权益158.59亿元，较2019年末增长23.18%，其中实收资本98.98亿元，较2019年末增长31.74%。截至2021年末江苏再担保融资担保放大倍数为7.78，整体而言，融资担保放大倍数仍处于较高水平。

盈利能力方面，得益于业务规模扩张，近年来江苏再担保收入和利润规模均持续增长，2021年江苏再担保实现营业总收入22.62亿元，同比增长4.87%；实现净利润7.23亿元，同比增长32.18%。2021年江苏再担保实现投资收益5.73亿元，同比大幅上涨887.93%，主要系2021年采用新金融工具准则，信托产品及资管计划等利息收入被重分类至投资收益所致。资产减值方面，2021年江苏再担保计提资产减值损失0.11亿元，较上年下降0.79亿元。近年来江苏再担保营业利润、利润总额、净利润均实现持续增长，2021年江苏再担保净资产收益率同比有所提升，整体上盈利能力有所增强。

表17 2019-2021 年江苏再担保主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021 年	2020 年	2019 年
营业总收入	22.62	21.57	18.26
投资收益	5.73	0.58	0.92
营业利润	10.75	8.07	6.42
利润总额	10.80	8.09	6.40
净利润	7.23	5.47	4.81
资产减值损失	0.11	0.90	1.29
信用减值损失	1.35	0.00	0.00
净资产收益率	4.90%	4.54%	5.35%

资料来源：江苏再担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，子公司江苏融资再担保承担构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能，在资本补充、业务拓展、政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的大力支持，自2009年成立以来，多次获得多家国资股东的增资，注册资本从最初的10.00亿元增加到2021年末的98.98亿元，资本实力进一步增强。



综上，江苏再担保子公司江苏融资再担保承担构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能，在资本补充、业务拓展、政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的大力支持，担保业务规模较大，近年来营业收入和净利润保持增长态势，资本实力持续增强，现金类资金规模较大，代偿能力极强；同时中证鹏元也注意到在疫情反复、宏观经济下行压力较大的背景下，江苏再担保面临的代偿风险以及代偿款的回收风险或有所增加，融资租赁资产质量需要持续关注等风险因素。经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“19金灌01/19金灌债01”信用水平。

十、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“19金灌01/19金灌债01”债券信用等级为AAA，维持“19金灌02/19金灌债02”债券信用等级为AA。



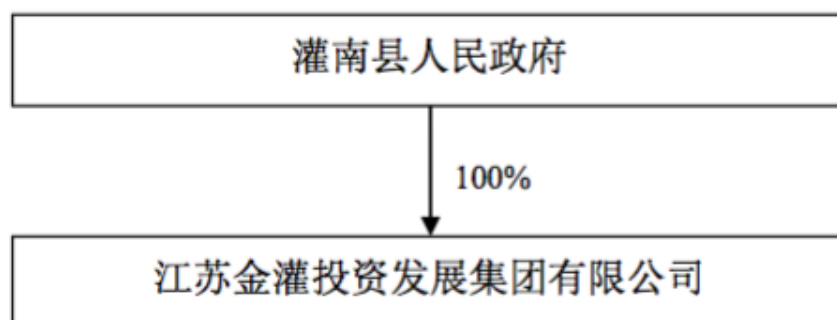
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	36.42	32.00	12.93	21.24
其他应收款	35.44	26.35	21.21	32.35
存货	146.00	141.60	127.04	114.70
流动资产合计	242.17	222.64	189.13	189.23
投资性房地产	35.48	35.48	21.99	21.94
非流动资产合计	70.88	68.70	64.70	61.72
资产总计	313.05	291.34	253.82	250.94
短期借款	11.95	10.89	8.96	5.65
一年内到期的非流动负债	24.06	19.11	12.02	23.03
流动负债合计	58.40	48.26	40.61	42.87
长期借款	56.32	43.94	35.84	23.85
应付债券	24.04	21.78	11.23	21.97
长期应付款	1.51	6.88	9.88	1.90
非流动负债合计	89.46	80.35	62.59	58.27
负债合计	147.86	128.61	103.21	101.14
总债务	122.66	105.94	79.16	76.95
营业收入	3.92	10.13	10.16	10.12
所有者权益	165.19	162.73	150.62	149.81
营业利润	0.54	2.04	1.42	2.02
其他收益	0.15	0.59	0.32	1.00
利润总额	0.57	2.07	1.40	2.07
经营活动产生的现金流量净额	-9.51	0.15	3.48	0.16
投资活动产生的现金流量净额	-2.39	-2.53	-3.44	0.94
筹资活动产生的现金流量净额	15.77	19.24	-7.83	3.82
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	25.23%	27.79%	22.63%	16.96%
收现比	78.60%	126.29%	15.21%	60.41%
资产负债率	47.23%	44.14%	40.66%	40.30%
现金短期债务比	0.90	0.96	0.58	0.74
EBITDA（亿元）	--	3.55	2.82	3.30
EBITDA 利息保障倍数	--	0.71	0.87	0.96

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

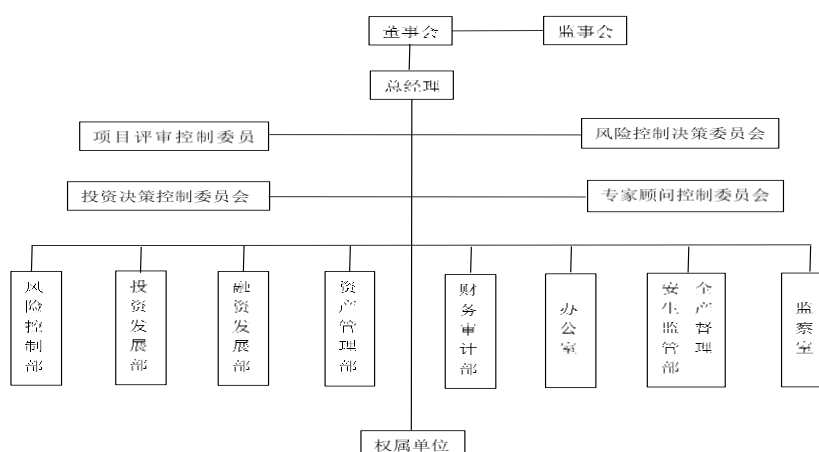


附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理



附录四 2021 年 12 月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

公司名称	主营业务	持股比例	取得方式
连云港硕项湖水务集团有限公司	水务项目的投资建设与运营	100%	政府划拨
连云港灌河金融控股集团有限公司	金融投资	100%	投资设立
灌南县晟灌实业有限公司	土地开发整理和工程施工	100%	投资设立
灌南县景盛实业发展有限公司	综合业务	100%	投资设立
灌南县金灌置业有限公司	房地产开发	100%	投资设立
江苏灌河投资发展有限公司	灌河岸线投资开发等	100%	投资设立
连云港瑞鑫建设工程有限公司	工程建设承包	100%	投资设立
灌南县弘灌实业发展有限公司	综合业务	100%	投资设立
灌南县堆沟港实业有限公司	综合业务	60%	投资设立
海西国际投资有限公司	投资进出口贸易等	100%	投资设立

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保期限	是否有反担保
连云港灌河新农村发展建设有限公司	0.60	2017/01/05-2023/01/06	否
	0.30	2021/05/12-2022/03/04	否
	0.30	2021/01/20-2022/01/20	否
	0.50	2021/03/01-2022/03/01	否
	1.66	2019/06/19-2024/05/14	否
	1.50	2019/06/25-2024/06/24	否
	0.44	2019/06/19-2022/06/19	否
	1.00	2019/12/20-2022/10/24	否
	0.50	2020/04/29-2025/04/28	否
	0.41	2021/08/30-2025/04/28	否
连云港市硕灌实业有限公司	1.50	2020/01/22-2022/12/05	否
	1.00	2021/01/01-2028/12/20	否
	0.10	2021/06/30-2028/12/20	否
	0.65	2021/07/11-2028/12/20	否
	1.50	2021/01/12-2028/09/10	否
	0.50	2020/12/31-2032/12/20	否
连云港丰灌新农村发展建设有限公司	0.50	2021/03/01-2032/12/20	否
	0.30	2021/03/31-2032/12/20	否
	0.21	2021/05/01-2032/12/20	否
	0.01	2021/03/12-2030/12/21	否
	1.27	2021/06/30-2030/12/21	否
灌南县汤臣实业有限公司	0.21	2021/07/01-2026/05/31	否
灌南县自来水有限公司	0.65	2017/06/01-2025/06/01	否
灌南五龙口水务投资有限公司	1.10	2021/12/23-2031/09/10	否
	0.70	2021/01/27-2022/01/27	否
	2.00	2021/01/07-2030/01/03	否
	0.30	2021/08/23-2030/01/06	否
	2.79	2019/12/23-2027/06/10	否
	0.50	2021/11/17-2022/11/16	否
灌南县城市建设投资发展有限公司	16.73	2017/06/26-2042/06/25	否
	0.40	2021/01/13-2022/01/12	否
	0.48	2021/06/29-2023/06/29	否
	11.20	2016/12/13-2041/12/12	否
	5.34	2017/08/23-2035/08/22	否
灌南城市发展集团有限公司	0.20	2021/08/09-2022/08/04	否
	0.04	2017/10/27-2029/03/08	否

江苏亚欧工程管理有限公司	0.40	2021/04/08-2022/04/08	否
灌南县四通公路养护工程有限公司	0.25	2021/06/04-2022/06/04	否
江苏盐灌投资发展集团有限公司	0.80	2021/11/09-2028/06/10	否
灌南县灌河旅游发展有限公司	1.20	2018/12/27-2026/12/10	否
	0.10	2020/05/19-2033/04/22	否
	1.00	2020/06/01-2033/04/22	否
江苏灌江农业发展集团有限公司	0.20	2020/10/01-2033/04/22	否
	1.42	2020/06/12-2030/06/04	否
	1.20	2020/06/29-2025/03/19	否
	0.30	2021/05/31-2022/05/30	否
	0.42	2021/06/25-2022/06/23	否
	1.95	2018/03/26-2025/04/25	否
灌南腾升投资有限公司	0.45	2021/08/22-2022/08/20	否
	1.64	2019/04/29-2027/04/17	否
	0.20	2021/10/08-2029/09/16	否
灌南月桂园绿化有限公司	0.10	2021/11/15-2022/11/14	否
灌南宏兴环保科技有限公司	0.10	2021/11/15-2022/11/14	否
	0.30	2021/05/12-2022/03/04	否
	0.30	2021/01/20-2022/01/20	否
连云港灌河新农村发展建设有限公司	0.50	2021/03/01-2022/03/01	否
	1.66	2019/06/19-2024/05/14	否
	1.50	2019/06/25-2024/06/24	否
江苏灌河国际港务有限公司	0.16	2015/04/24-2022/12/1	否
	0.92	2021/2/5-2029/6/10	否
连云港源复样实业有限公司	0.50	2021/2/26-2029/6/10	否
合计	74.96	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

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

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体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。