

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0401 号

连云港祥云投资有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“19 连祥投债/PR 祥云债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，同时维持“19 连祥投债/PR 祥云债”信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二三年六月二十一日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2023年6月21日至2024年6月20日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2023年6月21日

连云港祥云投资有限公司主体及相关债项 2023 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA-/稳定	2023/6/21	AA-/稳定	时恒艳	白琼蓉

债项信用			评级模型	
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标
19 连祥投债/PR 祥云债	AA+	AA+	经营规模	所有者权益
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”			业务运营	业务稳定性与持续性
			盈利与获现能力	净利润
				净资产收益率
				现金收入比
主体概况			债务负担和保障程度	全部债务资本化比率
				货币资金短债比
				EBITDA 利息倍数
				全部债务/EBITDA
			基础评分输出结果	
			调整因素	
			个体信用状况 (BCA)	
			外部支持评价	外部支持能力
				外部支持意愿
			评级模型结果	
			外部支持调整子级	
			注 1：外部支持能力档位分为 G1~G19，表示支持能力由强至弱的程度	
			注 2：外部支持意愿档位分为 S1~S5，表示支持意愿由强至弱的程度	
			注 3：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异	

连云港祥云投资有限公司是灌云县重要的基础设施建设主体，主要从事灌云县内基础设施建设及土地开发整理等业务。灌云县人民政府为公司唯一股东和实际控制人。

评级观点

东方金诚认为，灌云县经济持续增长；公司业务仍具有较强的区域专营性，继续得到股东及相关各方的支持，重庆进出口融资担保有限公司对“19 连祥投债/PR 祥云债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。同时，东方金诚也关注到，公司面临较大的资本支出压力、资产流动性仍较弱，面临短期偿债压力，面临一定的代偿风险。综上所述，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定；维持“19 连祥投债/PR 祥云债”的信用等级为 AA+。

同业比较

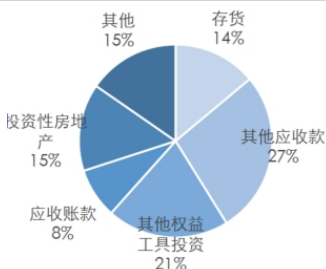
项目	连云港祥云投资有限公司	潍坊公信国有资产经营有限公司	大荔县城市开发投资集团有限公司	桃源县经济开发区开发投资有限公司
地区	连云港市灌云县	潍坊市寒亭区	渭南市大荔县	常德市桃源县
GDP 总量 (亿元)	451.48	281.97	205.07	492.55
人均 GDP (元)	63025	-	35076	61122
一般公共预算收入 (亿元)	23.78	23.36	2.37	17.44
政府性基金收入 (亿元)	26.74	52.82	1.18	34.81
地方政府债务余额 (亿元)	81.85	107.14	24.45	89.48
资产总额 (亿元)	124.67	50.70	55.63	214.96
所有者权益 (亿元)	81.83	32.56	39.54	110.87
营业收入 (亿元)	5.54	0.26	1.51	13.41
净利润 (亿元)	1.38	0.85	0.63	1.80
资产负债率 (%)	34.36	35.79	28.93	48.42

注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA- 的同行业企业，表中数据年份均为 2022 年

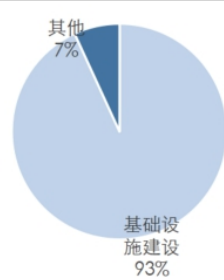
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成（2022年末）



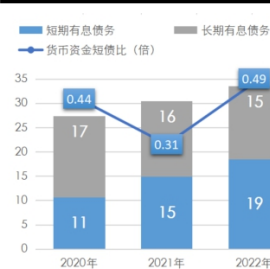
公司营业收入构成（2022年）



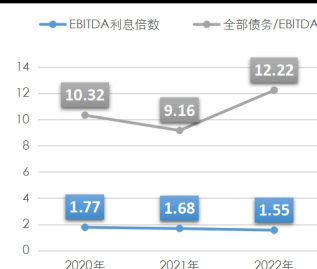
公司财务指标（单位：亿元、%）

	2020年	2021年	2022年
资产总额	100.24	117.43	124.67
所有者权益	66.06	77.63	81.83
营业收入	5.66	5.85	5.54
净利润	1.12	1.57	1.38
全部债务	27.36	30.51	33.49
资产负债率	34.10	33.89	34.36
全部债务资本化比率	29.29	28.21	29.04

公司债务构成（单位：亿元）



公司偿债指标（单位：倍）



地区经济及财政（单位：亿元、%）

	2020年	2021年	2022年
地区	连云港市灌云县		
GDP 总量	381.64	424.02	451.48
人均 GDP (元)	47699	58700	63025
一般公共预算收入	22.61	25.33	23.78
政府性基金收入	23.61	30.99	26.74
财政自给率	32.44	35.33	34.37
政府负债率	17.90	18.55	18.13

优势

- 跟踪期内，灌云县经济持续发展，经济实力较强；
- 公司继续从事灌云县基础设施建设等业务，仍具有较强的区域专营性；
- 公司作为灌云县重要的基础设施建设主体，公司在资金注入和财政补贴方面继续得到股东及相关各方的较大支持；
- 重庆进出口融资担保有限公司对“19 连祥投债/PR 祥云债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

关注

- 公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力；
- 公司资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较大，资产流动性仍较弱；
- 公司负债和全部债务规模继续增长，短期有息债务占比过半，债务期限结构不佳，面临短期偿债压力；
- 公司担保规模大幅增长，面临一定的代偿风险。

评级展望

预计连云港市及灌云县经济将保持稳定增长，公司主营业务将保持较强的区域专营地位，能够持续获得股东及相关各方的有力支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202208）》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA-/稳定	AA+（19 连祥投债/PR 祥云债）	2022/06/15	时恒艳、朱宁迪	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002201907）》	阅读原文
AA-/稳定	AA+（19 连祥投债/PR 祥云债）	2018/06/25	高路、齐剑初、赵迪	《城市基础设施建设公司信用评级方法（2015 年）》	阅读原文

注：以上为不完全列示

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方
19 连祥投债/PR 祥云债	2022/06/15	4.50 亿元	2019/03/04-2026/03/04	连带责任保证担保	重庆进出口融资担保有限公司/AA+/稳定

注：在债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末分别按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金。

跟踪评级说明

根据监管相关要求及连云港祥云投资有限公司（以下简称“祥云投资”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

公司是由江苏灌云经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）于2007年6月出资组建的有限责任公司。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股东和实际控制人均未发生变化。截至2022年末，公司注册资本和实收资本仍均为人民币8.00亿元，灌云县人民政府（以下简称“灌云县政府”）仍为公司的唯一股东和实际控制人，江苏灌云经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）代灌云县人民政府履行出资人管理职责。

跟踪期内，公司作为灌云县重要的基础设施建设主体，继续从事灌云县范围内的基础设施建设业务。

截至2022年末，公司纳入合并范围的子公司共有5家（详见图表1），较2021年增加2家，为投资设立的连云港伊水千山文化传媒有限公司和以0元对价收购¹的中铨丰建设（江苏）有限公司（以下简称“中铨丰建设”）；减少1家，系股权有偿转出²的灌云县清源水务有限公司（以下简称“清源水务”）。

图表1 截至2022年末公司纳入合并报表范围的子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	注册资本	持股比例	取得方式	取得年份
连云港恒硕住房租赁有限公司	5000.00	100.00	非同一控制取得	2020年
连云港壮志实业有限公司	20000.00	100.00	非同一控制取得	2020年
连云港云正城市发展有限公司	30000.00	100.00	投资设立	2021年
连云港伊水千山文化传媒有限公司	3000.00	100.00	投资设立	2022年
中铨丰建设（江苏）有限公司	10008.00	100.00 ³	股权收购	2022年

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，祥云投资发行的“19连祥投债/PR祥云债”已按计划偿还本金的40%，并按期支付利息，债券余额2.70亿元。截至本报告出具日，“19连祥投债/PR祥云债”募集资金已全部用于灌云县中小企业园标准化厂房四期项目和补充营运资金。

“19连祥投债/PR祥云债”由重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）

¹ 根据祥云投资2022年2月12日的董事会决议文件，中铨丰建设（江苏）有限公司（以下简称“中铨丰建设”）持有建筑工程施工总承包一级资质证书，祥云投资收购其股权系根据公司转型发展需要。根据江苏一品建设有限公司（以下简称“一品建设”）、连云港云正城市发展有限公司、中铨丰建设2022年2月签订的《中铨丰建设（江苏）有限公司之股权转让协议》，一品建设持有中铨丰建设100%股权，将其中70%股权以0元转让给公司子公司连云港云正城市发展有限公司。

² 根据祥云投资与经开区管委会、清源水务于2022年1月3日签订的《股权转让协议》，祥云投资将其持有的清源水务100%的股权以5.10亿元的对价转让给经开区管委会。此外，祥云投资和连云港云飞建设工程有限公司（以下简称“云飞建设”）、经开区管委会签订《债权债务转让（抵消）协议》，协议中表明，截至2022年末，祥云投资欠云飞建设5.67亿元，经开区管委会欠祥云投资5.87亿元（包含上述5.10亿元的股权收购对价），祥云投资将经开区管委会的5.87亿元欠款中的5.67亿元转让给云飞建设，转让后，由云飞建设享有上述债权，同时祥云投资和经开区管委会的债权债务解除，经开区管委会仍欠祥云投资0.19亿元。

³ 根据工商公开信息查询，公司持有中铨丰建设70%股权，但2022年审计年报中披露公司持有100%。

提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

个体信用状况

行业分析

在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投监管呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点，叠加基建稳增长预期仍存，预计城投债净融资或将止跌企稳

2022年城投行业强监管延续，同时在“稳增长”基调下，政策呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点。受城投债审核偏严、批文减少及下半年风险事件增多、年底城投利差普遍走扩等影响，2022年城投债发行有所减少，同时叠加到期回售规模较大等因素，城投债净融资规模降幅明显。在行业监管维持整体偏严、融资环境趋紧的多重背景下，城投债发行的结构性分化特征更为明显。具体来看，高级别主体发行规模逆势增长，但低级别主体发行进一步收紧；区县级城投发债额占比略有下滑；新发主体数量亦有所减少。

2023年，经济复苏将是政策主基调，基建稳增长的预期仍然存在。预计城投市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，以保障城投平台最基本的运营需求。同时在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投债发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投公司信用风险分化愈发显著，重点区域化债思路日益明确，城投转型势在必行

2023年，中央经济工作会议定调经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”，外加出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道收紧及到期债务压力的影响下，城投企业信用风险结构性分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力上升。

债务化解方面，“国发2号文”、“财政部114号文”以及对山东地方债务管理的发文指导都明确了重点地区的化债思路，即通过协商展期、债务重组、强化专项债券管理等方式，逐步降低高风险地区债务风险水平。随着监管政策变化、土地市场低迷及经济下行压力加大，城投传统投资模式已难以延续，通过市场化转型寻找新的增长点对于城投公司势在必行。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入小幅下降，仍主要来源于基础设施建设业务，毛利润和综合毛利率均有所上升

公司作为灌云县重要的基础设施建设主体，继续从事灌云县范围内的基础设施建设业务。

2022年，公司营业收入有所下降，仍主要来源于基础设施建设业务。其中，基础设施建设收入较2021年增加0.52亿元；土地整理业务因项目未结算仍未确认收入；其他业务包括厂房租赁、供水、商品销售等，2022年受清源水务划出和商品销售业务采用净额法影响其他收入大幅下降。同期，公司毛利润和综合毛利率均呈不同程度的上升。

图表2 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务类型	2020年		2021年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施建设	4.22	74.47	4.64	79.31	5.16	93.14
土地整理	1.03	18.26	-	-	-	-
其他	0.41	7.27	1.21	20.69	0.38	6.86
营业收入合计	5.66	100.00	5.85	100.00	5.54	100.00
业务类型	毛利润		毛利润		毛利润	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施建设	0.68	16.15	0.04	0.91	0.58	11.27
土地整理	0.09	8.85	-	-	-	-
其他	0.34	83.53	0.35	28.98	0.38	99.12
合计	1.12	19.72	0.39	6.72	0.96	17.29

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

基础设施建设

跟踪期内，公司继续从事灌云县范围的基础设施建设业务，业务仍具有较强的区域专营性；在建和拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力

跟踪期内，公司作为灌云县重要的基础设施建设主体，继续从事灌云县范围内的基础设施建设业务，仍具有较强的区域专营性。公司基础设施建设业务模式未发生变化，仍为委托代建模式，项目建成后委托方按项目审定成本加成一定代建管理费与公司结算。

2022年，公司就污水处理厂配套管网工程、经一路东侧及324省道南侧及236省道西侧片区拆迁、开发区伊山南路东侧1790号地块开发整理等项目确认收入5.16亿元，毛利率11.27%。截至2022年末，公司主要在建项目包括灌云经济开发区18-24地块城市更新项目、开发区生态环境提升及基础设施建设项目等，计划总投资32.65亿元，累计已完成投资16.53亿元，尚需投资22.57亿元。

图表3 截至2022年末公司重点在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已完成投资	尚需投资
江苏灌云经济开发区实验学校项目	0.98	0.44	0.54
产城融合建设一期	8.67	1.77	6.90
花果山机场配套污水处理厂项目	1.23	0.92	0.31
灌云经济开发区18-24地块城市更新项目	10.90	2.60	8.30
连云港花果山国际机场配套给排水工程项目	2.69	1.20	1.49
园区企业厂房拆迁安置	-	3.26	-
宁连路东侧及324省道南侧及236省道西侧片区拆迁	-	3.00	-
长安大道拆迁	-	0.19	-
开发区生态环境提升及基础设施建设项目	4.78	0.77	4.01
江苏灌云经济开发区产业大道（浙江路）改建工程	1.60	0.79	0.81
灌云经济开发区主干道景观绿化工程项目	1.80	1.59	0.21
合计	32.65	16.53	22.57

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2022年末，公司主要拟建项目有灌云经济开发区祥云未来城项目等，计划总投资7.45

亿元。

图表 4 截至 2022 年末公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资
灌云经济开发区产城融合（一期）光谷产业园标准化厂房项目	1.80
灌云经济开发区祥云未来城项目	5.00
灌云经济开发区环境整治绿化项目	0.15
5.6 万吨污水处理厂二期项目	0.50
合计	7.45

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总的来看，公司在建及拟建的基础设施项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

土地整理

因无土地出让，跟踪期内公司土地整理业务仍未确认收入，且待开发土地较少，未来该业务开展情况存在一定的不确定性

2022 年，该业务模式未发生变化，仍为待整理完成的土地出让后，出让收入优先补偿公司土地购买及整理成本，净收益部分由公司与经开区管委会按各 50%的比例分成。2022 年，公司土地整理业务未确认收入，系当年无出让土地所致。

截至 2022 年末，公司存货科目中待开发土地合计 0.47 亿元，规模较小。该业务未来开展情况存在一定的不确定性。

其他

2022 年，公司水费收入和商品销售业务收入规模均有所缩减，导致其他收入大幅下降，但毛利率较高的厂房租赁业务仍为公司利润的有益补充

2022 年，公司继续从事锌铝镁钢带、预镀锌钢带、铝合金锭和 LED 灯珠等商品销售业务，仍由子公司连云港壮志实业有限公司负责，当期实现收入 349.96 万元，比 2021 年减少 6425.93 万元，主要系 2022 年该业务收入采用净额法核算所致；毛利率 100.00%。

图表 5 2022 年公司商品销售业务上下游供应商、客户情况（亿元、%）

项目	名称	采购/销售商品	采购/销售金额
2022 年 上游供应商	灌云县云海高新技术创业园有限公司	LED 灯珠	0.54
	连云港耀科铝业有限公司	铝合金锭	0.37
	连云港云飞建设工程有限公司	LED 灯珠	0.14
	町佑（天津）新能源科技有限公司	锌铝镁钢带	0.14
	町佑（天津）新能源科技有限公司	预镀锌钢带	0.11
	前五名合计	-	1.30
下游客户	灌云县云海高新技术创业园有限公司	LED 灯珠	0.24
	连云港瑞普森照明科技有限公司	LED 灯珠	0.28
	连云港阿瑞氏金属材料有限公司	铝合金锭	0.31
	江苏振江新能源装备股份有限公司	锌铝镁钢带	0.16

图表 5 2022 年公司商品销售业务上下游供应商、客户情况（亿元、%）

项目	名称	采购/销售商品	采购/销售金额
	江苏振江新能源装备股份有限公司	预镀锌钢带	0.13
前五名合计		-	1.12

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2022 年，公司厂房租金收入 3435.11 万元，毛利率 99.60%，与 2021 年基本持平。此外，受清源水务划出影响，同期公司水费收入大幅减少 1788.19 万元至 10.28 万元，毛利率降至 -91.24%。

企业管理

截至 2022 年末，公司注册资本和实收资本仍均为人民币 8.00 亿元，灌云县政府仍为公司的唯一股东和实际控制人

2023 年 5 月，根据祥云投资股东决定，免去吴建董事长职务，指定张晓磊为公司董事长，任期三年；免去潘星宇监事职务，委派王刚为公司监事，任期三年；委派潘星宇为公司董事，任期三年；暂不修改公司章程。其中公司董事长由吴建变更为张晓磊的事项暂未完成工商变更。

跟踪期内，公司治理结构及组织架构均未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2022 年的审计报告，中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年的合并财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未更换审计机构。

截至 2022 年末，公司纳入合并范围的子公司共有 5 家，较 2021 年增加 2 家，减少 1 家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额继续增长，仍以流动资产为主，但其中变现能力较弱的存货和应收类款项占比依然较高，资产流动性仍较弱

2022 年末，公司资产总额继续增长，仍以流动资产为主，占比 63.18%。同期末，公司流动资产小幅增长，仍主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成，上述五项资产合计占流动资产比例为 96.76%。

2022 年末，公司货币资金主要由受限的保证金 7.17 亿元和定期存单 1.20 亿元构成，受限占比很高。同期末，公司应收账款继续增长，期末主要应收灌云县交通运输局 8.66 亿元（占比 82.60%）、江苏冉翔实业有限公司（以下简称“冉翔实业”）⁴0.76 亿元、江苏云海智造科技创新产业园有限公司 0.59 亿元、连云港中赛贸易有限公司 0.37 亿元，均为国企，应收客户集中度仍很高；从账龄来看，均在 2 年以内。

2022 年末，公司其他应收款规模基本稳定，仍主要为往来款，期末主要应收清源水务 4.49

⁴ 冉翔实业成立于 2018 年 5 月，截至 2023 年 5 月末，注册资本 5.00 亿元，祥云投资和经开区管委会分别持有其 86%和 14%的股权。祥云投资仅持股，对冉翔实业不失控。后文的连云港中赛贸易有限公司、灌云建云建筑工程有限公司均由祥云投资控股，但不失控，因此均未纳入合并报表范围。

亿元、灌云建云建筑工程有限公司 3.08 亿元、连云港康奈尔生物科技有限公司 2.85 亿元、冉翔实业 2.53 亿元、灌云久之鑫电子有限公司 2.00 亿元，均为国企，合计占比 43.78%，对公司资金形成一定占用；从账龄来看，账龄在 1 年以内、1 至 2 年、2 至 3 年的分别有 24.41 亿元、8.49 亿元和 1.03 亿元；同期末，公司对其他应收款计提坏账准备 0.14 亿元，计提原因包括失信被执行、吊销、注销。

图表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
资产总额	100.24	117.43	124.67
流动资产	61.06	74.90	78.76
货币资金	4.69	4.58	9.04
应收账款	6.14	8.60	10.48
其他应收款	20.60	32.46	33.98
存货	19.83	20.63	17.35
其他流动资产	7.58	7.61	5.36
非流动资产	39.19	42.53	45.91
可供出售金融资产	25.87	-	-
其他权益工具投资	-	25.27	25.47
投资性房地产	11.37	11.39	18.28
在建工程	-	3.37	1.77

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2022 年末，公司存货因结转成本而有所减少，仍以基础设施建设成本为主；期末主要包括工程施工 8.91 亿元、开发成本 7.95 亿元和待开发土地 0.47 亿元。从项目来看，工程施工主要包括江苏灌云经济开发区实验学校项目 0.44 亿元、江苏灌云经济开发区产业大道（浙江路）改建工程 0.79 亿元、开发区生态环境提升及基础设施建设项目 0.76 亿元、灌云经济开发区主干道景观绿化工程项目 1.59 亿元等；开发成本主要包括园区企业厂房拆迁安置 3.26 亿元、宁连路东侧及 324 省道南侧及 236 省道西侧片区拆迁 3.00 亿元、长安大道拆迁 0.19 亿元等。土地权证方面，期末尚有 0.24 亿元的待开发土地未办理权证，公司正在办理。

2022 年末，公司其他流动资产中有 4.20 亿元为对外转借款⁵，主要是对当地国有企业的借款；期末有所减少系相关借款部分偿还所致。

2022 年末，公司非流动资产小幅增长，仍主要由其他权益工具投资和投资性房地产构成。其中，其他权益工具投资规模略有增加，系新增对江苏灌云农村商业银行股份有限公司的投资 0.20 亿元所致。投资性房地产有所增长，系存货、固定资产和在建工程转入 8.10 亿元房产等所致；期末尚有 0.16 亿元的房地产正在办理权证。在建工程大幅减少，主要系光谷一期和光谷二期项目转入投资性房地产所致，期末全部为产城融合一期项目 1.77 亿元。

截至 2022 年末，公司受限资产规模 22.95 亿元，包括因保证金及存单受限的货币资金 8.37 亿元、借款抵押的存货 0.21 亿元、抵押受限的投资性房地产 14.37 亿元；受限资产占期末总资产比率 18.41%，占期末净资产比率 28.04%。

⁵ 根据江苏灌云经济开发区管委会文件《关于建立园区国有企业贷款机制的函》，以公司作为统贷统保平台，向各家银行申请贷款、通过借款形式，将贷款资金发放至参加统贷统保的园区各级国有企业，参与企业需要承担有关利息，借款利率一般为 6.2%。

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，仍以资本公积为主

2022 年末，随着股东相关方划拨资产、投资性房地产和经营利润累积，公司所有者权益同比增长 4.20 亿元。其中，实收资本未发生变化；资本公积较 2021 年末增长 0.61 亿元，系 2022 年经开区管委会追加投资 2.00 亿元，以及清源水务股权划出导致资本公积减少 1.39 亿元的综合影响所致；其他综合收益增长 2.20 亿元，系存货、固定资产、在建工程转入投资性房地产后以公允价值计量增值所致；未分配利润增长 1.26 亿元，为公司经营利润积累。

图表 7 公司所有者权益情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
所有者权益	66.06	77.63	81.83
实收资本	8.00	8.00	8.00
资本公积	50.72	60.72	61.34
其他综合收益	0.96	0.96	3.16
未分配利润	5.72	7.14	8.40

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，受新增较多票据融资影响，公司负债规模和有息债务均有所增长，短期有息债务占比过半，债务期限结构不佳，面临短期偿债压力

2022 年末，由于新增较多票据融资，公司负债规模有所增长；负债结构上，以流动负债为主，占比升至 62.10%。

2022 年末，公司流动负债大幅增长，主要由短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。同期末，公司短期借款小幅增加，包括保证借款 3.30 亿元、抵押+保证借款 1.86 亿元、质押借款 0.95 亿元和信用借款 0.10 亿元。同期末，公司应付票据大幅增长，余额包括银行承兑汇票 5.30 亿元、商业承兑汇票 3.33 亿元和信用证 0.30 亿元。同期末，公司其他应付款略有增长，仍主要为借款⁶及往来款，其他应付前五名分别为连云港卓途实业有限公司（国企，以下简称“卓途实业”）1.07 亿元、江苏一品建设有限公司（民企）0.60 亿元、连云港正达箱包有限公司（国企）0.51 亿元、连云港镭平服饰有限公司（国企）0.50 亿元、连云港顺腾农业发展有限公司（国企，以下简称“顺腾农发”）0.48 亿元，合计占比 52.65%；从账龄来看，账龄在 1 年以内的有 5.27 亿元。同期末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 1.16 亿元、一年内到期的应付债券 0.90 亿元、一年内到期的应付债券利息 0.25 亿元、一年内到期的其他非流动负债（2 年期定融计划）0.97 亿元。

2022 年末，公司非流动负债规模基本稳定，仍主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成，上述三项负债规模均变化不大。其中，长期借款包括保证借款 3.58 亿元、抵押+保证借款 4.54 亿元、质押+抵押+保证借款 2.32 亿元、抵押借款 0.76 亿元，借款单位包括中国工商银行灌云支行、江苏银行灌云支行、中国农业银行灌云支行、中国光大银行连云港分行、中国银行灌云支行、江苏灌云农村商业银行、中国建设银行、上海浦东发展银行连云港分行等，借款期限在 2 年到 12 年之间。应付债券仍为“19 连祥投债/PR 祥云债”。其他非流动负债包括

⁶ 无息借款。

城乡建设专项债 2.11 亿元、城乡建设专项债利息 0.11 亿元。

图表 8 公司主要负债及有息债务情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
负债总额	34.18	39.80	42.84
流动负债	16.90	23.63	26.60
短期借款	4.75	5.07	6.21
应付票据	1.90	0.70	8.93
其他应付款	5.23	5.53	5.99
一年内到期的非流动负债	1.04	9.02	3.29
非流动负债	17.28	16.16	16.24
长期借款	4.54	9.29	10.04
应付债券	4.50	3.60	2.70
其他非流动负债	7.05	2.37	2.22
全部债务	27.36	30.51	33.49
其中：短期有息债务	10.62	14.88	18.53
长期有息债务	16.74	15.62	14.96
资产负债率	34.10	33.89	34.36

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2022 年末，公司全部债务规模随票据融资等的增长而有所增长，短期有息债务占比增至 55.34%，占比过半，债务期限结构不佳，面临短期偿债压力。负债水平方面，2022 年末公司资产负债率较 2021 年末上升 0.47 个百分点。

跟踪期内，公司担保规模大幅增长，担保比率较高，面临一定的代偿风险

或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保金额大幅增至 25.08 亿元，全部为当地的国有企业的担保（详见附件二），担保比率为 30.65%，担保比率较高，面临一定的代偿风险。

盈利能力

2022 年，公司营业收入略有下降，利润对财政补贴的依赖度依然很高，公司盈利能力仍较弱

2022 年，公司营业收入略有下降，仍主要来自于基础设施建设业务；营业利润率提升 9.24 个百分点。同期，公司期间费用仍主要由财务费用和管理费用构成，2022 年占营业收入的比重较 2021 年下降 1.96 个百分点。2022 年，公司利润总额和财政补贴规模均小幅下降，但利润对财政补贴的依赖度依然很高。

从盈利能力指标来看，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，仍处于较低水平，公司盈利能力仍较弱。

图表9 公司盈利能力指标（单位：亿元、%）

项目	2020年	2021年	2022年
营业收入	5.66	5.85	5.54
营业利润率	18.14	5.11	14.35
期间费用	1.29	1.71	1.51
期间费用/营业收入	22.79	29.30	27.34
利润总额	1.16	1.57	1.40
其中：财政补贴	1.29	3.00	2.08
财政补贴/利润总额	110.84	191.26	149.20
净利润	1.12	1.57	1.38
总资本收益率	2.75	3.03	2.35
净资产收益率	1.70	2.03	1.69

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

现金流

2022年，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，投资活动和筹资活动现金流净流出

2022年，公司经营业务的收支仍主要是基础设施建设业务和往来款的收支，现金收入比略有上升，经营活动现金流由净流出转为净流入，主要系收到的往来款增加所致。同期，公司无投资活动现金流入，流出系项目投入所支付的现金，表现为净流出；筹资活动现金流入和流出分别主要是取得的借款和偿还借款、支付利息等，2022年随着到期债务的大规模偿还及融资的相对放缓筹资活动现金流由净流入转为净流出。

图表10 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年
经营活动现金流入	15.89	17.84	22.95
现金收入比（%）	88.49	58.59	59.07
经营活动现金流出	30.09	26.61	19.64
投资活动现金流入	0.23	-	-
投资活动现金流出	21.00	3.16	1.61
筹资活动现金流入	47.48	24.05	12.05
筹资活动现金流出	11.44	11.66	15.18

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

偿债能力

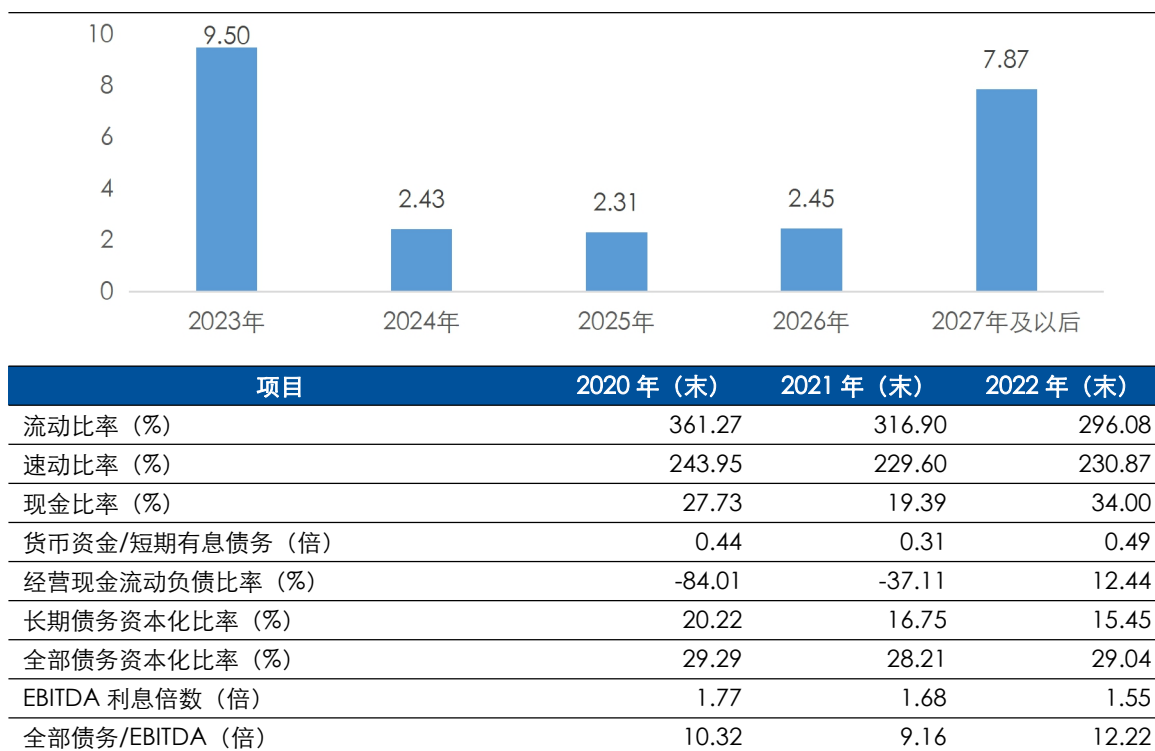
考虑到公司承担了灌云县的基础设施建设，业务仍具有较强的区域专营性，业务稳定性及可持续性很强，整体来看，公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力来看，2022年公司流动比率有所下降，资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比仍较高，资产流动性较弱，现金比率很低，流动资产对流动负债的实际保障能力较弱；货币资金短债比小幅增长，但仍维持较低水平。

从长期偿债能力来看，2022年，公司长期有息债务资本化比率略有下降，全部债务资本化

比率均较 2021 年有所上升。2022 年，公司 EBITDA 利息倍数有所下降，全部债务/EBITDA 指标有所上升，仍处于较低水平，EBITDA 对全部债务的覆盖程度仍较弱。

图表 11 公司偿债能力指标及 2022 年末全部债务期限构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司 2023 年到期债务规模为 9.50 亿元，其中短期借款 6.21 亿元、一年内到期的长期借款 1.16 亿元、一年内到期的应付债券 0.90 亿元、一年内到期的应付债券利息 0.25 亿元、一年内到期的其他非流动负债 0.97 亿元，计划通过经营性现金流入、新增融资等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，2022 年公司经营性净现金流为 3.31 亿元，公司经营活动现金流易受波动较大的往来款和项目款影响，未来缺乏稳定性。间接融资方面，截至 2022 年末，公司无尚未使用的银行授信额度。

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司承担了灌云县范围内的基础设施建设，有较强的业务区域专营性，业务稳定性及可持续性很强，整体来看，公司自身的偿债能力较强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2023 年 6 月 14 日，公司本部已结清贷款中有 4 笔关注类贷款，未结清贷款信息中无不良及关注类贷款记录，跟踪期内，公司无新增关注类贷款。截至本报告出具日，祥云投资发行的“19 连祥投债/PR 祥云债”到期本金（债券发行总额 40%）及利息已按期偿付。

根据公开资料查询，2021 年，公司存在被执行人记录，被执行金额合计 705.00 万元，均为公司对所担保企业的代偿，已追偿完毕⁷。截至本报告出具日，上述被执行情况无新增。

⁷ 祥云投资所担保企业为连云港市益德机械有限公司（以下简称“益德机械”），优先以益德机械抵押的房产用于偿还贷款本息及费用等，对不足部分由祥云投资代偿，代偿金额为 56.3 万元，截至本报告出具日，上述代偿资金已追回。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023 年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为 0.5%，大幅低于上年全年的 7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP 基数明显偏低。综合以上，预计二季度 GDP 同比增速有望升至 8.0% 左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的 GDP 有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中 3 月 CPI 同比仅为 0.7%，PPI 同比则连续 6 个月处于通缩状态。2023 年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023 年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到 10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023 年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及 3 月新安排 1.2 万亿元减税降费措施等，都显示 2023 年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策面支持力度有望进一步加码。

区域经济和财政状况

1. 连云港市

从战略定位来看，连云港市的城市定位为“一带一路”强支点、高质量发展海州湾、美丽宜居山海城。

从区位交通来看，连云港市位于中国沿海中部，东濒黄海，西与徐州市、宿迁市相连，南与淮安市和盐城市毗邻，北与山东省日照市、临沂市相邻；连云港有 2 个机场，分别为连云港白塔埠机场和连云港花果山机场，连云港市是陇海铁路、沿海铁路的交汇点，也是同三高速和连霍高速的惟一交点，交通便利。

从资源禀赋来看，连云港市矿产资源丰富，境内已探明矿产资源 49 种，其中蛭石、云母、石榴子石红宝石等特色非金属矿产，连云港市是江苏省唯一产地，东海县水晶储量居全国之首；从旅游资源来看，连云港市内拥有 1 个国家 5A 级景区、14 个国家 4A 级景区和近 210 个风景点，旅游资源丰富。

2022 年，连云港经济总量继续增长，经济实力很强

2022 年，连云港市地区生产总值继续保持增长，经济实力很强。连云港市地区经济仍以第二产业和第三产业为主。

图表 12 连云港市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	3277.07	3.0	3727.92	8.8	4005.03	2.4
其中：第一产业增加值	386.10	2.0	398.13	3.4	424.23	3.2
第二产业增加值	1372.35	2.6	1625.76	9.5	1814.25	4.8
第三产业增加值	1518.62	3.8	1704.03	9.5	1766.55	-0.1
人均地区生产总值（元）	71303	-	81000	-	87042	2.4
社会消费品零售总额	1104.29	-5.0	1203.31	9.0	1197.69	-0.5
固定资产投资	1987.77	0.1	2154.78	8.4	-	1.5
其中：工业投资	1253.04	3.0	1398.43	11.6	1529.06	9.3
房地产开发投资	368.21	16.0	341.43	-7.3	-	-12.9
进出口总额（亿美元）	92.99	-0.7	144.9	55.3	1076.35	14.9

资料来源：公开资料，东方金诚整理

注：进出口总额 2022 年的单位是亿元，2020 和 2021 年的单位是亿美元

连云港市工业经济仍保持增长。2022 年，连云港规模工业增加值同比增长 7.3%，产值增长 14.4%。全年规模以上工业五大重点行业实现产值 2780.52 亿元，同比增长 17.6%，占连云港市规上工业比重 65.4%。其中，化学原料和化学制品制造业体量最大，实现产值 802.32 亿元，增长 30.2%。；石油、煤炭及其他燃料加工业、医药制造业、黑色金属冶炼和压延加工业和电力、热力生产和供应业分别增长 116.7%、4.9%、-13.6%和 32.9%。

依托港口优势，连云港市仓储物流发展态势良好，港口吞吐量持续增长，第三产业保持较快发展。在“一带一路”供应链基地、福鼎冷链物流及海洋食品加工贸易、中远 LNG 储备站及冷链物流、中燃液化烃库区、上合物流园铁路装卸场站等项目支持下，2022 年，连云港港口运完成吞吐量 3.01 亿吨、集装箱 557 万标箱，同比均有所提高。金融业方面，2022 年末连云港

市金融机构本外币存款余额 5292.15 亿元，同比增长 10.6%；金融机构贷款余额为 6089.61 亿元，同比增长 17.2%。

根据《连云港市政府 2023 年政府工作报告》，2023 年连云港市 GDP 预计增长 7%，固定资产投资预计增长 7%。

跟踪期内，连云港市财政收入仍以一般公共预算收入和政府性基金收入为主，财政自给率有所下降，财政实力很强

2022 年，连云港市财政收入仍以一般公共预算收入和政府性基金收入为主，连云港市一般公共预算收入中税收收入占比 59.90%。连云港市政府性基金收入仍以土地出让金为主，2022 年同比增长 18.5%，但该项收入受土地出让政策及房地产市场影响较大，未来仍存在一定不确定性。

连云港市一般公共预算支出规模和刚性支出规模均持续扩大，2022 年，连云港市地方财政自给率⁸为 39.72%，较 2021 年有所下降。

截至 2022 年末，连云港市政府债务限额为 728.6 亿元，债务余额为 679.6 亿元。

根据《关于连云港市 2022 年预算执行情况与 2023 年预算草案的报告》，2023 年连云港市一般公共预算收入预计实现 244.7 亿元，增长约 15%；一般公共预算支出预计 536.2 亿元，与 2022 年基本持平。

图表 13 连云港市财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政收入	447.43	537.55	524.15
一般公共预算收入	245.17	274.81	212.81
其中：税收收入	189.00	218.02	127.48
政府性基金收入	202.26	262.74	311.34
2 上级补助收入	261.09	211.54	-
列入一般公共预算的上级补助收入	232.76	209.60	-
列入政府性基金的上级补助收入	28.33	1.94	-
财政收入（1+2）	708.51	749.09	-
1 地方财政支出	752.67	786.24	820.28
一般公共预算支出	501.72	534.18	535.74
政府性基金支出	250.96	252.06	284.54
2 上解上级支出	48.89	54.20	-
财政支出（1+2）	801.56	840.44	-
地方债务限额	-	706.15	728.60
地方债务余额	614.01	658.42	679.60
政府负债率	18.74	17.66	16.97

资料来源：2020 年~2021 年连云港市财政决算情况及 2022 年连云港市预算执行情况，东方金诚整理

2. 灌云县

⁸ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

灌云县经济持续发展，经济实力较强

2022 年，灌云县地区经济实现稳步提升，地区生产总值居连云港市 6 个区县的中下游水平。从产业结构来看，2022 年，灌云县第二、第三产业占比仍较高，是地区经济的主要推动力。

从经济增长动能来看，2022 年，灌云县固定资产投资和社会消费品零售总额增速均有所回落，进出口市场持续发展。

图表 14 灌云县主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	381.64	4.4	424.02	10.3	451.48	3.0
人均地区生产总值（元）	47699	5.4	58700	11.3	63025	3.9
工业增加值	97.67	6.7	111.77	18.0	124.70	5.5
第三产业增加值	170.00	4.6	189.42	9.5	197.11	2.6
固定资产投资	219.75	-6.9	242.38	10.3	244.56	0.9
社会消费品零售总额	76.00	-6.6	81.14	6.8	79.19	-2.3
进出口总额（亿美元）	1.98	3.2	2.57	30.0	3.37	32.8
三次产业结构	20.9: 34.6: 44.5		19.3: 36.0: 44.7		19.3: 37.0: 43.7	

资料来源：公开资料，东方金诚整理

灌云县农业生产稳定发展，2022 年，全县实现农林牧渔业总产值 169.28 亿元，同比增长 6.8%，其中农业 80.09 亿元，同比增长 1.0%；林业 2.57 亿元，同比增长 15.0%；牧业 37.16 亿元，同比增长 15.2%；渔业 27.22 亿元，同比增长 4.0%；农林牧渔服务业 22.24 亿元，同比增长 18.4%。实现农林牧渔业增加值 100.5 亿元，同比增长 4.9%。

灌云县工业经济平稳运行，2022 年工业增加值同比增长 5.5%；工业用电量 7.6 亿千瓦时，同比增长 16.1%。2022 年，灌云县投资 58.28 亿元的碱业公司搬迁升级改造项目开工建设，投资 158 亿元的盛邦新材芳纶项目、投资 168 亿元的嘉澳生物航煤项目相继落户灌云。同期，灌云县第三产业稳步发展。金融业方面，2022 年，灌云县金融机构存款余额为 418.8 亿元，同比增长 7.6%；各项贷款余额 483.59 亿元，同比增长 22.6%。

根据灌云县政府 2023 年工作报告，预计 2023 年灌云县地区生产总值增长 8%，固定资产投资增长 8%，社会消费品零售总额增长 7%。

2022 年，灌云县一般公共预算收入和政府性基金收入均有所下降，上级补助收入仍是地方财政收入的主要来源，地方财政自给程度仍较低

2022 年，灌云县一般公共预算收入有所下降，其中，税收收入占比 70.27%，占比较上年下降 10.29 个百分点。同期，灌云县政府性基金收入亦有所减少，此项收入受房地产政策及土地出让情况影响较大，未来仍存在一定不确定性；灌云县上级补助收入占财政收入的比重为 46.15%，上级补助收入仍是地方财政收入的主要来源。

2022 年，灌云县一般公共预算支出小幅下降，其中刚性支出占比 55.30%；政府性基金支出较上年下降 7.66 亿元；地方财政自给率为 34.37%，财政自给程度仍处于较低水平。

截至 2022 年末，灌云县地方政府债务余额为 81.85 亿元，其中一般债务 19.34 亿元，专项债务 62.51 亿元。

图表 15 灌云县财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政收入	46.22	56.32	50.52
一般公共预算收入	22.61	25.33	23.78
其中：税收收入	16.53	20.40	16.71
政府性基金收入	23.61	30.99	26.74
2 上级补助收入	49.01	38.46	43.30
列入一般公共预算的上级补助收入	45.56	37.91	40.86
列入政府性基金的上级补助收入	3.46	0.55	2.45
财政收入（1+2）	95.23	94.78	93.82
1 地方财政支出	107.92	109.87	99.69
一般公共预算支出	69.71	71.70	69.18
政府性基金支出	38.21	38.18	30.51
2 上解上级支出	7.42	7.58	7.72
财政支出（1+2）	115.35	117.45	107.41
地方债务限额	81.32	91.66	94.77
地方债务余额	68.32	78.64	81.85
政府负债率	17.90	18.55	18.13

资料来源：2020 年~2021 年灌云县财政决算情况及 2022 年灌云县预算执行情况，东方金诚整理

根据《灌云县 2022 年财政预算执行情况与 2023 年财政预算草案》，预计 2023 年，灌云县一般公共预算收入 25.00 亿元，其中税收收入 18.00 亿元；上级补助收入 40.86 亿元；一般公共预算支出 71.88 亿元。

综上所述，东方金诚对连云港市、灌云县的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有较强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备较强的支持能力。

支持意愿

作为灌云县重要的基础设施建设主体，公司继续在资金注入、财政补贴等方面得到了股东及各方有力支持

灌云县的基础设施建设主体除公司外，还有江苏筑富实业投资有限公司（以下简称“筑富实业”）和连云港恒驰实业有限公司（以下简称“恒驰实业”），其中筑富实业负责灌云县范围内的城市基础设施项目建设，恒驰实业负责灌云县基础设施建设、水利设施建设和保障性安居工程建设等业务。公司为灌云县重要的基础设施建设主体，继续开展灌云县范围内的基础设施建设，业务具有较强的区域专营性，在资金注入、财政补贴等方面继续得到实际控制人及相关各方的有力支持。

资金注入方面，2022 年，公司收到经开区管委会的追加投资 2.00 亿元，计入资本公积。

财政补贴方面，2022 年，公司获得财政补贴 2.08 亿元。

考虑到公司将继续在灌云县的基础设施建设领域中发挥重要作用，实际控制人及相关各方将继续给予公司有力支持，其对公司的支持意愿较强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对连云港市、灌云县的地区经济及财政实

力、实际控制人及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为实际控制人及相关方对公司的支持作用较强。

增信措施

重庆进出口担保

重庆进出口担保为“19 连祥投债/PR祥云债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用。

重庆进出口担保综合财务实力很强，为“19 连祥投债/PR祥云债”提供的全额不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

重庆进出口担保成立于 2009 年 1 月 15 日，是由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富集团”）和中国进出口银行（以下简称“进出口银行”）按 6:4 比例出资设立的国有担保公司，初始注册资本 10.00 亿元。经 2010 年 8 月股东同比例增资以及 2014 年以来四次未分配利润转增股本后，截至 2022 年末，重庆进出口担保实收资本增加至 30.00 亿元，实际控制人仍为重庆市国资委。

重庆进出口担保以经营各类融资性担保业务为主业，兼营诉讼保全担保、履约担保等非融资性担保业务，并以自有资金在监管许可范围内进行投资。除重庆本部外，重庆进出口担保分别在湖南、四川和南川设立了分公司以及在云南设立代表处，以拓展异地担保业务。截至 2022 年末，重庆进出口担保拥有 4 家控股子公司⁹并参股 2 家公司，业务包括资产管理、应收账款保理、互联网信息服务、小额贷款、再担保业务等。

担保业务方面，重庆进出口担保业务包括融资性和非融资性担保，融资性担保业务占据主导地位。截至 2022 年末，在保余额为 408.94 亿元，同比增长 13.53%，其中融资性担保在保余额为 366.54 亿元，同比增长 9.24%，主要系 2022 年四季度重庆进出口担保加大债券担保业务拓展力度。重庆进出口担保融资性担保业务品种又分为债券担保、贷款担保以及资管计划、信托等金融产品担保等。截至 2022 年末，重庆进出口担保债券担保在保余额为 213.75 亿元，较年初增长 27.89%，担保客户主要分布在重庆、山东、四川、湖南、湖北、江西等地；同期末，重庆进出口担保资管计划及直接债务融资工具等担保在保余额为 5.85 亿元，底层融资客户主要为城投企业、地方国有企业等。未来，重庆进出口担保债券担保业务在以风险防范的基础上，根据市场情况开展成渝地区城投企业的债券担保，审慎拓展债务压力高的省份债券担保业务。非融资担保业务方面，重庆进出口担保目前开展的业务品种主要为投标担保、履约担保、诉讼担保、信托产品差额补足担保等。截至 2022 年末，重庆进出口担保非融资担保在保余额为 42.40 亿元，同比增长 71.88%，主要系原有信托产品融资担保调整划入。

截至 2022 年末，重庆进出口担保资产总额为 67.58 亿元，同比增长 1.58%。资产端主要由货币资金、各类金融投资工具、存出保证金以及应收代偿款构成，资产流动性良好。截至 2022 年末，重庆进出口担保 I 类资产占比（母公司口径）同比增加 2.94 个百分点至 46.75%，主要系重庆进出口担保货币资金（母公司口径）规模有所增加。同期末，融资性担保责任余额¹⁰同比上

⁹ 其中，通过重庆信息投资有限公司间接持有深圳诚本财富管理有限公司和信息商业保理有限公司的 100% 股权。

¹⁰ 重庆进出口担保提供的根据监管要求计算的融资性担保责任余额。

升 6.31%至 330.79 亿元，融资性担保放大倍数（母公司口径）为 7.98 倍，较上年增加 0.18 个百分点，处于同业较高水平。同期末，准备金覆盖率为 6.45%，较年初下降 0.63 个百分点，仍处于同业较好水平。

东方金诚认为，重庆市经济总量 2022 年末在全国城市中排名第 4 位，经济实力很强，政府对担保行业发展支持力度大，为重庆进出口担保业务开展营造了良好的外部环境；重庆进出口担保资产流动性良好，2022 年末 I 类资产占比为 46.75%，且债务负担较轻，准备金对代偿风险的抵补能力较好；重庆进出口担保利润留存效果较好，资本实力不断提升，2022 年末净资产为 42.24 亿元，代偿能力很强；重庆进出口担保在重庆地区城投企业及国有企业融资增信中发挥重要作用，具有一定的区域重要性，当地政府对重庆进出口担保业务开展支持力度较大。

同时，东方金诚关注到，重庆进出口担保债券和贷款担保业务客户以地区城投企业为主，行业投放较为集中；随着消费环境下行，担保的包括贷款和信托计划在内的个人消费类贷款不良率有所上升，存在一定的信用风险管理压力及追偿压力；重庆进出口担保融资性担保放大倍数仍处于高位，对其未来业务开展形成一定的制约。

综上所述，东方金诚评定重庆进出口担保的主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。重庆进出口担保为“19 连祥投债/PR 祥云债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

抗风险能力及结论

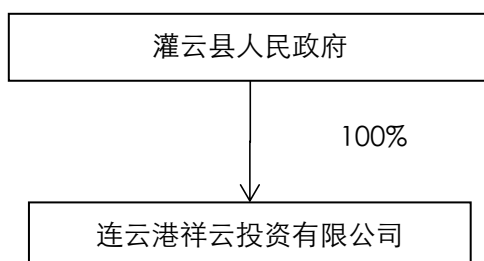
东方金诚认为，跟踪期内，公司继续从事灌云县基础设施建设等业务，仍具有较强的区域专营性。同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力；公司资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较大，资产流动性仍较弱；公司负债和全部债务规模继续增长，短期有息债务占比过半，债务期限结构不佳，面临短期偿债压力；公司担保规模大幅增长，面临一定的代偿风险。

跟踪期内，灌云县经济持续发展，经济实力较强；公司作为灌云县重要的基础设施建设主体，继续在资金注入、财政补贴方面得到了股东及相关方的支持。重庆进出口担保对“19 连祥投债/PR 祥云债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

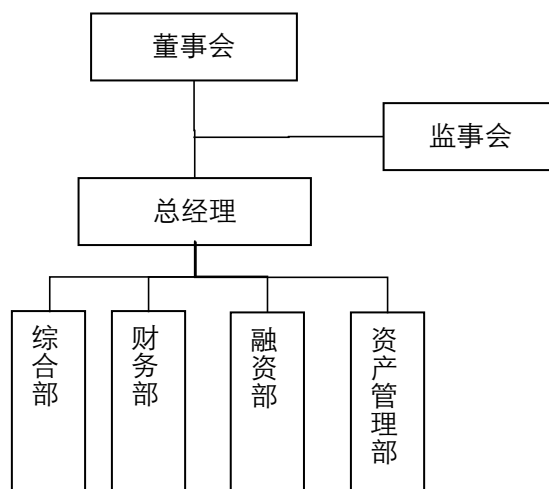
综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定；维持“19 连祥投债/PR 祥云债”的信用等级为 AA+。

附件一：截至 2022 年末公司股权结构和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：截至 2022 年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保方	被担保方性质	担保金额	担保期间
冉翔实业	国企	9000.00	2021/10/27 至 2029/3/18
冉翔实业	国企	6000.00	2021/5/11 至 2029/3/18
卓途实业	国企	9000.00	2021/12/30 至 2026/12/10
冉翔实业	国企	10000.00	2021/1/29 至 2026/1/29
连云港筑之金实业投资有限公司	国企	4990.00	2021/10/29 至 2035/10/15
冉翔实业	国企	5000.00	2021/1/29 至 2026/1/29
连云港空港产业园投资开发有限公司	国企	15000.00	2022/1/4 至 2031/12/13
卓途实业	国企	15000.00	2021/6/30 至 2029/12/20
连云港新航城水务有限公司	国企	12000.00	2022/8/15 至 2030/12/10
连云港超迈实业有限公司	国企	12000.00	2022/6/30 至 2030/6/26
连云港空港产业园投资开发有限公司	国企	10000.00	2022/4/22-2037/03/27
顺腾农发	国企	10000.00	2022/2/16-2027/9/10
连云港空港产业园投资开发有限公司	国企	10000.00	2022/3/30-2037/3/27
顺腾农发	国企	7500.00	2022/2/18-2029/1/27
灌云县云海高新技术创业园有限公司	国企	9100.00	2022/11/30-2032/11/30
连云港空港产业园投资开发有限公司	国企	7000.00	2022/9/30-2025/9/15
连云港灌祥水电安装有限公司	国企	6000.00	2022/11/3-2032/10/25
连云港空港产业园投资开发有限公司	国企	5730.00	2022/10/31-2034/10/20
冉翔实业	国企	5000.00	2022/10/13-2029/3/18
连云港空港产业园投资开发有限公司	国企	5000.00	2022/12/13-2032/12/13
清源水务	国企	5000.00	2022/11/24-2023/9/9
连云港云飞建设工程有限公司	国企	5000.00	2022/11/8-2023/11/7
清源水务	国企	4900.00	2022/5/7-2023/5/4
连云港云飞建设工程有限公司	国企	4000.00	2022/1/25-2023/1/25
连云港云飞建设工程有限公司	国企	4000.00	2022/4/26-2023/3/25
灌云中祥建筑工程有限公司	国企	4000.00	2022/1/27-2023/1/14
连云港灌祥水电安装有限公司	国企	4000.00	2022/4/8-2023/3/19
连云港灌祥水电安装有限公司	国企	4000.00	2022/8/24-2023/8/23
连云港灌祥水电安装有限公司	国企	3000.00	2022/5/25-2023/5/25
卓途实业	国企	3000.00	2022/5/25-2023/5/25
卓途实业	国企	3000.00	2022/6/22-2023/6/21
卓途实业	国企	3000.00	2022/7/29-2023/7/27
灌云畅茂农业开发有限公司	国企	3000.00	2022/4/24-2023/4/23
灌云建云建筑工程有限公司	国企	2000.00	2022/12/22-2023/12/21
灌云县云海高新技术创业园有限公司	国企	2000.00	2022/7/27-2023/5/26

被担保方	被担保方性质	担保金额	担保期间
连云港超迈实业有限公司	国企	2000.00	2022/4/26-2023/3/25
清源水务	国企	1900.00	2022/8/24-2025/8/23
灌云县云海高新技术创业园有限公司	国企	1900.00	2022/8/24-2025/8/23
连云港空港产业园投资开发有限公司	国企	1200.00	2022/11/16-2028/04/17
连云港空港产业园投资开发有限公司	国企	1200.00	2022/11/16-2028/10/17
连云港伊优福实业有限公司	国企	1000.00	2022/6/15-2023/6/14
连云港云飞建设工程有限公司	国企	1000.00	2022/2/16-2023/1/26
连云港炜光贸易有限公司	国企	1000.00	2022/2/28-2023/2/15
连云港云飞建设工程有限公司	国企	950.00	2022/6/29-2023/6/29
灌云三禾农业发展有限公司	国企	900.00	2022/4/8-2023/3/19
连云港空港产业园投资开发有限公司	国企	800.00	2022/11/16-2027/10/17
连云港空港产业园投资开发有限公司	国企	600.00	2022/10/19-2026/4/17
连云港空港产业园投资开发有限公司	国企	600.00	2022/10/19-2026/10/17
连云港空港产业园投资开发有限公司	国企	400.00	2022/11/16-2027/4/17
连云港空港产业园投资开发有限公司	国企	400.00	2022/11/16-2029/4/17
连云港空港产业园投资开发有限公司	国企	400.00	2022/10/20-2027/4/17
连云港空港产业园投资开发有限公司	国企	400.00	2022/10/19-2025/10/17
灌云三禾农业发展有限公司	国企	1000.00	2022.8.18-2024.8.17
灌云县云海高新技术创业园有限公司	国企	1000.00	2022.5.19-2023.5.18
灌云中祥建筑工程有限公司	国企	950.00	2022.5.19-2023.5.18
连云港超迈实业有限公司	国企	2000.00	2022/6/16-2023/6/15
灌云中祥建筑工程有限公司	国企	2000.00	2022/6/30-2023/6/29
合计	-	250820.00	-

附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	100.24	117.43	124.67
其他应收款	20.60	32.46	33.98
其他权益工具投资	-	25.27	25.47
投资性房地产	11.37	11.39	18.28
存货	19.83	20.63	17.35
应收账款	6.14	8.60	10.48
负债总额	34.18	39.80	42.84
长期借款	4.54	9.29	10.04
应付票据	1.90	0.70	8.93
短期借款	4.75	5.07	6.21
全部债务	27.36	30.51	33.49
所有者权益	66.06	77.63	81.83
营业收入	5.66	5.85	5.54
利润总额	1.16	1.57	1.40
净利润	1.12	1.57	1.38
经营活动产生的现金流量净额	-14.20	-8.77	3.31
投资活动产生的现金流量净额	-20.77	-3.16	-1.61
筹资活动产生的现金流量净额	36.04	12.39	-3.12
主要财务指标			
营业利润率（%）	18.14	5.11	14.35
总资本收益率（%）	2.75	3.03	2.35
净资产收益率（%）	1.70	2.03	1.69
现金收入比率（%）	88.49	58.59	59.07
资产负债率（%）	34.10	33.89	34.36
长期债务资本化比率（%）	20.22	16.75	15.45
全部债务资本化比率（%）	29.29	28.21	29.04
流动比率（%）	361.27	316.90	296.08
速动比率（%）	243.95	229.60	230.87
现金比率（%）	27.73	19.39	34.00
货币资金短债比（倍）	0.44	0.31	0.49
经营现金流动负债比率（%）	-84.01	-37.11	12.44
EBITDA 利息倍数（倍）	1.77	1.68	1.55
全部债务/EBITDA（倍）	10.32	9.16	12.22

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率（%）	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率（%）	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率（%）	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率（%）	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率（%）	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
流动比率（%）	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
现金比率（%）	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比（倍）	$\text{货币资金} / \text{短期有息债务}$
经营现金流动负债比率（%）	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数（倍）	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA（倍）	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=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+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务能力极强，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，有较高违约风险
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 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。