

信用评级公告

联合〔2023〕5160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/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

二〇二三年六月二十五日

响水县灌江新城建设发展有限公司 2023 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/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 /21 灌江债	9.00 亿元	9.00 亿元	2028/11/29

注：1.“21 灌江债/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；2.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：2023 年 6 月 25 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	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		4
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			bbb	
外部支持调整因素：政府支持			+6	
评级结果			AA	

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，公司在建及拟建项目未来投资压力较大且未来收益存在一定不确定性、商品贸易及出租业务面临一定的交易对手信用风险、对外债权投资存在一定款项回收风险、整体债务负担仍较重且面临较大的短期偿债压力及因代偿及借款合同纠纷导致较大规模的资金收回存在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和公司基础设施建设的持续推进，公司经营状况有望保持稳定。

“21 灌江债/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。湖北担保集团的担保实力极强，其担保显著提升了“21 灌江债/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/21 灌江债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 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，2022 年，响水县地区生产总值同比增长 4.3%。
- 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、老城区改造以及乡镇工业园区的开发建设等工作，业务仍保持较强的区域专营优势。
- 跟踪期内，公司继续得到有力的外部支持。2022 年，响水县国有资产管理委员会办公室将污水管网及其

同业比较:

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
最新信用等级	AA	AA	AA	AA
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年	2022 年
所属区域	江苏省盐城市响水县	江苏省淮安市金湖县	江苏省淮安市金湖县	江苏省淮安市盱眙县
GDP (亿元)	480.55	411.51	411.51	525.08
一般公共预算收入 (亿元)	25.35	27.28	27.28	20.47
资产总额 (亿元)	257.60	128.84	147.06	323.95
所有者权益 (亿元)	111.71	91.95	84.39	168.04
营业总收入 (亿元)	20.94	5.59	7.32	9.19
利润总额 (亿元)	1.50	1.68	1.34	1.54
资产负债率 (%)	56.64	28.63	42.62	48.13
全部债务资本化比率 (%)	48.43	23.59	35.63	37.13
全部债务/EBITDA (倍)	20.77	11.32	24.33	21.73
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.47	4.53	0.72	0.69

注: 公司 1 为淮安市金鑫投资有限公司, 公司 2 为淮安市金湖交通投资有限公司, 公司 3 为盱眙县天源控股集团有限公司
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

分析师: 李思卓 高志杰

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

附属资产、林业和旅游资产无偿划拨给公司及子公司, 合计增加资本公积 14.89 亿元。

4. **增信措施。**湖北担保集团为“21 灌江债/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. **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 2022 年底, 公司在建及拟建项目代建项目尚需投资 28.08 亿元, 在建自营项目尚需投资 14.18 亿元, 未来存在较大的投资压力; 且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。
2. **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 2022 年底, 公司商品销售业务客户集中度很高, 且为民营企业, 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。
3. **跟踪期内, 公司对外债权投资存在一定款项回收风险。**截至 2022 年底, 公司债权投资 7.55 亿元, 均为对民营企业的投资, 存在一定款项回收风险。
4. **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 2022 年底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 56.64% 和 48.43%, 整体债务负担仍较重。同期末, 公司现金短期债务比为 0.45 倍, 面临较大的短期偿债压力。
5. **跟踪期内, 公司因代偿及借款合同纠纷导致较大规模的资金收回存在不确定性。**公司及股东响水县灌江控股集团有限公司以及子公司由于代偿以及借款合同纠纷产生的涉诉金额规模较大。其中, 代偿案件涉及金额 1.93 亿元, 截至 2022 年底, 公司股东合并口径已收到相关补偿款 1.05 亿元。借款合同纠纷案件涉及金额合计 1.52 亿元, 因被查封资产中多为不动产, 处置周期长及处置中的不确定性, 资金的收回具有不确定性。

偿债主体主要财务数据：

合并口径			
项 目	2020 年	2021 年	2022 年
现金类资产（亿元）	32.76	25.49	17.91
资产总额（亿元）	199.17	223.15	257.60
所有者权益（亿元）	79.95	95.60	111.71
短期债务（亿元）	50.29	39.39	40.13
长期债务（亿元）	31.11	51.40	64.79
全部债务（亿元）	81.40	90.79	104.92
营业总收入（亿元）	20.96	19.54	20.94
利润总额（亿元）	1.38	1.44	1.50
EBITDA（亿元）	3.77	3.85	5.05
经营性净现金流（亿元）	10.31	4.53	3.77
营业利润率（%）	7.93	9.18	7.89
净资产收益率（%）	1.75	1.57	1.09
资产负债率（%）	59.86	57.16	56.64
全部债务资本化比率（%）	50.45	48.71	48.43
流动比率（%）	170.38	165.48	160.47
经营现金流动负债比（%）	11.71	5.95	4.65
现金短期债务比（倍）	0.65	0.65	0.45
EBITDA 利息倍数（倍）	0.72	0.56	0.47
全部债务/EBITDA（倍）	21.60	23.57	20.77
公司本部			
项 目	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额（亿元）	169.53	190.16	221.68
所有者权益（亿元）	62.43	64.06	75.48
全部债务（亿元）	33.05	43.85	40.52
营业总收入（亿元）	8.65	8.34	10.20
利润总额（亿元）	1.42	1.60	0.86
资产负债率（%）	63.17	66.31	65.95
全部债务资本化比率（%）	34.61	40.63	34.93
流动比率（%）	173.73	159.55	141.99
经营现金流动负债比（%）	-1.45	-5.83	10.78

注：1. 2020-2022 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 / 21 灌江债	AAA	AA	稳定	2022/06/09	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
	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：上述评级方法/模型、历史评级项目的评级报告通过链接可查阅

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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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。

响水县灌江新城建设发展有限公司

2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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 2022 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，公司职能定位未发生变化。经营范围变更为：城镇化建设及相关投资建设业务；水利、水电建设及配套项目的投资、开发、建设、管理；城市基础设施、重点投资建设项目的投资、融资、运营、管理（以上范围国家有专项规定的除外）；新农村建设；安置房建设；棚户区改造；城市园林绿化建设；河湖治理及防洪设施工程施工；公路工程、桥梁工程、铁路工程、市政工程施工；站场建设；基本农田整理；土地复垦；房地产开发经营；物业管理；自有房屋出租；建材销售；农业项目开发；城乡供水；新能源电站的建设、运营；新能源技术开发、技术服务；提供电力以及相关电力能源领域的技术咨询、技术服务、技术转让。（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）一般项目：污水处理及其再生利用（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）。

截至 2022 年底，公司纳入合并范围内一级

子公司共 12 家；公司本部内设 10 个职能部门，包括审计部、财务部和工程项目部等。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 257.60 亿元，所有者权益 111.71 亿元（含少数股东权益 0.39 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 20.94 亿元，利润总额 1.50 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：何华¹。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 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 2023 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/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/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 2023 年 3 月底，“21 灌江债/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已建设完毕。

“21 灌江债/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。

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署

¹ 2023 年 4 月变更

为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008 年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022 年以来，宏观经济下行压力加大，

“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023 年，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见[《2023 年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2. 区域经济和政府财力

2022 年，响水县经济保持增长，财政收入小幅增长，为公司提供了良好的外部经营环境；响水县财政收入质量仍较好，但财政自给能力仍弱，政府债务负担一般。

根据响水县人民政府公布的《响水县 2022 年国民经济和社会发展统计公报》，2022 年，响水县地区生产总值 480.6 亿元，按可比价格计算同比增长 4.3%。其中，第一产业实现增加值 63.7 亿元，同比增长 3.9%；第二产业实现增加值 222.3 亿元，同比增长 5.5%；第三产业实现增加值 194.6 亿元，同比增长 3.1%，三次产业结构为 13.2:46.3:40.5。

2022 年，响水县固定资产投资同比增长 1.0%，规模以上工业总产值同比增长 19.6%。同期，响水县完成房地产开发投资 14.9 亿元，同比增长 1.9%，其中住宅投资 10.9 亿元，同比下降 9.6%；房屋施工面积 105.4 万平方米，同比增长 54.1%，其中住宅 82.1 万平方米，同比增长 43.0%；商品房销售面积 35.9 万平方米，同比增长 6.8%，其中住宅销售面积 32.9 万平方米，同比增长 2.5%；商品房销售额 25.7 亿元，同比增长 2.4%，其中住宅销售额 24.4 亿元，同比增长 1.8%。

根据《关于响水县 2022 年财政预算执行情况 和 2023 年财政预算草案的报告》，2022 年，全县实现财政一般公共预算收入 25.3 亿元，同比增长 0.2%。其中，税收收入 19.2 亿元，同比下降 7.7%，占一般公共预算收入比重 75.6%，财政收入质量仍较好。同期，响水县一般公共预算

算支出 69.9 亿元，同比下降 3.9%，财政自给率为 36.2%，财政自给能力仍弱。2022 年，响水县政府性基金收入为 69.7 亿元，同比增长 38.4%；收到上级转移性收入合计 36.3 亿元。截至 2022 年底，响水县地方政府债务余额预计为 104.3 亿元，政府债务率为 79.5%²，政府债务负担一般。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 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，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、老城区改造以及乡镇工业园区的开发建设等工作。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

公司本部及重要子公司本部过往债务履约情况良好；联合资信未发现公司及重要子公司曾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 2023 年 6 月 6 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 2023 年 4 月 25 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”）本部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曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事及高级管理人员有所调整，组织结构及主要管理制度未发生重大变化。

高级管理人员变动方面，2023 年 4 月，根据股东决定，免去李扬同志原公司董事及董事长职务，重新委派林建同志为公司董事，任期三年，与董事何华、戴浩（职工董事）、高文苑、郭仰根组成董事会，任命何华为董事长。

何华先生，1981 年 11 月生，本科学历；历任苏中建设集团股份有限公司工程部施工员，江苏信拓建设（集团）股份有限公司工程部技术负责人，响水县城市资产投资有限公司工程部办事员；现任灌江控股集团副总经理、公司董事长及法定代表人、灌宏供应链法定代表人。

跟踪期内，公司组织结构及主要管理制度未发生重大变化。公司依据新订《公司章程》及管理制度有序推进各项事务。

八、经营分析

1. 经营概况

2022 年，受房屋销售业务收入增长的影响，公司营业总收入同比有所增长；同时，受毛利率较高的委托代建业务占比下降影响，公司综合毛利率同比小幅下降。

2022 年，受房屋销售业务收入规模增长影响，公司营业总收入有所增长。同期，公司综合毛利率有所下降，主要系毛利率较高的委托代建业务占比下降所致。

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%

表 2 2021-2022 年公司营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2021 年			2022 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
委托建设	8.12	41.58	19.23	5.99	28.60	19.23
出租	1.88	9.60	5.56	2.58	12.35	7.02
商品销售	9.50	48.64	2.54	8.33	39.81	1.96
房屋销售	0.01	0.05	-14.59	3.91	18.66	6.22
其他	0.03	0.14	7.29	0.12	0.59	58.94
合计	19.54	100.00	9.77	20.94	100.00	8.65

来源：根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

(1) 委托建设业务

2022 年，公司委托建设业务模式未发生变化；委托建设收入规模同比有所下降；截至 2022 年底，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。2022 年，公司确认委托代建收入同比下降 26.30%；毛利率同比维持稳定。

截至 2022 年底，公司主要在建委托建设项目预计总投资额 59.46 亿元，尚需投资 16.98 亿元。公司主要拟建代建项目预计总投资 11.10 亿元。公司在建及拟建的委托建设项目资金来源均为给公司自筹或借款，尚需投资规模较大，整体看，公司未来资金支出压力较大。

表 3 截至 2022 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）	
				2023 年	2024 年
金港家园农民集中居住区	2017—2022 年	5.00	4.47	0.53	--
响水镇五河等村国土空间全域综合整治项目	2021—2023 年	5.65	1.07	4.58	--
响水县灌江双园商业文化艺术街项目	2021—2024 年	20.55	19.17	1.00	0.38
响水县灌江城东娱乐商业中心项目	2021—2024 年	12.83	9.13	2.00	1.70
响水县水花园建设项目	2022—2024 年	15.43	8.64	3.00	3.79
合计	--	59.46	42.48	11.11	5.87

注：“--”表示无投入

资料来源：公司提供

表 4 截至 2022 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)
响水县通榆河幼儿园建设项目	2023—2025 年	4.50
响水县第二中学扩建	2023—2024 年	4.00
新建特殊学校	2023—2024 年	2.60
合计	--	11.10

资料来源：公司提供

(2) 房屋销售业务

2022 年，公司房屋销售业务收入主要来自于自建保障房项目，受政府安置计划的影响，房屋销售收入和毛利率同比均有所增长；外购商品房项目销售已接近尾声；截至 2022 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。

跟踪期内，公司房屋销售业务收入主要来自于自建的保障房项目。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。2021 年受政府安置计划的影响未实现收入，2022 年实现销售收入 3.90 亿元，截至 2022 年底累计收到回款 9.66 亿元，累计销售面 16.97 万平方米，剩余待售面积 12.70 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。2022 年，公司实现销售收入 60.86 万元。截

至2022年底，帝逸国际项目账面价值0.48亿元，计入“存货”。

截至2022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。

（3）商品销售业务

2022年，随着贸易品类的减少，公司商品销售收入同比有所下降；公司商品销售业务客户集中度很高，主要销售对象为响水德丰金属材料有限公司（以下简称“德丰金属”），公司面临一定的交易对手信用风险。

2022年，公司商品销售业务仍主要由一级子公司灌宏供应链负责。灌宏供应链主要从事镍铁和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”）的子公司德丰金属及其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，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或先货后款，结算周期和占款周期均为1年以内。截至2022年底，公司应收德丰金属商品销售款项1.87元。

2022年，随着贸易品类的减少，公司商品销售业务收入同比有所下降，但仍为公司收入的最主要来源。同期，公司商品销售业务毛利率有所下降。2022年，公司商品销售业务收入主要来自于德丰金属，贸易品类单一，面临一定的交易对手信用风险，且受钢材行业波动影响，面临一定的市场波动风险。

表5 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（%）
2021年	德丰金属	304 不锈钢卷板（黑皮卷）	8.86	93.26
	恒生不锈钢	镍铁	0.64	6.74
	合计	--	9.50	100.00
2022年	德丰金属	304 不锈钢卷板（黑皮卷）	8.32	99.89
	响水县佳景贸易有限公司		0.02	0.11
	合计	--	8.33	100.00

资料来源：公司提供

（4）出租业务

2022年，公司出租业务收入和毛利率同比继续增长；截至2022年底，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。

跟踪期内，公司出租资产新增农业大棚租金收入，出租对象为响水县新城农业生态旅游发展有限公司（股东为响水县财政局，以下简称“响水农旅”），租赁期限自2022年2月1日至2025年2月1日，租赁费每年4800万元，每年进行结算。

公司租金收入仍主要来自于生产线，系公

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。

由于新增农业大棚等租金收入，2022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 6 公司出租收入情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年
生产线	1.38	1.30
农业大棚	--	0.44
研学基地	0.29	0.36
名门春天、帝逸国际等	0.08	0.18
污水管网	0.12	0.12

其他	--	0.18
合 计	1.88	2.58

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2022年底，公司在建的自建项目总投资60.85亿元，尚需投资14.18亿元，投资压力较大，且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，公司无拟建的自建项目。

表 7 截至 2022 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	16.69	0.00	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	5.87	0.01	厂房出租、办公楼出租
响水县灌江研学实践基地项目	2021—2024 年	20.37	14.59	5.78	出租
农业科技园建设项目	2021—2024 年	16.72	10.34	6.38	出租
响水县现代化智慧农贸市场建设工程	2021—2023 年	3.89	1.88	2.01	出租
合 计	--	60.85	49.37	14.18	--

注：响水县大有镇、黄圩镇等中小企业园项目及响水县助农创客中心已投资额超过总投资额系利息资本化所致，
资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司未来将进一步培育和拓展现有业务，并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，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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022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。

2022年，公司合并范围内新增2家一级子公司，分别为响水县惠众新型社区建设发展有限公司和响水县响城医院管理有限公司，均为投资新设；江苏春灌建设工程有限公司由公司二级子公司变更为一级子公司。截至2022年底，公

司纳入合并范围内一级子公司共12家。跟踪期内，公司合并范围内变动子公司规模小，公司财务数据可比性很强。

2. 资产质量

截至2022年底，公司资产规模较上年底有所增长，流动资产占比有所下降；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；债权投资均为对民营企业的投资，存在一定款项回收风险。整体看，公司资产流动性仍弱，资产质量仍一般。

截至2022年底，公司合并资产总额257.60亿元，较上年底增长15.44%，主要系非流动资产增长所致。公司资产结构较为均衡。

表 8 公司资产主要构成情况

科目	2021 年末		2022 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
货币资金	24.74	11.09	17.86	6.93
应收账款	18.77	8.41	13.56	5.27

预付款项	0.00	0.00	3.83	1.49
其他应收款	26.52	11.89	28.34	11.00
存货	53.15	23.82	63.42	24.62
流动资产	125.96	56.45	130.15	50.52
债权投资	7.55	3.38	7.55	2.93
其他权益工具投资	13.47	6.04	13.47	5.23
投资性房地产	12.21	5.47	11.87	4.61
固定资产	16.78	7.52	34.89	13.54
在建工程	40.19	18.01	48.19	18.71
其他非流动资产	6.81	3.05	6.81	2.64
非流动资产	97.19	43.55	127.45	49.48
资产总额	223.15	100.00	257.60	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

(1) 流动资产

截至2022年底，公司流动资产130.15亿元，较上年底增长3.33%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、其他应收款和存货构成。

截至2022年底，公司货币资金17.86亿元，较上年底下降27.81%，主要系债务偿还所致。货币资金中有12.97亿元受限资金，受限比例为72.59%，主要为借款保证金和定期存单质押，受限比例高。

截至2022年底，公司应收账款账面价值13.56亿元，较上年底下降27.75%，主要系德丰金属的贸易款收回所致。应收账款账龄以1年以内为主，占97.64%，累计计提坏账0.01亿元，计提比例很低；应收账款前五大欠款方合计余额为13.22亿元，占比为97.36%，集中度很高。

表9 截至2022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（%）
响水县财政局	6.29	1年以内	46.30
响水县住房和城乡建设局	4.09	1年以内	30.16
德丰金属	1.87	1年以内	13.81
响水县灌江高级中学	0.48	2年以内	3.55
响水县新城农业生态旅游发展有限公司	0.48	1年以内	3.54
合计	13.22	--	97.36

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2022年底，公司其他应收款28.34亿元，

较上年底增长6.85%。其中，账龄1年以内的占期末账面余额的37.01%，1~2年的占29.98%，3~4年的占23.71%。其他应收款累计计提坏账准备0.39亿元，计提比例很低。从集中度看，其他应收款前五大欠款方余额合计占比83.00%，均为往来款，集中度很高。

表10 截至2022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	1-2年	29.87
响水县财政局	5.56	1年以内	19.36
响水县住房和城乡建设局	3.88	1年以内 3.18亿元 1~2年 0.70亿元	13.51
响水县自然资源和规划局	3.47	1年以内	12.08
江苏盐城港响水港开发集团有限公司	2.35	3-4年	8.18
合计	23.85	--	83.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2022年底，公司存货63.42亿元，较上年底增长19.32%，主要系对委托代建项目投入增加所致。公司存货主要由委托代建项目投入构成的开发成本（57.41亿元）和土地开发成本（4.92亿元）构成，未计提跌价准备，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2022年底，公司非流动资产127.45亿元，较上年底增长31.13%，主要系固定资产增长所致。公司非流动资产主要由其他权益工具投资、投资性房地产、固定资产和在建工程构成。

截至2022年底，公司债权投资7.55亿元，较上年底无变化，均为对德龙镍业子公司的投资（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2022年底，公司其他权益工具投资13.47亿元，较上年底无变化，主要为对江苏盐城港控股集团有限公司的投资³（政府划拨股权）。

截至2022年底，公司投资性房地产11.87亿元，较上年底下降2.82%，主要系计提摊销所致。

³ 截至本报告出具日尚未完成股权变更

公司投资性房地产主要由房屋、建筑物（8.10亿元）和土地使用权（4.68亿元）构成。

截至2022年底，公司固定资产34.89亿元，较上年底增长107.93%，主要系机器设备（划拨增加10.54亿元）增加和乡镇企业园部分完工和高新技术产业园项目全部完工转入所致。固定资产主要由机器设备（24.24亿元）和房屋建筑物（10.62亿元）构成，累计计提折旧7.12亿元。

截至2022年底，公司在建工程48.19亿元，较上年底增长19.89%，主要系对响水县灌江研学实践基地项目的投入增加所致。公司在建工程主要由响水县灌江研学实践基地项目、乡镇企业园、江苏响水国家农业科技园建设项目等项目建设支出构成。

截至2022年底，公司其他非流动资产6.81亿元，系预付购房款，较上年底无变化。

资产流动性方面，截至2022年底，公司应收类款项（应收账款+其他应收款）占资产总额的比重合计16.27%。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24.62%。整体看，公司资产流动性仍弱。

截至2022年底，公司受限资产账面价值合计64.05亿元，占资产总额的比重为24.86%，主要用于借款抵押或质押，资产受限比例较大。

表 11 截至 2022 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	33.07	12.84	借款抵押
货币资金	12.97	5.03	质押借款或银票
投资性房地产	11.87	4.61	借款抵押
在建工程	5.99	2.33	借款抵押
固定资产	0.15	0.06	借款抵押
合 计	64.05	24.86	--

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 2022 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仍较高，

权益结构稳定性仍较好。

截至2022年底，公司所有者权益111.71亿元，较上年底增长16.85%，主要系资本公积增长所致。公司资本公积77.59亿元，较上年底增长23.75%，主要系响水县国资办将污水管网及其附属资产无偿划拨给公司，将林业和旅游资产无偿划拨给一级子公司响水县灌江农业生态旅游发展有限公司（以下简称“灌江农业”）所致（详见“十、外部支持”）；未分配利润12.41亿元，较上年底增长10.04%，主要系经营利润累积所致。公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，合计占所有者权益的87.36%，权益稳定性仍较好。

表 12 公司所有者权益主要构成情况

科目	2021 年末		2022 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
实收资本	20.00	20.92	20.00	17.90
资本公积	62.70	65.59	77.59	69.46
未分配利润	11.28	11.80	12.41	11.11
归属于母公司所有者权益合计	95.21	99.59	111.32	99.65
所有者权益合计	95.60	100.00	111.71	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

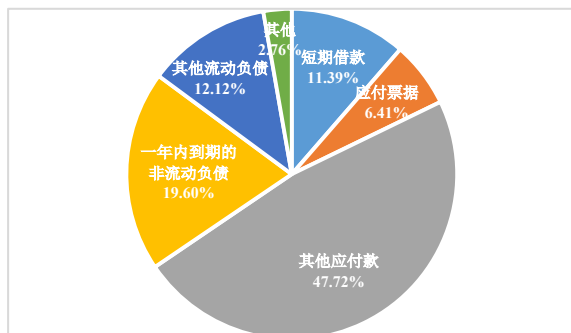
(2) 负债

截至2022年底，公司负债总额较上年底有所增长，负债结构仍以流动负债为主；全部债务有所增长，债务结构有所优化；公司于未来两年面临较大的集中兑付压力。

截至2022年底，公司负债总额145.89亿元，较上年底增长14.38%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占55.59%，非流动负债占44.41%，公司负债结构有待优化。

截至2022年底，公司流动负债81.11亿元，较上年底增长6.55%，主要系其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他非流动负债增长所致。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2022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2022年底，公司短期借款9.24亿元，较上年底增长10.20%，主要系质押借款增长所致，公司短期借款主要由抵押借款、保证借款和质押借款构成，分别占14.07%、26.08%和59.75%。

截至2022年底，公司应付票据5.20亿元，较上年底下降61.79%，主要系银行承兑汇票兑付所致。

截至2022年底，公司其他应付款38.70亿元，较上年底增长8.68%，主要由往来款构成。

表13 截至2022年底公司其他应付款前五名情况

单位名称	账面余额 (亿元)	账龄	占其他应付款总 额的比例 (%)
灌江控股集团	24.03	1年以内, 1~2 年, 2~3 年	62.09
响水县正创贸易 有限公司	3.45	1年以内	8.93
响水县佳景贸易 有限公司	2.39	1年以内	6.19
盐城市兴都市政 工程建设有限公司	1.50	1年以内	3.88
响水农旅	1.40	1年以内	3.62
合计	32.78	--	84.70

资料来源：公司提供

截至2022年底，公司一年内到期的非流动负债15.90亿元，较上年底增长45.03%，主要系长期借款和长期应付款转入所致。一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款（8.31亿元）和长期应付款（6.26亿元）构成。

截至2022年底，公司其他流动负债9.83亿元，较上年底增长52.53%，主要系向商业保理公司的保理借款规模增长所致。其他流动负债主要由债务融资工具和向商业保理的借款等构成，本报告将付息项调整至短期债务核算。

截至2022年底，公司非流动负债64.79亿元，较上年底增长25.96%，主要系长期借款和其他非流动负债增长所致。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。

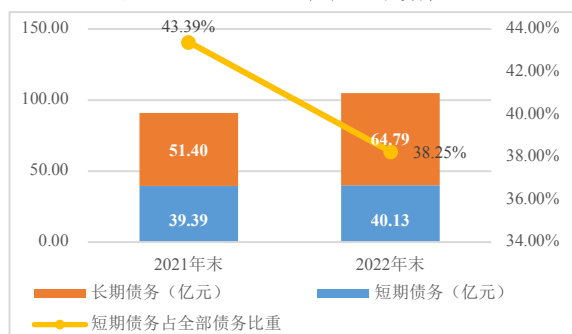
截至2022年底，公司长期借款30.46亿元，较上年底增长27.83%，主要系保证借款增长所致。公司长期借款主要由抵押借款、保证借款和质押借款构成，分别占长期借款（不含一年内到期）的17.23%、58.51%和24.26%。

截至2022年底，公司应付债券12.50亿元，较上年底下降2.96%，主要系部分债券偿还所致。

截至2022年底，公司长期应付款8.44亿元，较上年底增长51.38%，公司长期应付款为应付融资租赁借款和信托借款，均为有息债务，本报告将其调整至长期债务核算。

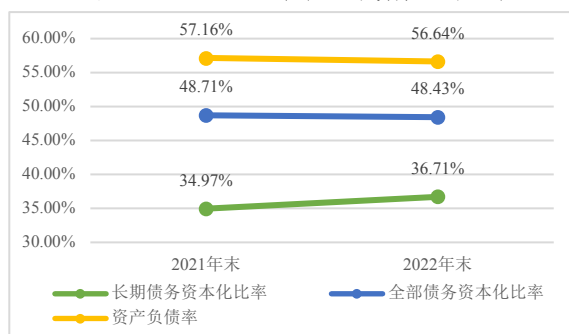
截至2022年底，公司其他非流动负债13.38亿元，较上年底增长46.96%，主要系公司发行两年期债务融资工具所致。其他非流动负债均为有息债务，本报告将其调整至长期债务核算。

图2 2021-2022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 2021-2022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，将其他流动负债中的付息项纳入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债纳入长期债务核算，截至2022年底，公司全部债务104.92亿元，较上年底增长15.57%，主要系长期债务增长所致。其中，短期债务占38.25%，长期债务占61.75%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至2022年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年底有所下降，长期债务资本化比率较上年底有所提高，公司债务负担仍较重。

从有息债务期限分布看，公司于2023年、2024年及2025年分别需偿还40.04亿元、31.06亿元和15.38亿元，公司未来两年面临较大的短期偿债压力。

4. 盈利能力

2022年，公司营业总收入同比有所增长，营业利润率有所下降；期间费用控制能力仍较好；利润总额对非经常性损益依赖程度仍较高，整体盈利指标表现仍一般。

2022年，公司营业总收入同比增长7.15%，仍主要来自于商品销售业务和委托代建业务，营业成本同比增长8.47%；营业利润率同比下降1.29个百分点。

从期间费用看，2022年，公司费用总额同比增长75.17%，主要系管理费用和财务费用增长所致。同期，公司期间费用率为5.56%，同比提高2.16个百分点，公司期间费用控制能力仍较好。

非经常性损益方面，2022年，公司实现其他收益70.00万元，全部为政府补助；实现投资收益0.78亿元，主要为债权投资产生的利息收入；信用减值损失0.32亿元，主要由应收账款坏账损失0.24亿元和其他应收款坏账损失0.09亿元构成。公司利润总额为1.50亿元，公司利润总额对非经常性损益依赖程度仍较高。

盈利指标方面，2022年，公司总资本收益率同比提高0.01个百分点，净资产收益率同比下降0.48个百分点。公司盈利指标表现仍一般。

表14 公司盈利能力变化情况

项目	2021年	2022年
营业总收入（亿元）	19.54	20.94
营业成本（亿元）	17.63	19.12
费用总额（亿元）	0.66	1.16
管理费用（亿元）	0.24	0.40
财务费用（亿元）	0.41	0.76
投资收益（亿元）	0.02	0.78
利润总额（亿元）	1.44	1.50
营业利润率（%）	9.18	7.89
总资本收益率（%）	1.12	1.13
净资产收益率（%）	1.57	1.09

资料来源：根据审计报告及公司提供资料整理

5. 现金流

2022年，公司经营活动现金收支规模同比均有所增长，收现质量仍高；投资活动现金流仍表现为净流出；对外部融资的依赖仍较大。考虑到公司后续在建和拟建项目尚需投入规模较大，公司外部融资需求大。

从经营活动来看，2022年，公司经营活动现金流入同比增长5.77%，其中，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为26.94亿元和13.79亿元，收到其他与经营活动有关的现金主要为公司收到的往来款及政府补贴；现金收入比同比提高9.34个百分点，收现质量仍高。同期，经营活动现金流出同比增长8.74%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。2022年，公司经营活动现金净流入同比下降16.60%。

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入规模仍较小；投资活动现金流出同比增长9.89%，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。同期，公司投资活动现金仍呈现大额净流出状态。

2022年，公司筹资活动前现金流量净额仍为负，对外部融资的依赖较大。从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入同比增长19.96%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出同比增长21.17%，其中偿还债务支付的现金38.72亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金11.28亿元。同期，公司筹资活动

现金净流入同比增长15.00%。

表 15 公司现金流量情况

项目	2021 年	2022 年
经营活动现金流入（亿元）	38.51	40.73
经营活动现金流出（亿元）	33.98	36.96
经营现金流量净额（亿元）	4.53	3.77
投资活动现金流入（亿元）	0.73	2.78
投资活动现金流出（亿元）	16.15	17.75
投资活动现金流量净额（亿元）	-15.42	-14.97
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-10.89	-11.20
筹资活动现金流入（亿元）	54.41	65.27
筹资活动现金流出（亿元）	43.76	53.02
筹资活动现金流量净额（亿元）	10.65	12.25
现金收入比（%）	119.32	128.66

资料来源：根据公司审计报告整理

6. 偿债指标

公司短期偿债和长期指标整体有所弱化，间接融资渠道通畅；公司因代偿及借款合同纠纷导致较大规模的资金收回存在不确定性。

表16 公司偿债指标

项目	项目	2021 年	2022 年
短期偿债指标	流动比率（%）	165.48	160.47
	速动比率（%）	95.66	82.28
	经营现金/流动负债（%）	5.95	4.65
	经营现金/短期债务（倍）	0.11	0.09
	现金类资产/短期债务（倍）	0.65	0.45
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	3.85	5.05
	全部债务/EBITDA（倍）	23.57	20.77
	经营现金/全部债务（倍）	0.05	0.04
	EBITDA/利息支出（倍）	0.56	0.47
	经营现金/利息支出（倍）	0.66	0.35

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 2022 年底，公司流动比率与速动比率较上年底均有所下降，流动资产对流动负债的保障程度仍较强。2022 年，公司经营现金流动负债比率同比下降 1.29 个百分点。同期末，公司现金短期债务比较上年底有所下降。整体看，公司短期偿债指标表现弱化。

从长期偿债指标看，2022 年，公司 EBITDA 同比增长 31.15%，主要由折旧（占 45.58%）、计入财务费用的利息支出（占 24.25%）和利润

总额（占 29.64%）构成。2022 年，公司 EBITDA 利息倍数同比有所下降，EBITDA 对利息的覆盖程度仍较弱；全部债务/EBITDA 同比有所下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度仍较弱。整体看，公司长期偿债指标表现弱化。

对外担保方面，截至 2022 年底，公司对外担保余额合计 11.21 亿元，担保比率为 10.03%。主要为股东及其下属子公司和区域内国有企业及其下属公司的担保。

表17 截至2022年底公司对外担保情况

被担保单位	担保余额（万元）
灌江控股集团	36600.00
响水县正创贸易有限公司	23175.00
响水县新港建设发展有限公司	18400.00
江苏灌能新能源有限公司	12584.12
江苏兴海控股集团有限公司	10000.00
响水县灌江水务有限责任公司	9000.00
响水县自来水有限公司	1000.00
响水县佳景贸易有限公司	1000.00
响水县沿海自来水有限公司	327.00
总计	112086.12

资料来源：公司提供

公司涉诉待追回款项方面：（1）公司于2019 年代江苏华控大和实业有限公司（以下简称“大和实业”）偿还借款本息。大和实业位于响水县生态化工园区内，受“3·21”事件影响，大和实业全面停工，流动资金紧张。截至2022年底，大和实业尚未开工，公司对大和实业已无担保事项。对于已发生的代偿，公司正在通过法律途径进行追偿。公司及股东灌江控股集团以及子公司灌宏供应链涉及大和实业相关案件涉案金额合计2.07亿元，截至2022年底，除响水县财源融资担保有限公司撤诉外，其余案件合计金额1.93亿元，均已终结本次执行，尚处于破产清算债权申报中。截至2022年底，灌江控股集团合并口径已收到相关补偿款1.045亿元。（2）2020年7月9日，子公司灌宏供应链作为原告因与被告上海吾及贸易有限公司、王晓琳、黄晓力、王大彬、薛成标、蒋利英、方文惠借款合同纠纷向盐城市中级人民法院提起诉讼。2022年2月17日，

江苏省高级人民法院出具了《民事判决书》，于2022年4月生效。上述上海吾及贸易有限公司案件涉及金额合计1.52亿元，剔除此前冻结的股权，法院已经查封和控制的可执行资产达1.7亿元，基本覆盖本案的债权本息。但因被查封资产中多为不动产，处置周期长及处置中的不确定性，资金的收回具有不确定性。

银行授信方面，截至2022年底，公司共计获得银行授信额度79.51亿元，尚未使用授信额度31.57亿元，公司间接融资渠道通畅。

7. 公司本部财务分析

截至2022年底，公司本部资产占合并口径比重仍高，所有者权益稳定性仍好，负债总额超过合并口径负债总额。

截至2022年底，公司本部资产总额221.68亿元，较上年底增长16.58%。其中，流动资产占66.73%，非流动资产占33.27%，公司本部资产结构仍以流动资产为主。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。公司本部资产占合并口径的86.06%，占比仍高。

截至2022年底，公司本部所有者权益为75.48亿元，较上年底增长17.82%，主要系资本公积增长所致。其中，实收资本和资本公积占比分别为26.50%和56.08%，权益结构稳定性仍好。公司本部所有者权益占合并口径的67.57%，占比仍较高。

截至2022年底，公司本部负债总额146.20亿元，较上年底增长15.94%。其中，流动负债占71.26%，非流动负债占28.74%。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。同期末，公司本部资产负债率为65.95%。公司本部负债占合并口径的100.21%。

2022年，公司本部实现营业总收入10.20亿元，占合并口径的48.71%，主要来自委托建设

业务和房屋销售业务收入，贸易业务主要由子公司运营；利润总额为0.86亿元，占合并口径的57.34%。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额为11.23亿元，投资活动现金流净额为-9.61亿元，筹资活动现金流净额为-1.29亿元。

十、外部支持

公司控股股东及实际控制人具有很强的综合实力，支持能力很强；跟踪期内，公司在资产划拨和政府补助等方面继续得到有力的外部支持。控股股东及政府的支持可能性很大。

1. 支持能力

公司控股股东系灌江控股集团。灌江控股集团成立于2008年4月，响水县国资办为其唯一股东。灌江控股集团作为响水县重要的基础设施建设主体，主要负责响水县乡村建设及部分县城内的基础设施建设。近年来，灌江控股集团收入及利润规模稳定增长，具有很强的综合实力。

公司实际控制人系响水县国资办。2020—2022年，响水县经济持续发展，一般公共预算收入持续增长，税收占比较高。截至2022年底，响水县政府债务余额为104.3亿元，政府债务负担一般。

整体看，公司控股股东及实际控制人具有很强的综合实力，支持能力很强。

2. 支持可能性

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、老城区改造以及乡镇工业园区的开发建设等工作。跟踪期内，公司仍保持较强的区域专营优势，仍得到政府在资产划拨和政府补助方面的支持。

资产划拨方面，2022年，根据响水县国资办的批准，将响水县水务局的污水管网及其附属资产无偿划拨给公司，增加资本公积10.54亿元；将所属响水城投林业和旅游资产无偿划拨给子公司灌江农业，增加资本公积4.35亿元。

政府补助方面，2022年，公司收到政府补助70.00万元，计入“其他收益”。

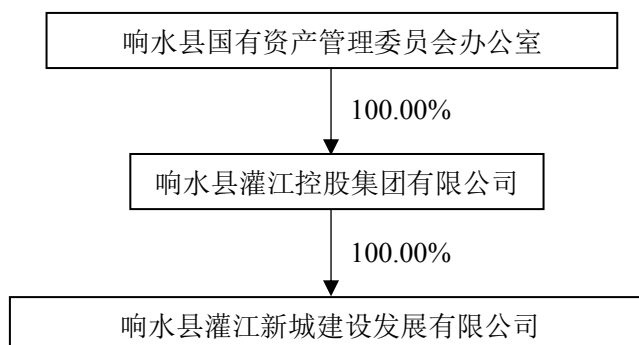
十一、债券偿还能力分析

截至2023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/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%，有效缓解了公司的集中偿付压力。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。湖北担保集团的担保实力极强，其担保显著提升了“21灌江债/21灌江债”本息偿付的安全性。

十二、结论

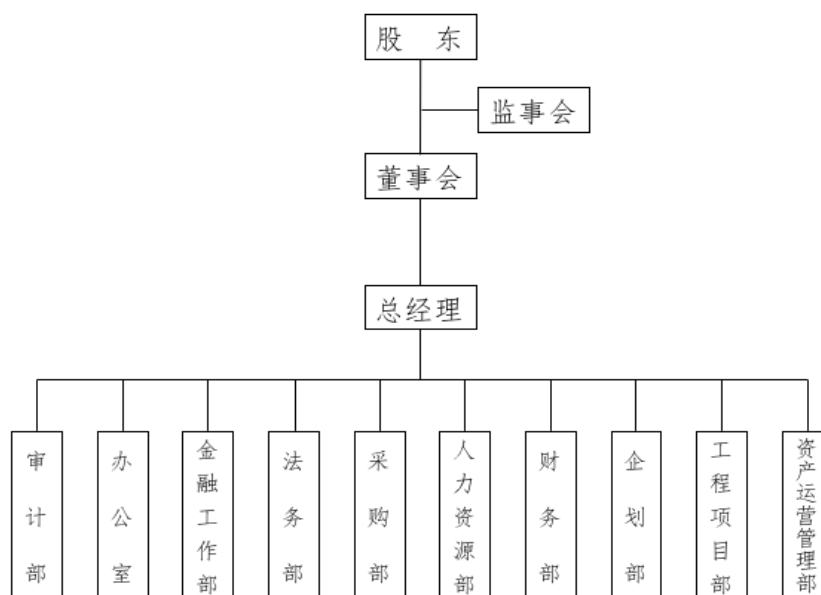
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“21灌江债/21灌江债”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底公司合并范围内一级子公司情况

序号	子公司名称	注册资本 (万元)	业务范围	持股比例 (%)		表决权 比例 (%)	取得 方式
				直接	间接		
1	响水县灌江新禾科技发展有限公司	100000.00	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；生物基材料技术研发；技术服务、开发、咨询、交流、转让、推广；谷物种植等	100.00	--	100.00	设立
2	响水县灌宏供应链有限公司	50000.00	钢材、金属材料、建筑材料、农副产品、机械设备、化工原料及产品（农药和危险化学品除外）、电子产品、电气设备、机电设备、办公设备、电力设备、酒店用品销售；工业盐销售；自来水生产与供应；污水处理	100.00	--	100.00	设立
3	响水县灌江文体产业发展有限公司	50000.00	许可项目：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	100.00	--	100.00	设立
4	响水县古黄河旅游发展有限公司	40000.00	建设工程施工；林木种子生产经营；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；机械设备销售等	100.00	--	100.00	设立
5	响水县全域城市更新建设发展有限公司	30000.00	许可项目：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	--	100.00	设立
6	响水县响之味农业发展有限公司	30000.00	许可项目：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；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；餐饮管理；外卖递送服务；蔬菜、水果和坚果加工	100.00	--	100.00	设立
7	响水县响城医院管理有限公司	30000.00	许可项目：第三类医疗器械经营；互联网信息服务；第三类医疗器械租赁（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，具体经营项目以审批结果为准）一般项目：医院管理；第一类医疗器械销售；第二类医疗器械销售；租赁服务（不含许可类租赁服务）；保健食品（预包装）销售；文具用品批发；第二类医疗器械租赁；第一类医疗器械租赁；体育用品及器材批发；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；计算机软硬件及辅助设备批发；网络技术服务；网络与信息安全软件开发；互联网安全服务；软件开发；人工智能应用软件开发；信息系统集成服务；信息系统运行维护服务；工业互联网数据服务；物联网技术服务；大数据服务；数据处理和存储支持服务；数据处理服务；线下数据处理服务（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	--	100.00	设立
8	响水县惠众新型社区建设发展有限公司	30000.00	许可项目：建设工程施工；施工专业作业；建筑劳务分包；水利工程建设监理；建设工程监理；房地产开发经营；自来水生产与供应；建筑物拆除作业（爆破作业除外）（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：土地整治服务；土壤污染防治服务；土壤污染治理与修复服务；城市绿化管理；工程管理服务；园林绿化工程施工；房屋拆迁服务；自有资金投资的资产管理服务；企业管理；以自有资金从事投资活动；智能水务系统开发；与农业生产经营有关的技术、信息、设施建设运营等服务；农业专业及辅助性活动；市政设施管理；城市公园管理；水污染治理；水环境污染防治服务；打捞服务；物业管理；土地使用权租赁；租赁服务（不含许可类租赁服务）；非居住房地产租赁；建筑材料销售；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；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；输配电及控制设备制造；充电桩销售；新兴能源	100.00	--	100.00	设立

			技术研发（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）				
9	响水县裕禾投资发展有限公司	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	--	100.00	购买
10	响水县灌江农业生态旅游发展有限公司	10000.00	生猪屠宰；各类工程建设活动；水产养殖；家禽饲养；牲畜饲养；动物无害化处理；食品生产；一般项目：谷物种植；水果种植；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	100.00	--	100.00	设立
11	江苏春灌建设工程有限公司	10000.00	许可项目:各类工程建设活动;建设工程监理;房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包;建筑劳务分包;施工专业作业;房地产开发经营（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:工程管理服务;技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广（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	--	100.00	同一控制下企业合并
12	响水县瑞居物业服务有限公司	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、工程造价、工程审计咨询服务;工程材料信息咨询服务	100.00	--	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	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	32.76	25.49	17.91
资产总额（亿元）	199.17	223.15	257.60
所有者权益（亿元）	79.95	95.60	111.71
短期债务（亿元）	50.29	39.39	40.13
长期债务（亿元）	31.11	51.40	64.79
全部债务（亿元）	81.40	90.79	104.92
营业总收入（亿元）	20.96	19.54	20.94
利润总额（亿元）	1.38	1.44	1.50
EBITDA（亿元）	3.77	3.85	5.05
经营性净现金流（亿元）	10.31	4.53	3.77
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.37	0.98	1.29
存货周转次数（次）	0.60	0.43	0.33
总资产周转次数（次）	0.12	0.09	0.09
现金收入比（%）	53.53	119.32	128.66
营业利润率（%）	7.93	9.18	7.89
总资本收益率（%）	1.40	1.12	1.13
净资产收益率（%）	1.75	1.57	1.09
长期债务资本化比率（%）	28.01	34.97	36.71
全部债务资本化比率（%）	50.45	48.71	48.43
资产负债率（%）	59.86	57.16	56.64
流动比率（%）	170.38	165.48	160.47
速动比率（%）	137.81	95.66	82.28
经营现金流动负债比（%）	11.71	5.95	4.65
现金短期债务比（倍）	0.65	0.65	0.45
EBITDA 利息倍数（倍）	0.72	0.56	0.47
全部债务/EBITDA（倍）	21.60	23.57	20.77

注：1. 2020-2022 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

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（公司本部口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	15.53	12.54	7.72
资产总额（亿元）	169.53	190.16	221.68
所有者权益（亿元）	62.43	64.06	75.48
短期债务（亿元）	13.36	14.57	11.93
长期债务（亿元）	19.69	29.28	28.59
全部债务（亿元）	33.05	43.85	40.52
营业总收入（亿元）	8.65	8.34	10.20
利润总额（亿元）	1.42	1.60	0.86
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-1.23	-5.04	11.23
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.00	0.94	1.06
存货周转次数（次）	0.24	0.24	0.31
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.05
现金收入比（%）	94.71	108.60	86.78
营业利润率（%）	15.62	17.96	13.51
总资本收益率（%）	1.77	1.74	1.59
净资产收益率（%）	2.30	2.55	1.16
长期债务资本化比率（%）	23.98	31.36	27.47
全部债务资本化比率（%）	34.61	40.63	34.93
资产负债率（%）	63.17	66.31	65.95
流动比率（%）	173.73	159.55	141.99
速动比率（%）	140.25	128.21	114.20
经营现金流动负债比（%）	-1.45	-5.83	10.78
现金短期债务比（倍）	1.16	0.86	0.65
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