



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2023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
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

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2023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

- 本次评级结果是考虑到灌南县，2022 年经济保持增长，江苏金灌投资发展集团有限公司（以下简称“公司”或“金灌投资”）是灌南县重要的基础设施建设、土地整理主体以及水务等公用事业运营主体，业务具有可持续性，继续获得较大力度的外部支持，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”的安全性。同时中证鹏元也关注到了公司资产整体流动性较弱，在建项目规模较大，面临较大的资金支出压力和偿债压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司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，业务具有可持续性，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 27 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	2021	2020
总资产	318.32	291.34	253.82
所有者权益	163.71	162.73	150.62
总债务	128.02	106.00	79.16
资产负债率	48.57%	44.14%	40.66%
现金短期债务比	0.71	0.87	0.56
营业收入	10.00	10.13	10.16
其他收益	0.68	0.59	0.32
利润总额	1.26	2.07	1.40
销售毛利率	19.73%	27.79%	22.63%
EBITDA	2.81	3.55	2.82
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.71	0.87
经营活动现金流净额	-6.22	0.15	3.48

资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告，中证鹏元整理

优势

- **灌南县交通便利，农业资源丰富，近年经济保持增长。**灌南县地处连云港市南端，为农业大县，在连云港“三区三县”中，经济总量及人均水平在连云港市内排名中等，固定资产投资为拉动地区经济增长的主要动力，但综合财力和财政自给率水平偏低。
- **公司的工程建设、水务等主营业务具有可持续性。**截至 2022 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，获得较大力度的外部支持。**2022 年股东对公司增资 0.30 亿元，计入实收资本；此外 2022 年公司收到 0.69 亿元政府补助，提升了公司的利润水平。
- **江苏再担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升“19 金灌 01/19 金灌债 01”的安全性。**江苏再担保实力雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升“19 金灌 01/19 金灌债 01”的安全性。

关注

- **公司资产以土地和其他应收款为主，变现时点具有不确定性，资产流动性较弱。**2022 年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。
- **公司总债务规模增长较快，存在较大的偿债压力。**公司的融资渠道以银行借款和债券融资为主，现金类资产对短期债务的覆盖程度整体较差，2022 年 EBITDA 利息保障倍数有所下降。
- **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 2022 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、贸易业务有一定垫资需求。
- **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 2022 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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	5/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+

外部特殊支持	2
主体信用等级	AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是灌南县重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，灌南县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与灌南县政府的联系非常紧密以及对灌南县政府非常重要。同时，中证鹏元认为灌南县政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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/19 金灌 01/19 金灌债 01 AA/19 金灌 02/19 金灌债 02	2022-06-28	张旻燊、秦风明	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+/13 金灌债	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	4.40	2022-06-28	2026-08-12
19 金灌 02/19 金灌债 02	3.60	2.88	2022-06-28	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2023年3月31日，两期募集资金专项账户¹合计余额为80.72万元。

三、发行主体概况

2022年公司实收资本同比增加0.30亿元，2022年底公司注册资本、实收资本均为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。股权结构见附录二。2022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。

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。2022年公司合并范围内新增4家子公司，减少9家子公司，详情见下表。截至2022年末，公司纳入合并范围的一级子公司共11家。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务	取得方式
灌南县金灌达达贸易有限公司	100.00%	贸易	投资设立
连云港源灌实业有限公司	100.00%	餐饮服务	投资设立
连云港维创科技服务有限公司	99.42%	科技推广和应用服务业	股权收购
灌南希望服饰有限公司	100.00%	纺织服装、服饰业	划拨

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务	不再纳入原因
灌南县孟兴庄污水处理有限公司	100.00%	污水处理	注销
灌南县小南污水处理有限公司	100.00%	污水处理	注销
灌南县耿冯污水处理有限公司	100.00%	污水处理	注销
灌南县新花污水处理有限公司	100.00%	污水处理	注销
灌南县兴港污水处理有限公司	100.00%	污水处理	注销
灌南县连五污水处理有限公司	100.00%	污水处理	注销

¹ 这两期债券募集资金专项账户相同。

灌南县益窑污水处理有限公司	100.00%	污水处理	注销
灌南县上淋污水处理有限公司	100.00%	污水处理	注销
灌南县二里污水处理有限公司	100.00%	污水处理	注销

资料来源：公司提供、公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

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，但综合财力和财政自给率水平偏低

区位特征：灌南县水系发达，农业资源丰富，交通便利，人口呈净流出状态。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 2022 年连云港统计年鉴，截至 2021 年末，灌南县常住人口为 61.11 万人，户籍人口为 81.06 万人，相较于 2020 年末户籍人口和常住人口，人口呈小幅净流出态势。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%，生态湿地面积超过 10%，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。灌南县是全省 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，灌南高铁站于 2019 年 12 月投入使用，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在连云港市内排名中等，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，2022 年地区生产总值在连云港“三区三县”中排名处于中游，但与 2021 年 GDP 增长 8.4% 相比，2022 年 GDP 增速降幅较大，在连云港区县中增速排名中游。三次产业结构由 2020 年的 16.82:44.34:38.84 调整为 2022 年的 15.2:47.6:37.3，第二产业占比小幅提升。从经济增长的动能看，灌南县经济增长主要依靠固定资产投资。近年受宏观经济等因素冲击，2020 年灌南县投资、消费均出现较大下降，2021 年复苏态势较好，2022 年经济增速下滑，固定资产投资与上年基本持平，社会消费品零售总额小幅下降，进出口总额增速降至 2020 年水平，2022 年人均 GDP 是全国人均 GDP 的 91.73%，整体经济发展水平一般。

表 2 连云港市 2022 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 (元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
海州区	740.24	0.2%	79,754	44.71	0.00
赣榆区	740.0	1.0%	73,698	33.49	53.13
东海县	--	5.6%	--	30.03	31.52
灌南县	480.4	2.2%	78,612	23.61	46.35
灌云县	451.48	3.0%	63,025	23.78	26.74

连云区	265.3	0.8%	164,374	21.56	14.58
-----	-------	------	---------	-------	-------

注：“-”表示暂无公开数据；人均 GDP 采用 2021 年末常住人口数计算

资料来源：各区县2022年政府工作报告、江苏省预决算统一公开平台、政府网站等，中证鹏元整理

表3 灌南县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	480.42	2.2%	452.57	8.4%	396.94	2.9%
固定资产投资	164.14	1.1%	162.35	24.0%	130.92	-7.0%
社会消费品零售总额	95.10	-3.8%	99.00	9.0%	90.81	-7.6%
进出口总额(亿美元)	2.52	10.9%	2.27	28.0%	1.61	10.0%
人均 GDP（万元）		7.9		7.4		6.5
人均 GDP/全国人均 GDP		91.73%		91.28%		80.06%

注：“-”表示数据未公开披露；2020 年人均 GDP 采用第七次全国人口普查常住人口数计算，2021 年人均 GDP、2022 年人均 GDP 采用 2021 年末常住人口数计算

资料来源：灌南县国民经济与社会发展统计公报、灌南县人民政府网站、2022 年灌南县政府工作报告，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，钢铁、精细化工及原料药、绿色食品加工、机械电子为四大主导产业。灌南县是农业大县，高标准农田建设比重达 85%，是全国全程机械化示范县、江苏省稻田综合种养示范县、江苏省首批绿色蔬菜产业特色县、江苏省生猪生产十强县。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，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。灌南县依托灌南县经济开发区、灌南县临港产业区、灌南县化工园区、太仓灌南高新技术产业园等工业园区发展现代工业，灌南县定位钢铁、精细化工及原料药、绿色食品加工、机械电子为四大主导产业。2022 年灌南县实现规上工业产值 411.96 亿元、工业投资 124.34 亿元，分别增长 2.2%、12.2%。2022 年灌南县新增规上工业企业 29 家，地浦科技、龙泰威食品等 7 家企业获评省级专精特新中小企业。钢铁、精细化工及原料药、绿色食品加工、机械电子四大主导产业产值仍保持增长态势，增幅分别达到 1.5%、39.6%、17%、6.1%，工业经济增势拉动灌南县经济增长。

区域土地市场方面，2020-2022 年，灌南县成交土地面积分别为 118.91 万平方米、195.85 万平方米和 206.40 万平方米，同期楼面价分别为 943.01 元/平方米、1,296.43 元/平方米和 1343.27 元/平方米，土地成交总价分别为 21.59 亿元、44.91 亿元和 47.76 亿元，2022 年灌南县土地出让成交主要集中在下半年，12 月区域内城投集中拿地，但是从总量上看，2022 年土地成交总价上升明显放缓。

财政及债务水平：2022 年灌南县综合财力和财政自给率均有所下降。受留抵退税政策影响，2022 年灌南县实现一般公共预算收入 23.61 亿元，税收收入占一般公共预算收入的比重降至 58.1%，财政自给程度 2022 年有所下降。若扣除全部增值税留抵退税因素，一般公共预算收入同口径增长 1.7%。受土地市场行情影响，2022 年灌南县基金性收入也有所下降。近年灌南县财政自给率有所波动，整体水平仍然不高，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 4.59%。截至 2022 年末，灌南县发债平台仅有一家，为金灌投资。

表4 灌南县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	23.61	27.19	23.93
税收收入占比	58.1%	81.9%	78.8%
财政自给率	40.83%	44.71%	39.36%
政府性基金收入	46.35	47.57	36.52
地方政府债务余额	97.57	95.75	89.2

资料来源：灌南县 2020-2022 年财政预决算报告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

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，2022年收入小幅下降，主营业务具有一定可持续性，但面临较大的资金压力

2022年公司营业收入规模小幅降低，其中土地整理开发、水务、工程建设为主要收入来源，公司2022年新增供应链业务。此外公司租赁、资金拆借、金融担保等业务为公司收入提供一定贡献。毛利率方面，公司销售毛利率2022年有所下降，主要系新增的供应链业务毛利率水平较低。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理开发	2.51	25.11%	26.39%	3.34	33.01%	22.70%
水务	3.71	37.07%	19.04%	3.56	35.15%	24.46%
工程建设	2.14	21.45%	7.66%	2.31	22.79%	18.14%
房产销售	--	--	--	0.48	4.76%	70.42%
租赁	0.12	1.24%	100.00%	0.12	1.16%	100.00%
资金拆借	0.18	1.75%	100.00%	0.25	2.46%	99.99%
金融担保业	0.09	0.90%	94.35%	0.06	0.63%	88.28%
商品销售	1.23	12.34%	3.41%	--	--	--
主营业务收入合计	9.98	99.86%	19.62%	10.13	100.00%	27.76%
其他业务	0.01	0.14%	99.42%	0.004	0.04%	100.00%
合计	10.00	100.00%	19.73%	10.13	100.00%	27.79%

资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

（一）土地整理开发业务

2022年土地整理业务收入有所下滑，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。

公司土地增减挂业务主要涉及北陈集镇、李集镇、三口镇、田楼镇、新集镇、堆沟港镇、张店镇、百禄镇、孟兴庄镇、新安镇、汤沟镇11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。

公司2022年土地整理收入有所下降，项目成本随着市场环境、公司管理运营等影响有所波动，导致销售毛利率水平较为波动。2022年公司结算的土地增减挂钩业务和特色农业项目为发包项目，发包方为灌南县人民政府直接控股的连云港市硕灌实业有限公司。

2023年公司在建土地整理版块项目计划总投资2.30亿元左右，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2023年拟开展整理复垦为耕地的农村建设用地业务量与2022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4 公司土地整理收入明细（单位：亿元）

年份	业务类型	项目名称	收入
2022年	特色农业业务	农业大棚建设、虾稻混养基地建设	0.90
		灌南县农业大棚及稻蟹种养基地建设二期项目	1.61
	小计		2.51
2021年	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	农业大棚建设、虾稻混养基地建设	1.21
	小计		3.34

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）水务业务

公司的水务业务具有区域专营性，2022年营业收入上升

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（以下简称“水务集团”）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，随着水务集团供水能力提升，水务收入小幅上升，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，2022年水务集团污水处理能力为3.45万吨/日，公司的污水处理业务分为工业污水和生活污水，2021年针对生活污水处理业务，水务集团和葛洲坝集团达成PPP项目合作，由葛洲坝集团负责生活污水处理，管道和资源由葛洲坝集团运营和管护，水务集团负责收取运营费用，导致2022年生活污水收入和污水处理能力有所下降。

表5 水务集团污水处理业务情况

项目	2022年	2021年	2020年
污水处理能力（万吨/日）	3.45	5.60	5.60
污水处理收入（亿元）	0.15	0.20	0.26

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

供水业务方面，近年来灌南县水价基本稳定，售水量不断增加。

表6 2022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	0.20	2.95
居民：第二级	>192≤300的部分	2.40	1.15	0.20	3.75
居民：第三级	>300的部分	4.80	1.15	0.20	6.15
居民合格表户	不执行阶梯	1.60	1.15	0.20	2.95
工商服务业用水	-	1.90	1.25	0.20	3.35
特种行业类用水	-	3.25	1.25	0.20	4.70

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 水务集团供水业务情况

项目	2022年	2021年	2020年
售水量（万吨）	4,872.73	4,402.87	3,956.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2022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。

（三）工程建设业务

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，公司的工程建设业务分为代建模式和自主运营模式。代建模式下，灌南县政府委托公司对灌南县内的市政道路、棚户区改造、环境综合治理等项目进行建设，具体分为成本加成回购模式和代建管理费模式。公司工程建设收入为代建项目收入，公司工程建设收入主要来源于灌南县棚户区改造工程，2022年该项目确认的收入略有下降。截至2022年末公司主要在建代建项目为2016年棚户区改造工程项目，预计总投资21.73亿元，已投资14.07亿元。

表8 公司工程建设业务确认收入情况（单位：亿元）

年份	项目名称	收入	成本
2022年	灌南县棚户区改造工程	2.14	1.98
	小计	2.14	1.98
2021年	灌南县棚户区改造工程	2.01	1.89
	代建管理费	0.30	--
	小计	2.31	1.89

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

自营模式下，公司投资建设基础设施项目或其他工程项目，完工后由公司自主经营、养护或出售以实现收益。公司的房产销售业务为自营模式，公司开发的商品房项目为壹号院和灌南县金融中心工程A座，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。当年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。2022年受房地产市场大环境和公司安排影响，未产生房产销售收入。

截至2022年末公司在建工程建设项目主要为化工产业园区生态环保安全建设工程、壹号院和灌南县电商物流产业园，拟建项目包括新东仓储园物流中心和在灌南县下辖乡镇的工业集中区一期项目。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2022年末，公司在建工程建设项目预计总投资合计40.94亿元，尚需投资17.94亿元，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存在一定不确定性。

表9 截至2022年末公司在建工程建设项目情况（单位：亿元）

项目状态	项目名称	项目总投资	项目已投资	模式
在建	化工产业园区生态环保安全建设工程	20.12	13.99	自营
	灌南县电商物流产业园	3.20	0.84	自营
	壹号院	12.02	3.11	自营
拟建	新东仓储园物流中心	2.92	--	自营
	灌南镇工业集中区一期(百禄)项目	0.65	--	自营
	灌南镇工业集中区一期（北陈集）项目	0.46	--	自营
	灌南镇工业集中区一期（田楼）项目	0.70	--	自营
	灌南镇工业集中区一期（新集）项目	0.87	--	自营
合计		40.94	17.94	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）供应链业务

公司2022年新增供应链业务，为公司收入提供补充，但业务毛利率较低

发行人供应链业务主要为丰富主营业务种类而于2022年新增的业务板块，2022年度商品销售收入占营业收入的比例为12.34%，毛利率水平较低。发行人的供应链业务收入主要来源于灌南县晟灌实业有限公司，销售产品主要包括铁矿石等，产品主要销向连云港当地企业。

公司供应链业务的经营模式为根据客户订单组织货源，通过大额订单增加其向供应方的议价能力从而降低购买价格，通过买卖差价赚取收入和利润。公司根据签订的订单进行购货销货，一般当月完成销售。公司根据下游客户的委托采购客户所需原材料，客户会根据自身的需求提供所需货物的单价、数量、品质及到货时间等条件，公司依据该条件筛选合格供应商，同时，公司会根据供应商提供的货品取样交由下游客户审核，待货品达标后与下游客户洽谈销售单价并签订销售协议，待供应商满足该条件时与供应商洽谈采购单价并签订采购协议。公司供应链业务主要的供应商为浙江聚瑞国际贸易有限公司等公司，主要下游客户为连云港亚新钢铁有限公司等公司。公司不承担仓储和物流费用，但需要关注的是，公司在部分贸易业务中需要垫资，垫资周期一般在两个月内，面临一定资金风险。

（五）其他业务

其他业务为公司收入提供补充

公司收入来源还有资金拆借、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，公司资金拆借业务收入受拆借业务量影响而变动。截至2022年末，公司借出资金0.88亿元，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，公司物业租赁收入规模稳定，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。截至2022年末，公司担保业务共263笔，其中对自然人担保共计9,839.9万元，对企业担保共计28,455万元，代偿余额为1,716.85万元，仍有部分未完成代偿。

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

2022年股东对公司增资0.30亿元，计入实收资本，2022年公司收到政府补助0.69亿元，计入其他收

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。

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

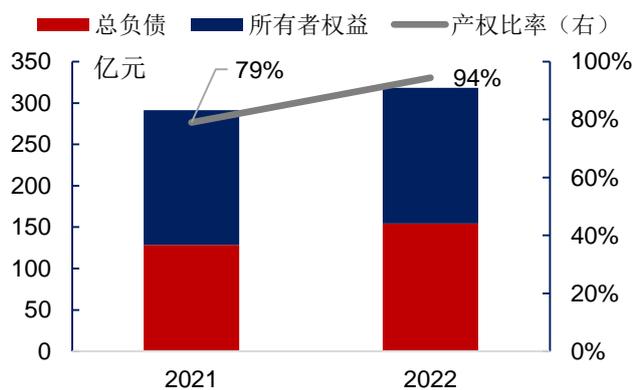
以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2020-2022年三年连审报告，报告均采用新会计准则编制。2022年合并范围变化见表1。

资本实力与资产质量

公司资产规模2022年继续增长，但以存货和应收款项为主，整体资产流动性较弱

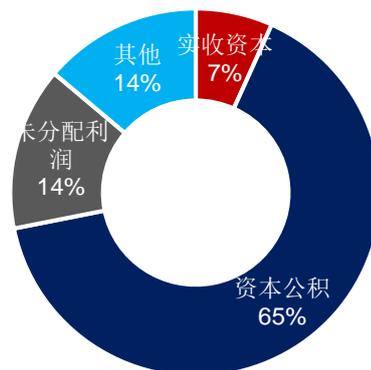
得益于政府资本注入和利润积累，2022年来公司所有者权益小幅上升，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。但随着公司融资规模扩大，产权比率继续上升，权益对负债的保障程度降低。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告，中证鹏元整理

2022年公司资产规模有所增长，公司资产以项目投入、持有的投资性房地产及应收款项为主。公司存货主要由开发成本构成，截至2022年末，存货中土地共计121宗，账面价值合计141.51亿元，较上年增加16.04亿元，主要为新拍入的土地。2022年末存货土地中24.60亿元用于抵押借款而受限。存货中17宗土地尚未办妥产权证，价值合计20.49亿元。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。公司持有的投资性房地产为经营性的土地及房产，采用公允价值模式计量，2022年末规模小幅上升。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，截至2022年末账期主要分布在1-3年内，回收风险不大，但整体回款偏慢。公司其他应收款规模欠款方主要为政府相关单位及国有企业，2022年末前五大债务人欠款合计占比为86.14%，集中度较高，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。

其他资产中，2022年末货币资金基本持平，年末受限货币资金金额为10.27亿元；公司固定资产及无形资产主要为持有的房屋及土地，2022年固定资产变动主要系折旧和摊销变化。截至2022年末公司受限资产合计为36.15亿元，占总资产比重为11.36%。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	34.14	10.73%	32.00	10.98%
应收账款	23.44	7.36%	21.07	7.23%
其他应收款	24.37	7.66%	26.35	9.04%
存货	161.49	50.73%	141.60	48.60%
流动资产合计	247.41	77.72%	222.64	76.42%
固定资产	20.34	6.39%	21.46	7.36%
投资性房地产	35.75	11.23%	35.48	12.18%
无形资产	0.35	0.11%	0.37	0.13%
非流动资产合计	70.92	22.28%	68.70	23.58%
资产总计	318.32	100.00%	291.34	100.00%

资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入和销售毛利率小幅下降，未来收入具有持续性，政府补助对公司利润贡献较大

公司收入以工程建设、土地整理开发以及水务为主，营业收入规模小幅下降，2021年房产销售业务毛利率较高，当年整体销售毛利率水平较高，2022年毛利率水平有所回落。2022年公司新增供应链业务，但业务毛利率水平较低。截至2022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。政府补助对公司利润贡献较大，2021-2022年其他收益占利润总额比重为28.50%、53.97%。

表7 公司主要盈利和现金流指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	10.00	10.13
营业利润	1.25	2.04
投资收益	0.55	-0.07
其他收益	0.68	0.59
利润总额	1.26	2.07
销售毛利率	19.73%	27.79%

资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2022年公司债务规模继续增长，融资渠道以银行借款和债券融资为主，现金类资产对短期债务的覆盖程度整体较差，面临较大的偿债压力

2022年公司对外融资规模扩张较快，以非流动负债为主，截至2022年末公司融资主要依靠银行借款和债券融资，以刚性债务为主。银行借款的综合成本在5.5%左右，主要为向连云港本地的银行借款。债券的综合成本在7%左右，截止2022年底，非标余额占总债务的比重约为8%，成本在6%-7%。其余主要负债中，其他应付款主要为与灌南县本地其他国有单位的往来款。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	18.05	11.67%	10.89	8.47%
其他应付款	11.03	7.14%	7.43	5.77%
一年内到期的非流动负债	24.05	15.56%	19.11	14.86%
流动负债合计	67.57	43.70%	48.26	37.52%
长期借款	54.58	35.30%	43.94	34.16%
应付债券	20.89	13.51%	21.78	16.94%
长期应付款	4.10	2.65%	6.92	5.38%
非流动负债合计	87.05	56.30%	80.35	62.48%
负债合计	154.62	100.00%	128.61	100.00%
总债务	128.02	82.80%	106.00	82.42%
其中：短期债务	48.48	31.35%	33.39	25.96%
长期债务	79.54	51.44%	72.61	56.45%

资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2022年末公司资产负债率为48.57%，呈上升趋势。从现金短期债务比来看，现金类资产对短期债务的覆盖程度整体较差，EBITDA对总债务的利息偿付保障能力下降，土地整理业务和代建业务回款较慢，2022年经营活动现金流净流出，整体面临较大的偿债压力。截至2022年末，公司授信额度共计107.91亿元，尚未使用授信额度27.80亿元，备用流动性规模尚可。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	48.57%	44.14%
现金短期债务比	0.71	0.87
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.71

资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境和社会方面，根据公司出具的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚、不存在因废水排放而受到政府部门处罚、亦因废弃物排放而受到政府部门处罚，不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，根据公司出具的《公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，公司及高级管理人员最近 36 个月内不存在违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚。

治理方面，公司根据《公司法》及其他有关法律、行政法规和规范性文件的规定，设立股东会、董事会和总经理等内部治理结构。根据公司章程规定，公司不设股东会，公司设董事会、监事会、总经理，总理由董事会聘任或解聘。为满足公司日常经营所需，公司设置了风险控制部、投资发展部、财务审计部等职能部门，各部门分工明确，公司的组织结构如附录三所示。2022年公司原董事、总经理张浩辞任，新任命董事孙玉，新任命周洲为董事长、总经理。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月3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2022年末，公司对外担保金额为76.36亿元，占所有者权益的比重为46.64%，包括政府下属单位以及国有企业，详情见附录五。考虑到公司对外担保余额规模较大，且均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

此外，截至2022年末，公司担保业务共263笔，其中对自然人担保共计9,839.9万元，对企业担保共计28,455万元，代偿余额为1,716.85万元，仍有部分未完成代偿。

八、外部特殊支持分析

公司是灌南县政府下属重要企业，灌南县政府直接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，灌南县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与灌南县政府的联系非常紧密。灌南县政府持有公司100%的股权，灌南县政府对公司的

经营管理有绝对控制权，公司的业务基本来源于灌南县政府及相关单位，近年来公司多次收到政府支持且支持力度较大，预计未来和灌南县政府的联系将保持稳定。

(2) 公司对灌南县政府非常重要。公司是灌南县重要的基础设施建设、土地整理主体以及水务等公用事业运营主体，公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，在基础设施建设方面对政府贡献很大。但公司具有一定可替代性。若公司发生债务违约，将会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

江苏再担保为“19金灌01/19金灌债01”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其安全性

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，初始注册资本为30亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省属再担保机构。2019年12月，江苏省人民政府将其持有江苏再担保的全部股权无偿划转至江苏省财政厅。经过多次增资扩股和股权变更，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。2022年江苏省财政厅以及江苏金信金融控股集团有限公司等2家省内国有企业以基金份额和现金出资等方式合计对江苏再担保增资17.86亿元，其中12.72亿元计入注册资本，剩余以资本溢价形式计入资本公积，截至2022年末，江苏再担保注册资本为108.70亿元，实收资本为111.69亿元，其中2.99亿元尚未进行工商变更。江苏再担保控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅，其持股比例为27.73%，其他股东主要为江苏省各级地方政府和国有企业。

表11 截至2022年末江苏再担保前十大股东情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
江苏省财政厅	309,743.12	27.73%
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	3.94%
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	2.95%
常高新集团有限公司	33,000.00	2.95%
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	2.95%
宿迁市人民政府	27,522.94	2.46%
丹阳市鑫盛产业集团有限公司	22,000.00	1.97%
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	22,000.00	1.97%
扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	1.97%

如皋市人民政府	22,000.00	1.97%
合计	568,266.06	50.88%

资料来源：江苏再担保 2022 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保作为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”）承担着构建完善江苏省政府性融资担保体系的职能。江苏再担保的担保业务包括直接担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，江苏再担保的担保业务承接情况较好，特别是直接担保业务规模不断增长。截至2021年末，江苏再担保的担保余额为1,813.91亿元，其中融资担保业务余额和再担保业务余额分别为1,212.10亿元和582.94亿元；分别占期末担保余额的66.82%和32.14%。

表12 江苏再担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年
当期担保发生额	1,300.42	1,221.50
当期解除担保额	1,066.09	1,056.62
期末担保余额	1,813.91	1,579.59
其中：融资担保余额	1,212.10	1,031.79
直接融资担保余额	794.60	628.90
间接融资担保余额	388.42	385.72
再担保余额	582.94	542.46
非融资担保余额	18.88	5.34
融资担保责任余额*	789.04	626.99
融资担保责任余额放大倍数*	7.78	7.31

注：*均不含再担保业务，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主要为债券担保，重点服务于江苏省内城投类企业的资本市场融资。近年来，江苏再担保直接融资担保业务保持较快发展，截至2021年末江苏再担保直接融资担保业务余额为794.60亿元，同比增长26.35%，占期末融资担保余额的65.56%，被担保企业主体信用级别均在AA级及以上。近年来江苏再担保持续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，加快发展创新业务和产品，并推动普惠类贷款担保业务发展。2020年以来，江苏再担保相继推出了“增额保”、“鑫科保”、“泰信保”、“信保贷”、“东吴贷”等普惠类以及科创类担保产品。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%。

2020年以来，为更好的对接国家担保基金业务，公司逐步将本部再担保业务转移至子公司江苏融资再担进行统一管理。截至2021年末江苏融资再担的再担保业务已实现江苏省13个地级市的全覆盖。近年来国担基金对江苏再担保的授信额度逐步追加，截至2021年末国担基金的授信额度增至1,180亿元。目前，公司再担保业务主要包括风险补偿、风险分担和比例再担保三种模式。2021年末江苏再担保的再担保余额为582.94亿元，较2020年末增长7.46%，其中比例再担保模式和风险补偿模式下的再担保余额分

别为424.54亿元和158.33亿元，分别占比72.83%和27.16%。

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2020年末下降4.89个百分点。在宏观经济增速放缓等外部因素影响下，需持续关注担保项目的风险代偿及回收情况。

为提升资金利用效率和收益，江苏再担保在兼顾资产安全性和流动性的前提下开展投资业务，江苏再担保资金业务主要包括银行理财、委托贷款、权益投资和信托及债权投资，另有部分债券和不良债权投资。近年来江苏再担保投资资产规模快速上升，截至2022年末投资资产合计156.45亿元，其中银行理财、委托贷款以及债权类投资分别占比28.27%、26.21%和25.37%。

得益于资本的持续注入，近年来江苏再担保总资产规模快速增长，截至2022年末总资产规模为333.33亿元，较2021年末增长25.86%。江苏再担保资产主要由货币资金、投资资产、发放贷款与垫款和应收融资租赁款构成。截至2022年末，江苏再担保的货币资金为46.23亿元，其中受限资金为3.74亿元，主要因质押、保理以及拟用于代偿项目而受限。截至2022年末，江苏再担保投资资产为156.45亿元，主要包括银行理财、委托贷款以及债权类投资，占投资资产的比例分别为28.27%、26.21%和25.37%。整体来看江苏再担保投资资产规模较大，对盈利提供了显著帮助，但需关注投资业务面临的信用以及市场等风险。近年来江苏再担保小额贷款及典当业务快速发展，截至2022年末，江苏再担保发放贷款及垫款净额为36.56亿元，同比增加38.20%，主要为通过子公司江苏信保科技小额贷款股份有限公司（以下简称“信保科贷”）发放的贷款及垫款，占比为98.81%。信保科贷按照风险特征对贷款业务进行风险五级分类，截至2022年末信保科贷发放的贷款及垫款不良率为1.09%，处于较低水平。截至2022年末，江苏再担保应收融资租赁款余额为80.70亿元，同比增长37.16%，并根据融资租赁业务风险情况合计计提减值准备1.14亿元。在宏观经济增长承压的背景下，江苏再担保的融资租赁资产质量需持续关注。

江苏再担保负债构成主要以长、短期债务和应付债券为主，截至2022年末，江苏再担保负债合计142.44亿元，较2021年末增长34.07%，主要系融资租赁业务规模增长带动总债务规模增长所致。2022年随着新增担保业务规模大幅上升，江苏再担保计提的未到期责任准备金和担保赔偿准备金规模显著增长，2022年末未到期责任准备金和担保赔偿准备金分别为8.96亿元和27.80亿元，同比分别增长19.36%和53.24%。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增长，截至2022年末所有者权益190.89亿元，较2021年末增长20.36%，其中实收资本111.69亿元，较2021年末增长12.84%。

得益于业务规模快速扩张，江苏再担保收入和利润规模均持续增长，2022年江苏再担保营业总收入为27.71亿元，同比增长22.50%；实现净利润9.45亿元，同比增长30.66%。2022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、净利润均持续增长，2022年江苏再担保净资产收益率同比有所提升，整体盈利能力有所增强。

表13 江苏再担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	333.33	3.65	3.65

货币资金	46.23	37.93	62.13
应收代偿款	3.65	3.00	5.06
所有者权益合计	190.89	158.59	136.36
营业总收入	27.71	22.62	21.57
净利润	9.45	7.23	5.47
净资产收益率	5.41%	4.90%	4.54%
累计担保代偿率*	-	0.21%	0.20%
累计代偿回收率*	-	33.79%	38.68%
拨备覆盖率	1013.14%	632.11%	434.77%

注：*均不含再担保业务，为母公司口径

资料来源：江苏再担保 2020-2022 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

从外部支持来看，江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，近年来在江苏省内重点项目融资、普惠金融以及扶持省内实体经济发展等方面发挥了重要作用，同时子公司江苏融资再担保承担着构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能。基于上述职能及地位重要性，江苏再担保在资本补充、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有力支持。近年来多次获得多家国资股东的增资，实收资本从最初的10.00亿元增加到2022年末的111.69亿元，资本实力持续增强。

综上，江苏再担保在江苏省内具有较重要的职能定位，在资本补充、业务拓展及政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的有力支持；同时江苏再担保资本实力强、业务发展稳健、近年来营业收入和净利润保持增长态势，且现金类资产规模较大，对其代偿能力提供了重要保障；同时中证鹏元也注意到在宏观经济增长承压的背景下，江苏再担保面临的代偿风险以及代偿款的回收风险或将有所增加；随着融资租赁业务规模的持续增长，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，“19金灌01/19金灌债01”由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了其安全性。

十、结论

灌南县地处连云港市南端，交通便利，农业资源丰富，近年来灌南县经济保持增长态势，区域经济增长情况良好。公司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，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，公司存在较大的偿债资金压力，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。此外，江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了“19金灌01/19金灌债01”的安全性。

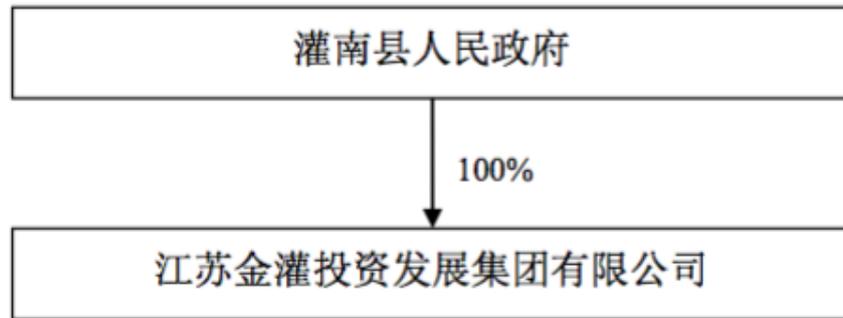
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“19金灌01/19金灌债01”债券信用等级为AAA，维持“19金灌02/19金灌债02”债券信用等级为AA。

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	2021年	2020年
货币资金	34.14	32.00	12.93
存货	161.49	141.60	127.04
流动资产合计	247.41	222.64	189.13
固定资产	20.34	21.46	21.75
在建工程	5.69	3.37	4.54
投资性房地产	35.75	35.48	21.99
非流动资产合计	70.92	68.70	64.70
资产总计	318.32	291.34	253.82
短期借款	18.05	10.89	8.96
应付账款	1.35	1.92	3.06
一年内到期的非流动负债	24.05	19.11	12.02
流动负债合计	67.57	48.26	40.61
长期借款	54.58	43.94	35.84
应付债券	20.89	21.78	11.23
长期应付款	4.07	6.88	9.88
非流动负债合计	87.05	80.35	62.59
负债合计	154.62	128.61	103.21
其中：短期债务	48.48	33.39	22.22
总债务	128.02	106.00	79.16
所有者权益	163.71	162.73	150.62
营业收入	10.00	10.13	10.16
营业利润	1.25	2.04	1.42
其他收益	0.68	0.59	0.32
利润总额	1.26	2.07	1.40
经营活动产生的现金流量净额	-6.22	0.15	3.48
投资活动产生的现金流量净额	-4.41	-2.53	-3.44
筹资活动产生的现金流量净额	7.58	19.24	-7.83
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	19.73%	27.79%	22.63%
资产负债率	48.57%	44.14%	40.66%
短期债务/总债务	37.87%	31.50%	28.07%
现金短期债务比	0.71	0.87	0.56
EBITDA	2.81	3.55	2.82
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.71	0.87

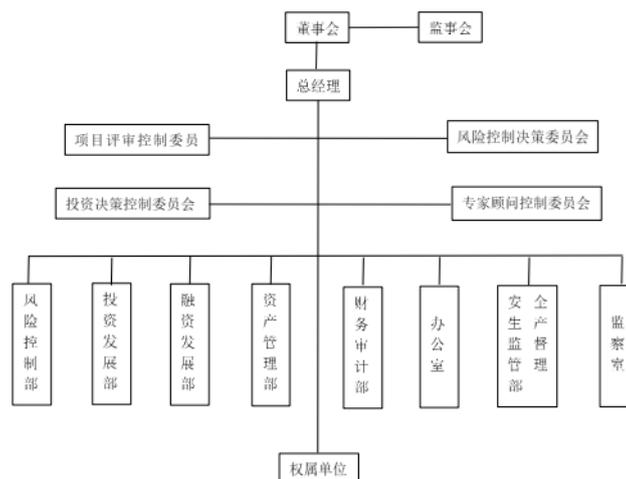
资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 截至 2022 年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
连云港源灌实业有限公司	农业	100%	投资设立

资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

担保人	被担保方	被担保方性质	担保金额	担保到期日	是否有反担保
公司本部	连云港源复祥实业有限公司	国有企业	1.26	2029/6/10	否
		国有企业	2.00	2029/6/27	否
		国有企业	2.00	2029/6/27	否
	连云港灌河新农村发展建设有限公司	国有企业	0.12	2023/1/6	否
		国有企业	0.30	2023/3/24	否
		国有企业	0.20	2023/1/24	否
		国有企业	0.99	2024/5/14	否
		国有企业	0.89	2024/6/24	否
		国有企业	0.40	2025/4/28	否
		国有企业	0.33	2025/4/28	否
		国有企业	0.45	2023/7/21	否
		国有企业	0.50	2023/4/26	否
	连云港市硕灌实业有限公司	国有企业	1.56	2028/12/20	否
		国有企业	1.39	2028/9/10	否
	连云港丰灌新农村建设发展有限公司	国有企业	0.49	2032/12/20	否
		国有企业	0.49	2032/12/20	否
		国有企业	0.29	2032/12/20	否
		国有企业	0.20	2032/12/20	否
		国有企业	0.01	2030/12/21	否
		国有企业	1.12	2030/12/21	否
		国有企业	0.21	2026/5/31	否
		国有企业	0.34	2026/5/31	否
	灌南县汤臣实业有限公司	国有企业	0.63	2026/5/31	否
		国有企业	0.43	2025/6/1	否
	灌南县自来水有限公司	国有企业	1.30	2031/9/10	否
		国有企业	0.10	2023/6/28	否
	灌南五龙口水务投资有限公司	国有企业	0.70	2024/1/25	否
		国有企业	2.16	2030/1/6	否
		国有企业	2.35	2027/6/10	否
		国有企业	0.50	2023/11/18	否
		国有企业	15.98	2042/6/25	否
	灌南县城建设投资发展有限公司	国有企业	0.40	2023/1/5	否
国有企业		0.30	2023/6/29	否	
国有企业		10.60	2041/12/12	否	
国有企业		5.07	2035/8/22	否	
江苏亚欧工程管理有限公司	国有企业	0.40	2023/4/17	否	

	灌南县四通公路养护工程有限公司	国有企业	0.25	2023/6/19	否	
	江苏盐灌投资发展集团有限公司	国有企业	1.32	2028/6/10	否	
	灌南县灌河旅游发展有限公司	国有企业	0.96	2026/12/10	否	
		国有企业	0.78	2028/12/21	否	
	江苏灌江农业发展集团有限公司	国有企业	0.10	2033/4/22	否	
		国有企业	1.00	2033/4/22	否	
		国有企业	0.20	2033/4/22	否	
		国有企业	1.25	2030/6/4	否	
		国有企业	0.80	2025/3/19	否	
		国有企业	0.30	2023/6/7	否	
		灌南腾升投资有限公司	国有企业	0.40	2023/6/22	否
			国有企业	1.50	2025/4/25	否
	国有企业		0.45	2023/8/10	否	
	国有企业		1.32	2027/4/17	否	
	灌南县田楼自来水有限公司	灌南宏兴环保科技有限公司	国有企业	0.24	2025/12/10	
						灌南县硕项湖自来水有限公司
	灌南县自来水有限公司	国有企业	0.30	2024/3/30	否	
水务集团	灌南县月桂园绿化有限公司	国有企业	0.30	2025/5/26	否	
	灌南县经济投资发展有限公司	国有企业	4.50	2034/3/17	否	
	灌南县丰旺投资有限公司	国有企业	0.10	2023/10/30	否	
江苏连云港化工产业园投资发展集团有限公司	灌南腾升投资有限公司	国有企业	0.45	2023/8/10	否	
水务集团						
灌南县硕项湖自来水有限公司	连云港善之水实业发展有限公司	国有企业	2.40	2029/12/10	否	
灌南县田楼自来水有限公司						
水务集团						
灌南县硕项湖自来水有限公司	连云港善之水实业发展有限公司	国有企业	0.30	2029/12/10	否	
灌南县田楼自来水有限公司						
合计		--	76.36	--	--	

注：上表中对外担保不包含担保业务形成的担保。

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 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	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。