

响水县灌江新城建设发展有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕5013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主体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

评级总监：

二〇二四年六月二十三日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、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。

八、本报告版权为联合资信所有，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。

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

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
响水县灌江新城建设发展有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/23
21 灌江债/21 灌江债	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，响水县灌江新城建设发展有限公司（以下简称“公司”）仍是响水县重要的基础设施建设主体，保持较强的业务区域专营优势。2023 年，响水县地区生产总值及一般公共预算收入同比均有所增长，公司外部发展环境良好，且继续获得有力的外部支持。公司在治理结构、管理制度和高级管理人员方面均未发生重大变化。公司营业总收入仍主要来自委托建设、出租、商品销售和房屋销售业务；在建及拟建项目未来存在较大的资金支出压力；商品销售业务客户集中度很高，面临一定的交易对手信用风险；出租业务受区域经济环境以及承租单位经营情况影响，未来出租收益情况有待持续关注。公司资产结构较为均衡，流动资产中存货和应收类款项占比高，对资金形成较大占用，且货币资金受限比例高，资产流动性弱；公司与江苏德龙镍业有限公司（以下简称“德龙镍业”）及其下属子公司业务往来较多，且往来款和债权投资资金合计规模较大，存在一定的资金回收风险；所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性较好；非标融资占比较高，融资结构有待优化；债务负担有所加重，2024 年面临较大的债务集中兑付压力；政府补助及债权投资收益对利润总额贡献度高，公司整体盈利指标表现一般；短期和长期偿债指标均表现一般，存在一定或有负债风险，间接融资渠道较为畅通。

“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。

个体调整：无。

外部支持调整：跟踪期内，公司在政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

评级展望

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。

可能引致评级上调的敏感性因素：所在区域和经济财政实力出现明显提升，公司获得大量优质资产注入，资金支持明显，政府支持程度增强。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生重大资产变化，核心资产被划出，政府支持程度减弱。

优势

- **公司外部发展环境良好。**2023 年，响水县地区生产总值及一般公共预算收入同比分别增长 5.1%和 7.5%，为公司提供了良好的外部发展环境。
- **公司保持较强的业务区域专营优势，且继续获得有力的外部支持。**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。2023 年，公司收到响水县地方政府及政府部门拨付的政府补助 1.18 亿元。
- **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“21 灌江债/21 灌江债”本息偿付的安全性。

关注

- **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 2023 年底，公司在建代建项目尚需投资 9.64 亿元，在建及拟建房地产项目尚需投资 11.23 亿元，在建自建项目尚需投资 9.73 亿元，未来存在较大的投资压力；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。
- **公司业务面临一定的交易对手信用风险。**公司商品贸易业务销售对象、出租业务生产线承租方均为德龙镍业子公司；截至 2023 年底，公司应收德龙镍业下属子公司商品销售款项和租金合计 3.67 亿元以及债权投资款 7.55 亿元，需关注上述资金回收情况。

- **公司 2024 年面临较大的债务集中兑付压力。**截至 2023 年底，公司短期债务 40.03 亿元，现金短期债务比为 0.38 倍，公司 2024 年面临较大的债务集中兑付压力。
- **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。**公司股东响水县灌江控股集团有限公司及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 2023 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，资金的收回具有不确定性。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 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

本次评级打分表及结果

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				bbb
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

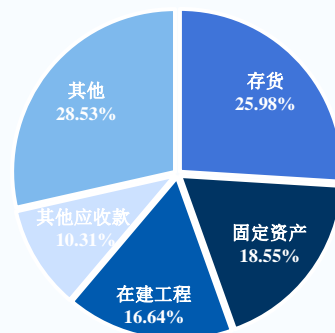
主要财务数据

合并口径			
项 目	2021 年	2022 年	2023 年
现金类资产（亿元）	25.49	17.91	15.17
资产总额（亿元）	223.15	257.60	278.42
所有者权益（亿元）	95.60	111.71	112.55
短期债务（亿元）	39.39	40.13	40.03
长期债务（亿元）	51.40	64.79	76.56
全部债务（亿元）	90.79	104.92	116.59
营业总收入（亿元）	19.54	20.94	15.11
利润总额（亿元）	1.44	1.50	0.80
EBITDA（亿元）	3.85	5.05	5.02
经营性净现金流（亿元）	4.53	3.77	9.03
营业利润率（%）	9.18	7.89	5.61
净资产收益率（%）	1.57	1.09	0.75
资产负债率（%）	57.16	56.64	59.58
全部债务资本化比率（%）	48.71	48.43	50.88
流动比率（%）	165.48	160.47	149.54
经营现金流动负债比（%）	5.95	4.65	10.12
现金短期债务比（倍）	0.65	0.45	0.38
EBITDA 利息倍数（倍）	0.56	0.47	0.51
全部债务/EBITDA（倍）	23.57	20.77	23.25

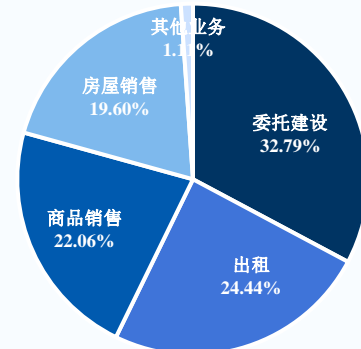
公司本部口径			
项目	2021 年	2022 年	2023 年
资产总额（亿元）	190.16	221.68	232.80
所有者权益（亿元）	64.06	75.48	76.72
全部债务（亿元）	43.85	40.52	44.77
营业总收入（亿元）	8.34	10.20	8.79
利润总额（亿元）	1.60	0.86	1.22
资产负债率（%）	66.31	65.95	67.05
全部债务资本化比率（%）	40.63	34.93	36.85
流动比率（%）	159.55	141.99	134.26
经营现金流动负债比（%）	-5.83	10.78	11.50

注：1.2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数；2.本报告合并口径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；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，单位均指人民币
资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

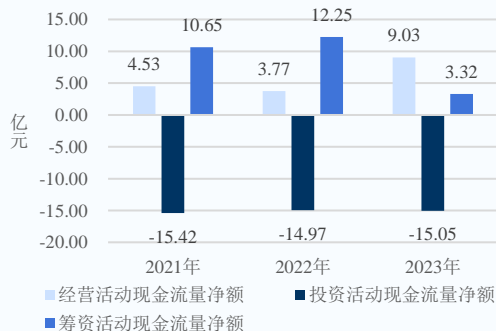
2023 年底公司资产构成



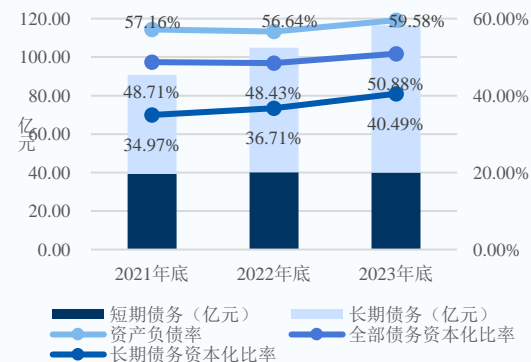
2023 年公司营业总收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年末公司债务情况



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	特殊条款
21 灌江债/21 灌江债	9.00 亿元	9.00 亿元	2028/11/29	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 20.00%

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；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
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	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/稳定	AA/稳定	2023/06/25	李思卓 高志杰	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	阅读全文
21 灌江债/21 灌江债	AAA/稳定	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询
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：喻宙宏 yuzh@lhratings.com

项目组成员：李桂梅 lign@lhratings.com | 郜泽芸 gaozy@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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”）及其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、股权结构和实际控制人未发生变化。截至 2023 年底，公司注册资本和实收资本均为 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”）仍为公司唯一股东，响水县政府国有资产管理委员会办公室（以下简称“响水县国资办”）仍为公司实际控制人。

公司是响水县重要的基础设施建设主体，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。

截至 2023 年底，公司本部设审计部、财务部和工程项目部等职能部门；同期末，公司纳入合并范围内一级子公司共 17 家。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 278.42 亿元，所有者权益 112.55 亿元（含少数股东权益 0.39 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 15.11 亿元，利润总额 0.80 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见图表 1。“21 灌江债/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。公司已按期支付“21 灌江债/21 灌江债”利息，公司过往付息情况良好。

图表 1 • 截至报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	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

资料来源：联合资信整理

“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

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2024 年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

2023 年，响水县地区生产总值及一般公共预算收入同比均有所增长，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。

响水县是江苏省盐城市所辖县之一，位于长江三角洲北部地区，江苏省东北部沿海，地处连云港、淮安、盐城三市交界处，东濒黄海，与朝鲜半岛、日本九州岛隔海相望；北枕灌河，与灌南东北二镇相依；西与灌南、涟水两县交界，南抵中山河，与滨海县相邻。204 国道、通榆大运河和沿海高速公路贯穿县境南北，响水县城距连云港机场 70 多公里、盐城机场 100 公里。素有“苏北黄浦江”之称的灌河流经县境直入黄海，国家二类开放口岸陈家港位于灌河入海口处，已建成大小码头 30 多座，距连云港 23 海里。

图表 2·响水县主要经济指标

项目	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	480.55	500.61
GDP 增速（%）	4.3	5.1
固定资产投资增速（%）	1.0	8.4
三产结构	13.2:46.3:40.5	13.1:45.6:41.3
人均 GDP（万元）	10.49	10.95

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据响水县政府网站披露数据，2023 年，响水县地区生产总值同比有所增长。其中，第一产业实现增加值 65.7 亿元，同比增长 3.4%；第二产业实现增加值 228.3 亿元，同比增长 7.5%；第三产业实现增加值 206.5 亿元，同比增长 2.9%。同期，响水县完成房地产开发投资 11.89 亿元，同比下降 20.1%，其中住宅投资 10.68 亿元，同比下降 2.4%。房屋施工面积 95.3 万平方米，同比下降 9.6%，其中，住宅 72.9 万平方米，同比下降 11.2%。商品房销售面积 24.05 万平方米，同比下降 33.1%，其中住宅销售面积 21.32 万平方米，同比下降 35.2%，商品房销售额 17.1 亿元，同比下降 33.5%，其中住宅销售额 15.49 亿元，同比下降 36.5%。

图表 3·响水县主要财力指标

项目	2022 年	2023 年
一般公共预算收入（亿元）	25.35	27.26
一般公共预算收入增速（%）	0.17	7.50
税收收入（亿元）	19.16	22.00
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	75.58	80.70
一般公共预算支出（亿元）	70.06	74.24

财政自给率（%）	36.18	36.71
政府性基金收入（亿元）	69.38	52.71
地方政府债务余额（亿元）	104.34	113.44

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《江苏省盐城市响水县 2024 年预算草案》，2023 年，响水县一般公共预算收入质量较高，财政自给能力弱。2023 年，受国有土地使用权出让收入下降影响，响水县政府性基金收入有所下降。

截至 2023 年底，响水县地方政府债务余额为 113.44 亿元，其中，一般债务 38.61 亿元，专项债务 74.83 亿元，地方政府债务负担一般。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

截至 2023 年底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，灌江控股仍为公司唯一股东，响水县国资办仍为公司实际控制人。

2 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司仍是响水县重要的基础设施建设主体，仍保持较强的业务区域专营优势。

响水县主要的基础设施建设开发主体情况详见图表 4。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。

图表 4· 响水县主要基础设施建设主体基本情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	业务内容	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率
灌江控股	响水县灌江产业投资有限责任公司 ¹	乡村建设，也承担了部分县城内的基础设施建设，基建业务承载主体为公司	416.30	176.44	23.25	2.13	57.62%
江苏兴海控股集团有限公司	响水县国资办	响水县工业经济区的开发建设	340.53	205.03	14.42	1.39	39.79%
公司	灌江控股	灌江控股业务的主要承接主体，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	278.42	112.55	15.11	0.80	59.58%
响水城市资产投资控股集团有限公司	响水县国资办	响水县城城区范围内的基础设施建设，但与灌江控股业务区域无交叉	213.10	79.12	12.37	1.25	62.87%

注：上表中所列数据为 2023 年/2023 年年底数；上述公司按资产总额降序排列
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

3 信用记录

跟踪期内，公司本部未新增不良信贷记录，联合资信未发现公司本部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（统一社会信用代码：91320921072781977X），截至 2024 年 4 月 25 日，公司本部无未结清和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 2024 年 5 月 6 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。

根据公司过往在债券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。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

¹ 2024 年变更为现股东。

(二) 管理水平

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度和高级管理人员方面均未发生重大变化。

(三) 经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司营业总收入仍主要来自委托建设、出租、商品销售和房屋销售业务；营业总收入规模和毛利率同比均有所下降。

跟踪期内，公司营业总收入仍主要来自委托建设、出租、商品销售和房屋销售业务。2023 年，公司营业总收入同比下降 27.81%，主要系商品销售业务收入大幅下降所致。

毛利率方面，受占比较高的出租业务毛利率大幅下降影响，2023 年，公司综合毛利率同比有所下降。

图表 5 • 公司营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2022 年			2023 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
委托建设	5.99	28.60	19.23	4.96	32.79	19.23
出租	2.58	12.35	7.02	3.69	24.44	0.63
商品销售	8.33	39.81	1.96	3.33	22.06	0.71
房屋销售	3.91	18.66	6.22	2.96	19.60	6.25
其他	0.12	0.59	58.94	0.17	1.11	-36.02
合计	20.94	100.00	8.65	15.11	100.00	7.44

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

(1) 委托建设业务

2023 年，公司委托建设业务模式未发生变化，收入规模同比有所下降，业务回款质量好；截至 2023 年底，公司在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。2023 年，公司确认委托代建收入同比下降 17.23%；毛利率同比维持稳定。同期，公司收到委托建设业务回款 7.45 亿元，回款质量好。

截至 2023 年底，公司主要在建委托建设项目预计总投资额 44.03 亿元，尚需投资 9.64 亿元。公司暂无拟建代建项目。公司在建的委托建设项目资金来源均为公司自筹或借款，尚需投资规模较大，整体看，公司未来资金支出压力较大。

图表 6 • 截至 2023 年底公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划建设周期	计划总投资	已完成投资	计划投资	
				2024 年	2025 年
金港家园农民集中居住区	2017~2022 年	5.00	4.47	0.00	0.00
响水镇五河等村国土空间全域综合整治项目	2021~2023 年	5.65	1.19	4.46	0.00
响水县灌江双园商业文化艺术街项目	2021~2024 年	20.55	19.60	0.95	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
合计	--	44.03	34.39	7.41	2.08

资料来源：公司提供

(2) 房屋销售业务

2023 年，公司房屋销售业务收入仍主要来自于自建保障房项目，业务回款质量好，受政府安置计划的影响，房屋销售收入同比有所下降；外购商品房项目销售已接近尾声；截至 2023 年底，公司在建及拟建房地产项目资金支出压力较大，房屋销售业务持续性尚可。

跟踪期内，公司房屋销售业务收入仍来自于自建的保障房项目，系公司本部承接的响水县珠江路棚户区改造工程，项目总投资 15.40 亿元。2023 年，公司实现自建保障房销售收入 2.96 亿元，截至 2023 年底累计确认收入 9.98 亿元，累计收到回款 9.98 亿元，回款质量好，该业务受政府安置计划的影响较大。

跟踪期内，公司无新增外购商品房项目。2023 年，未实现相关销售收入。

图表 7 • 截至 2023 年底公司主要安置房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	业务模式	建设期（年/月）	可售面积	剩余待售面积	项目账面价值
珠江路棚改项目	自建	2017/01—2019/07	29.67	6.27	3.37
帝逸国际商品房	外购	--	2.40	0.66	0.48
合计	--	--	32.07	6.93	3.85

资料来源：公司提供

截至 2023 年底，公司在建及拟建的房地产项目预计总投资 15.20 亿元，尚需投资 11.23 亿元，公司存在较大的资金支出压力，房屋销售业务持续性尚可。

图表 8 • 截至 2023 年底公司在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	预计总投资	项目建设期	已投资	项目进展	2024 年拟投资
华浦学府安置小区	6.20	5.00	2022~2025 年	3.97	主体搭建	1.00

资料来源：公司提供

图表 9 • 截至 2023 年底公司拟建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	资金来源	项目类型	建筑面积	预计总投资	预计建设期
滨河天玺	自筹	商品房	17.38	10.20	2024~2025 年

资料来源：公司提供

（3）商品销售业务

2023 年，公司缩减贸易业务，商品销售收入同比大幅下降；商品销售业务客户集中度很高，面临一定的交易对手信用风险。

跟踪期内，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²（以下简称“德龙镍业”）的子公司响水德丰金属材料有限公司（以下简称“德丰金属”）。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 2023 年底，公司应收德丰金属商品销售款项 2.17 亿元。

2023 年，公司缩减贸易业务，商品销售业务收入同比大幅下降³。同期，受房地产市场下行影响，钢铁业务随之下行，公司商品销售业务毛利率有所下降。2023 年，公司商品销售业务收入仍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。

图表 10 • 2023 年公司商品销售业务主要供应商及客户情况

供应商	采购产品	采购金额（万元）	占比（%）
福建兴大进出口贸易有限公司	305 不锈钢卷板（黑皮卷）	17283.42	68.88
厦门象屿物流集团有限责任公司		716.81	2.86
天津津路钢铁实业有限公司		7091.76	28.26
合计	--	25091.99	100.00
客户	销售产品	收入（万元）	占比（%）
德丰金属	305 不锈钢卷板（黑皮卷）	25308.11	100.00

资料来源：公司提供

² 2024 年以来德龙镍业新增多条被执行信息。

³ 2023 年，子公司响水县灌江新禾科技发展有限公司将部分农业设备出售给响水县正创贸易有限公司（以下简称“正创贸易”），获得销售收入 0.91 亿元，计入“商品销售业务”收入。

(4) 出租业务

2023 年，公司出租业务收入同比有所增长；受新增土地转租收入毛利率较低及部分资产折旧影响，公司出租业务毛利率同比有所下降；截至 2023 年底，公司主要在建自建项目较多，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，但受区域经济环境以及承租单位经营情况影响，未来出租收益情况有待持续关注。

跟踪期内，公司租金收入仍主要来自于不锈钢生产线，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。

2023 年，公司出租业务收入同比增长 42.89%，主要系污水管网租金收入增长以及新增土地转租收入所致；毛利率大幅下降至 0.63%，主要系土地转租业务毛利率较低及部分资产折旧所致。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。公司出租业务收入受区域经济环境以及承租单位经营情况影响，未来出租收益情况有待持续关注。

图表 11 • 公司出租收入情况（单位：亿元）

资产名称	2022 年	2023 年
生产线	1.30	1.29
研学基地	0.36	0.36
污水管网	0.12	0.67
名门春天、帝逸国际等	0.18	0.20
农业大棚	0.44	0.44
土地转租	--	0.73
其他	0.18	0.02
合计	2.58	3.71

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 2023 年底，公司主要在建的自建项目预计总投资 60.85 亿元，尚需投资 7.21 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，公司拟建的自建项目为响水县水花园建设项目⁴，计划总投资 15.43 亿元，已投入 12.91 亿元，系土地成本及资本化利息，未来计划通过出租或出售的方式实现资金平衡。

图表 12 • 截至 2023 年底公司主要在建自建项目情况（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—2024 年	14.07	16.69	--	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—2024 年	5.80	5.93	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	22.67	1.21	出租
农业科技园建设项目	2021—2024 年	16.72	11.49	5.23	出租
响水县现代化智慧农贸市场建设工程	2021—2024 年	3.89	3.13	0.76	出租
合 计	--	60.85	59.91	7.21	--

注：部分项目尚需投资+已投资额超过总投资额系利息资本化或后续新增投入所致
 资料来源：公司提供

(5) 其他业务

2023 年，公司其他业务收入占比有所上升，对公司收入形成一定补充，但毛利率为负。

⁴ 此前年度根据政府规划列示为代建项目，因该项目规划调整，现调整至自建项目。

公司其他业务主要包括农业种植收入和工程收入。农业种植业务系公司通过流转方式获取土地，整理为高标准农田后进行种植，产生的农作物用于出售。2023 年，公司农业种植存在一定亏损，主要系该业务处于发展初期所致。

2 未来发展

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，在发展主责主业的同时进行实体化转型。依托于现代农业等产业增加新的收入和利润增长点。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年合并财务报告，苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2023 年，公司合并范围内新增 5 家一级子公司，均为投资新设。截至 2023 年底，公司纳入合并范围内一级子公司共 17 家。总体看，跟踪期内，公司合并范围内新增子公司数量较多但整体规模较小，且当期会计政策变更对公司财务状况和经营成果无重大影响，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至 2023 年底，公司资产规模较上年底进一步增长，流动资产中存货和应收类款项占比高，对资金形成较大占用，且货币资金受限比例高；公司与德龙镍业及其下属子公司业务往来较多，且往来资金合计规模较大，存在一定的资金回收风险。整体看，公司资产流动性仍弱，资产质量仍一般。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 278.42 亿元，较上年底增长 8.08%，主要系非流动资产增长所致，资产结构较为均衡。

图表 13 • 公司资产主要构成情况

科目	2022 年末		2023 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	130.15	50.52	133.56	47.97
货币资金	17.86	6.93	15.14	5.44
应收账款	13.56	5.27	13.66	4.91
其他应收款	28.34	11.00	28.70	10.31
存货	63.42	24.62	72.34	25.98
非流动资产	127.45	49.48	144.86	52.03
债权投资	7.55	2.93	7.55	2.71
其他权益工具投资	13.47	5.23	13.47	4.84
投资性房地产	11.87	4.61	13.89	4.99
固定资产	34.89	13.54	51.65	18.55
在建工程	48.19	18.71	46.32	16.64
资产总额	257.60	100.00	278.42	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

① 流动资产

截至 2023 年底，公司流动资产较上年底增长 2.62%。公司流动资产主要由货币资金、应收类款项和存货构成。公司货币资金较上年底下降 15.23%，主要系项目投入所致。货币资金中有 13.10 亿元受限资金，受限比例为 86.49%，主要为质押借款或保证金。公司应收账款账面价值较上年底变化不大，主要为应收响水县政府部门基础设施建设项目款及德龙镍业下属子公司贸易款；应收账款账龄以 1 年以内为主，按风险组合计提坏账准备 0.15 亿元；应收账款前五大欠款方集中度高。公司其他应收款较上年底变化不大，其中，账龄 1 年以内、1~2 年、2~3 年和 4~5 年的分别占期末账面余额的 50.71%、14.10%、30.56%和 3.95%，整体账龄偏长，累计计提坏账准备 0.43 亿元。其他应收款前五大欠款方集中度较高，主要为响水县国有企业往来款及应收政府部门土地保证金。公司存货 72.34 亿元，较上年底增长 14.07%，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（65.71 亿元）和土地开发成本（4.92 亿元）构成，未计提跌价准备。

图表 14 • 公司 2023 年底公司应收账款前五名情况

名称	期末余额（亿元）	账龄	占应收账款期末余额的比例（%）
响水县财政局	5.20	1 年以内	37.69
德丰金属	3.67	1 年以内 3.46 亿元 1~2 年 0.21 亿元	26.58
响水县住房和城乡建设局	3.11	1 年以内	22.53
响水经济开发区今越污水处理有限公司	0.60	1 年以内	4.35
响水巨合金属制品有限公司	0.39	1~2 年	2.86
合计	12.98	--	94.01

注：公司分别对应收德丰金属和响水巨合金属制品有限公司款项计提坏账准备1352.34万元，118.32万元
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 15 • 公司 2023 年底其他应收款前五名情况

名称	款项性质	期末余额（亿元）	账龄	占其他应收款期末余额比例（%）
响水县南汇工业园投资开发有限公司	往来款	8.58	2~3 年	29.47
响水县美丽乡村建设有限公司	往来款	4.33	1 年以内	14.88
响水县国土资源局 (响水县自然资源和规划局)	保证金	2.81	1 年以内	9.66
响水县海渔水产有限公司	往来款	2.02	1~2 年	6.94
响水瑞中贸易有限公司	往来款	2.00	1~2 年	6.87
合计	--	19.75	--	67.82

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

② 非流动资产

截至 2023 年底，公司非流动资产较上年底增长 13.66%，主要系固定资产增长所致，公司非流动资产主要由债权投资、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。公司债权投资较上年底无变化，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⁵）。公司其他权益工具投资较上年底无变化，主要为对江苏盐城港控股集团有限公司的投资⁶（政府划拨股权）。公司投资性房地产较上年底增长 17.04%，主要系外购金港家园商铺所致。公司固定资产较上年底增长 48.04%，主要系乡镇企业园及灌江研学基地等项目部分完工后由在建工程转入所致。固定资产主要由房屋建筑物 29.68 亿元和机器设备 21.92 亿元构成，累计计提折旧 9.91 亿元。公司在建工程较上年底下降 3.88%，主要系部分项目完工转入固定资产以及在建自营项目持续投入综合影响所致。

资产流动性方面，截至 2023 年底，公司应收类款项（应收账款+其他应收款）及存货占流动资产的比重仍高，为 85.88%，应收类款项账龄偏长，对公司资金仍形成较大占用；存货主要由对基础设施建设项目投入和土地开发成本构成，难以变现。整体来看，公司资产流动性仍弱。

受限资产方面，截至 2023 年底，公司受限资产情况如下所示。总体看，公司资产受限比例较高。

图表 16 • 截至 2023 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
货币资金	13.10	4.70	质押借款或银票
存货	33.17	11.92	借款抵押
投资性房地产	11.53	4.14	借款抵押
固定资产	10.15	3.65	借款抵押
在建工程	4.01	1.44	借款抵押
合计	71.96	25.85	合计

资料来源：公司提供

⁵ 根据公开信息查询，江苏成冶机械制造有限公司经营异常。

⁶ 截至本报告出具日尚未完成股权变更。

(2) 资本结构

① 所有者权益

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底有所增长，主要系利润积累所致；公司所有者权益中实收资本及资本公积占比较高，权益稳定性仍较强。

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底增长 0.75%，较上年底变化不大。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 17.77%、68.94%和 11.67%。所有者权益结构稳定性仍较强。

截至 2023 年底，公司实收资本和资本公积较上年底无变化，未分配利润较上年底增长 5.77%，主要系利润积累所致。

图表 17 • 公司所有者权益主要构成情况

科目	2022 年末		2023 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	20.00	17.90	20.00	17.77
资本公积	77.59	69.46	77.59	68.94
未分配利润	12.41	11.11	13.13	11.67
归属于母公司所有者权益合计	111.32	99.65	112.16	99.65
少数股东权益	0.39	0.35	0.39	0.35
所有者权益合计	111.71	100.00	112.55	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

② 负债

截至 2023 年底，公司有息债务较上年底有所增长，债务负担较上年底有所加重；非标融资占比较高，融资结构有待优化；公司于 2024 年面临较大的集中兑付压力。

截至 2023 年底，公司负债总额 165.87 亿元，较上年底增长 13.69%，主要系借款增加所致。公司流动负债占 53.84%，负债结构变化较小。

图表 18 • 公司主要负债情况

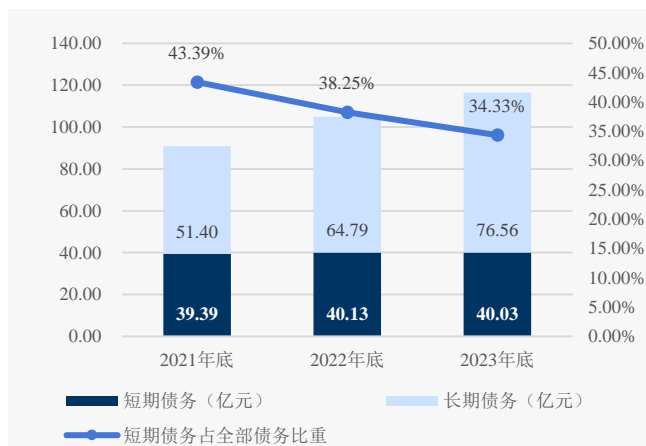
科目	2022 年末		2023 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	81.11	55.59	89.31	53.84
短期借款	9.24	6.33	12.47	7.52
应付票据	5.20	3.56	3.85	2.32
其他应付款	38.70	26.53	46.98	28.32
一年内到期的非流动负债	15.90	10.90	17.55	10.58
其他流动负债	9.83	6.73	6.17	3.72
非流动负债	64.79	44.41	76.56	46.16
长期借款	30.46	20.88	47.63	28.72
应付债券	12.50	8.57	6.84	4.12
长期应付款	8.44	5.78	9.81	5.92
其他非流动负债	13.38	9.17	12.27	7.40
负债总额	145.89	100.00	165.87	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2023 年底，公司经营性债务主要包括应付票据和其他应付款。应付票据较上年底有所下降；其他应付款较上年底增长 21.39%，主要系往来款增长所致。

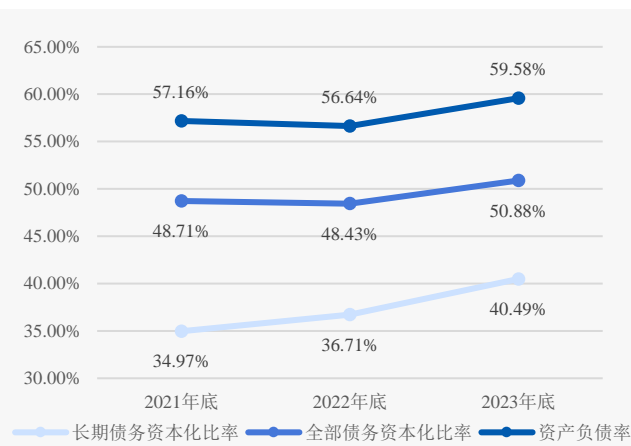
有息债务方面，本报告合并口径将其他流动负债中的付息项纳入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债纳入长期债务核算，截至 2023 年底，公司全部债务较上年底增长 11.12%，主要系长期债务增长所致。公司债务结构以长期债务为主；有息债务中非标融资占比为 28.44%，占比较高。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均有所提高。整体看，公司债务负担较上年底有所加重。

图表 19 • 2021—2023 年末公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 20 • 2021—2023 年末公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

截至 2023 年底，公司短期债务 40.03 亿元，公司于 2024 年面临较大的债务集中兑付压力。

(3) 盈利能力

2023 年，公司营业总收入同比有所下降；利润总额对政府补助及债权投资收益等非经常性损益依赖程度高，整体盈利指标表现仍一般。

2023 年，公司营业总收入同比下降 27.81%，主要系商品销售业务收入下降所致；营业成本同比下降 26.85%；营业利润率同比下降 2.28 个百分点，总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降。

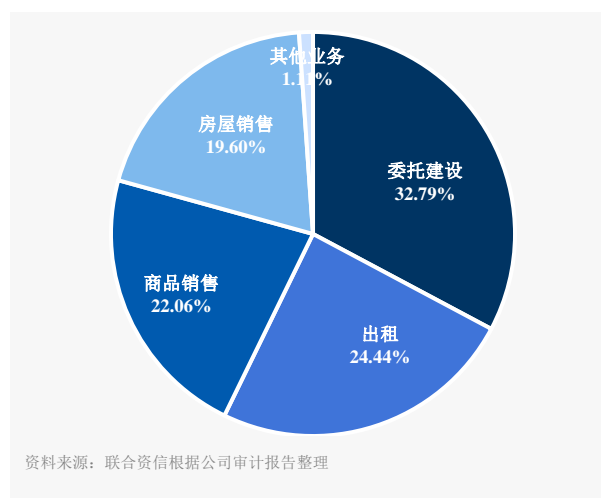
非经常性损益方面，2023 年，政府补助及债权投资收益对公司利润总额贡献度高。

图表 21 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年
营业总收入	20.94	15.11
营业成本	19.12	13.99
期间费用	1.16	1.80
投资收益	0.78	0.76
其他收益	0.01	1.18
利润总额	1.50	0.80
营业利润率 (%)	7.89	5.61
总资本收益率 (%)	1.13	0.79
净资产收益率 (%)	1.09	0.75

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 22 • 2023 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

(4) 现金流

2023 年，公司经营活动现金收支规模同比均有所下降，收现质量仍高，经营活动现金流净流入规模大幅增长；投资活动现金流持续大幅净流出；公司加大外部融资，筹资活动现金流保持净流入。考虑到公司后续在建和拟建项目尚需投入规模较大，公司外部融资需求大。

图表 23 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2022 年	2023 年
经营活动现金流入小计	40.73	29.35
经营活动现金流出小计	36.96	20.31
经营活动现金流量净额	3.77	9.03
投资活动现金流入小计	2.78	0.03
投资活动现金流出小计	17.75	15.08

投资活动现金流量净额	-14.97	-15.05
筹资活动前现金流量净额	-11.20	-6.02
筹资活动现金流入小计	65.27	71.01
筹资活动现金流出小计	53.02	67.69
筹资活动现金流量净额	12.25	3.32
现金收入比 (%)	128.66	103.53

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从经营活动来看，2023 年，公司经营活动现金流入同比下降 27.95%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；经营活动现金流出同比下降 45.04%，主要委托代建项目投入及商品销售业务支出的贸易款减少所致；经营活动现金仍为净流入但规模同比大幅增长。2023 年，公司现金收入比同比下降 25.13 个百分点，但收入实现质量仍高。

从投资活动来看，2023 年，公司投资活动现金流入规模较小；流出规模同比下降 15.05%，主要系投资支付的现金同比减少所致；投资活动现金流持续大幅净流出。

2023 年，由于投资活动现金净流出规模较大，公司筹资活动前现金流量净额仍为负。从筹资活动来看，2023 年，公司筹资活动现金流入同比增长 8.80%，主要系外部融资资金流入增加所致；筹资活动现金流出同比增长 27.67%，主要系偿还债务支出增加所致。2023 年，公司筹资活动现金保持净流入。

2 偿债指标变化

公司短期、长期偿债指标表现均一般，间接融资渠道较为畅通；公司存在涉诉待追回款项，对外担保区域集中度高，存在一定或有负债风险。

图表 24 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	160.47	149.54
	速动比率 (%)	82.28	68.55
	现金短期债务比 (倍)	0.45	0.38
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	5.05	5.02
	全部债务/EBITDA (倍)	20.77	23.25
	EBITDA 利息倍数 (倍)	0.47	0.51

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

从短期偿债指标看，截至 2023 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。截至 2023 年底，公司现金短期债务比较上年底进一步下降，现金类资产对短期债务的保障程度仍较低。整体看，公司短期偿债指标表现仍一般。

从长期偿债指标看，2023 年，公司 EBITDA 同比下降 0.73%，EBITDA 对利息的覆盖程度有所提升，对全部债务的覆盖程度有所弱化。整体看，公司长期偿债指标表现一般。

截至 2023 年底，公司对外担保余额 10.42 亿元，担保比率为 9.26%，主要为对响水县国有企业的担保，经营状况稳定但区域集中度高，存在一定或有负债风险。

图表 25 • 截至 2023 年底公司对外担保情况 (单位：亿元)

被担保企业	担保余额
响水县惠众水务发展有限公司	2.64
响水县新城农业生态旅游发展有限公司	2.43
江苏兴海控股集团有限公司	1.99
响水县新港建设发展有限公司	1.38
响水县响投贸易有限公司	1.00
盐城华辰国发国际贸易有限公司	0.38
响水县公路养护工程有限公司	0.30

响水县新城设备有限公司	0.20
响水开腾贸易有限公司	0.05
正创贸易	0.05
合计	10.42

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”）⁷偿还借款本息，对于已发生的代偿，公司正在通过法律途径进行追偿。灌江控股及公司涉及大和实业相关案件涉案金额合计 2.07 亿元，截至 2023 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 2023 年底，灌江控股合并口径已收到相关补偿款 1.05 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 1.70 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。

截至 2023 年底，公司获得的银行授信额度为 51.01 亿元，未使用额度为 27.28 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

3 公司本部主要变化情况

公司商品销售业务主要由子公司灌宏供应链负责，其他业务主要由公司本部承担，资产和负债主要来自公司本部。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 232.80 亿元，占合并口径的 83.62%；负债总额 156.08 亿元，占合并口径的 94.10%。公司本部资产和负债结构与合并口径较为一致。

截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 76.72 亿元，其中，实收资本占 26.07%、资本公积占 55.18%、未分配利润占 16.88%。公司本部所有者权益占合并口径的 68.17%，占比较高。

2023 年，公司本部营业总收入为 8.79 亿元，占合并口径的 58.14%；利润总额为 1.22 亿元，占合并口径的 153.03%。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，能够履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度基本完善。整体来看，公司 ESG 表现一般，对其持续经营影响较小。

环境方面，公司工程建设等业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，截至报告出具日，联合资信未发现公司曾发生安全责任事故或存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，同时，公司能够响应政府政策，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司均具有很强的管控能力，法人治理结构基本完善。跟踪期内，联合资信未发现公司高管存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、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；公司作为响水县重要的基础设施建设主体，跟踪期内，在政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

公司控股股东系灌江控股。灌江控股成立于 2008 年 4 月，实际控制人为响水县国资办。灌江控股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。截至 2023 年底，灌江控股合并资产总额 416.30 亿元，所有者权益 176.44 亿元；2023 年，灌江控股实现营业总收入 23.25 亿元，利润总额 2.13 亿元。

公司实际控制人系响水县国资办。2023 年，响水县一般公共预算收入有所增长，税收占比较高。截至 2023 年底，响水县政府债务余额为 113.44 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。

⁷ 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 2023 年底，大和实业尚未开工，公司对大和实业已无担保事项。

公司作为响水县重要的基础设施建设主体，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，公司仍保持较强的区域专营优势，继续在政府补助方面获得有力的外部支持。

政府补助

2023 年，公司收到响水县地方政府及政府部门拨付的政府补助 1.18 亿元，计入“其他收益”。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司由联合资信评定的存续担保债券为“21 灌江债/21 灌江债”，债券余额为 9.00 亿元，由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。

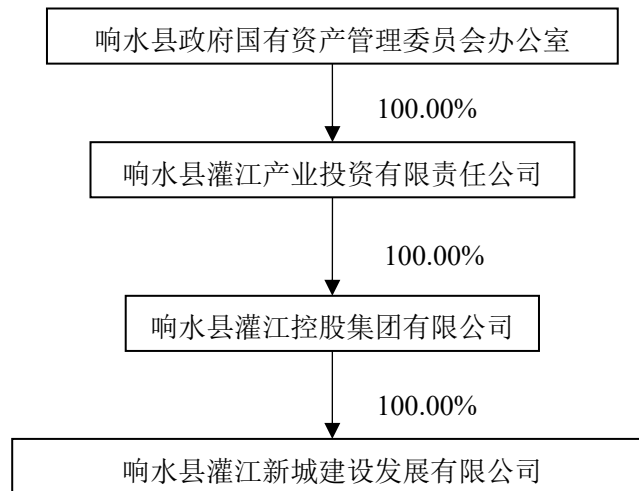
湖北担保集团注册资本 75.00 亿元，与湖北省内所有中资银行建立了合作关系，并作为湖北省再担保体系核心单位与湖北省内近 30 家担保机构建立了再担保合作关系，是湖北省内规模最大、综合实力最强的省级国有融资担保平台，在湖北省担保体系中居于核心和龙头地位。截至 2023 年底，湖北担保集团合并资产总额 181.10 亿元，所有者权益 155.46 亿元（含少数股东权益 2.97 亿元）；2023 年，湖北担保集团实现营业总收入 14.87 亿元，利润总额 12.85 亿元。

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。

九、跟踪评级结论

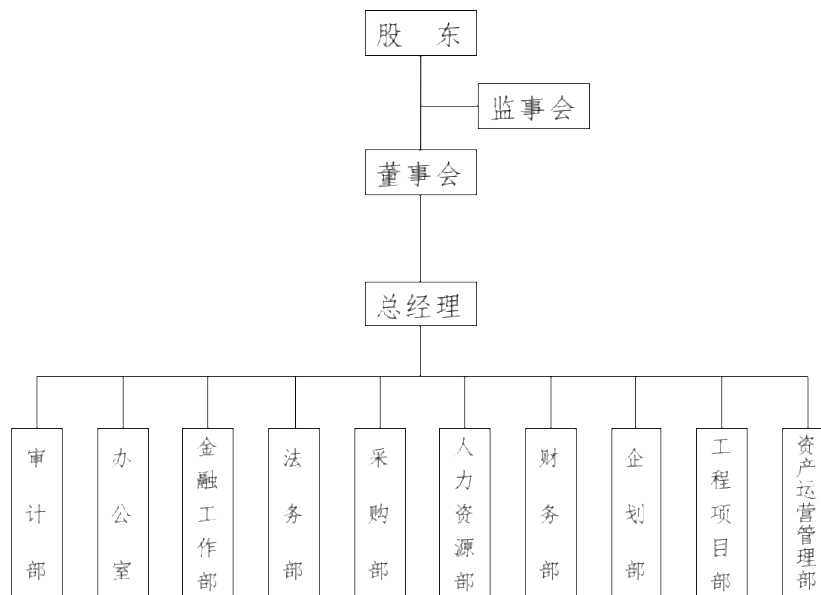
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“21 灌江债/21 灌江债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 5 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司重要一级子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
响水县灌宏供应链有限公司	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	--	投资设立

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	25.49	17.91	15.17
应收账款（亿元）	18.77	13.56	13.66
其他应收款（亿元）	26.52	28.34	28.70
存货（亿元）	53.15	63.42	72.34
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00
固定资产（亿元）	16.78	34.89	51.65
在建工程（亿元）	40.19	48.19	46.32
资产总额（亿元）	223.15	257.60	278.42
实收资本（亿元）	20.00	20.00	20.00
少数股东权益（亿元）	0.39	0.39	0.39
所有者权益（亿元）	95.60	111.71	112.55
短期债务（亿元）	39.39	40.13	40.03
长期债务（亿元）	51.40	64.79	76.56
全部债务（亿元）	90.79	104.92	116.59
营业总收入（亿元）	19.54	20.94	15.11
营业成本（亿元）	17.63	19.12	13.99
其他收益（亿元）	0.50	0.01	1.18
利润总额（亿元）	1.44	1.50	0.80
EBITDA（亿元）	3.85	5.05	5.02
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	23.31	26.94	15.65
经营活动现金流入小计（亿元）	38.51	40.73	29.35
经营活动现金流量净额（亿元）	4.53	3.77	9.03
投资活动现金流量净额（亿元）	-15.42	-14.97	-15.05
筹资活动现金流量净额（亿元）	10.65	12.25	3.32
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.98	1.29	1.11
存货周转次数（次）	0.43	0.33	0.21
总资产周转次数（次）	0.09	0.09	0.06
现金收入比（%）	119.32	128.66	103.53
营业利润率（%）	9.18	7.89	5.61
总资本收益率（%）	1.12	1.13	0.79
净资产收益率（%）	1.57	1.09	0.75
长期债务资本化比率（%）	34.97	36.71	40.49
全部债务资本化比率（%）	48.71	48.43	50.88
资产负债率（%）	57.16	56.64	59.58
流动比率（%）	165.48	160.47	149.54
速动比率（%）	95.66	82.28	68.55
经营现金流流动负债比（%）	5.95	4.65	10.12
现金短期债务比（倍）	0.65	0.45	0.38
EBITDA 利息倍数（倍）	0.56	0.47	0.51
全部债务/EBITDA（倍）	23.57	20.77	23.25

注：1.2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数；2.本报告合并口径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
 资料来源：联合资信根据公司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	2021 年	2022 年	2023 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	12.54	7.72	3.80
应收账款（亿元）	8.76	10.51	9.05
其他应收款（亿元）	89.43	99.99	111.97
存货（亿元）	27.07	28.95	28.16
长期股权投资（亿元）	5.05	13.75	15.29
固定资产（亿元）	2.99	19.36	30.28
在建工程（亿元）	22.12	18.21	11.13
资产总额（亿元）	190.16	221.68	232.80
实收资本（亿元）	20.00	20.00	20.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	64.06	75.48	76.72
短期债务（亿元）	14.57	11.93	13.91
长期债务（亿元）	29.28	28.59	30.86
全部债务（亿元）	43.85	40.52	44.77
营业总收入（亿元）	8.34	10.20	8.79
营业成本（亿元）	6.76	8.68	7.62
其他收益（亿元）	0.50	0.00	0.64
利润总额（亿元）	1.60	0.86	1.22
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	9.06	8.85	10.73
经营活动现金流入小计（亿元）	-2.70	33.97	27.38
经营活动现金流量净额（亿元）	-5.04	11.23	13.17
投资活动现金流量净额（亿元）	-7.24	-9.61	-6.70
筹资活动现金流量净额（亿元）	12.57	-1.29	-7.38
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.94	1.06	0.90
存货周转次数（次）	0.24	0.31	0.27
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.04
现金收入比（%）	108.60	86.78	122.08
营业利润率（%）	17.96	13.51	10.90
总资本收益率（%）	1.74	1.59	1.63
净资产收益率（%）	2.55	1.16	1.61
长期债务资本化比率（%）	31.36	27.47	28.69
全部债务资本化比率（%）	40.63	34.93	36.85
资产负债率（%）	66.31	65.95	67.05
流动比率（%）	159.55	141.99	134.26
速动比率（%）	128.21	114.20	109.67
经营现金流动负债比（%）	-5.83	10.78	11.50
现金短期债务比（倍）	0.86	0.65	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1.2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数；2.因公司本部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，用“/”表示
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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%
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%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
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%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
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%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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