



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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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2024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 2023 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”）2023 年由灌南县县属一级平台变更为二级平台，为灌南县新组建的产投平台江苏国润产业投资控股集团有限公司（以下简称“江苏国润”）的重要子公司之一，职能定位未发生变化，仍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，主营业务具有可持续性，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，在建项目尚需投资一定规模，面临一定的资金压力和较大的偿债压力，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

2024 年 7 月 26 日

联系方式

项目负责人：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：周文颖
zhouwy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	349.16	318.32	291.34
所有者权益	169.49	163.71	162.73
总债务	144.37	128.02	106.00
资产负债率	51.46%	48.57%	44.14%
现金短期债务比	0.52	0.77	0.87
营业收入	10.10	10.00	10.13
其他收益	1.34	0.68	0.59
利润总额	1.19	1.26	2.07
销售毛利率	22.95%	19.73%	27.79%
EBITDA	2.98	2.81	3.55
EBITDA 利息保障倍数	0.39	0.47	0.71
经营活动现金流净额	-6.27	-6.22	0.15

资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告及 2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **灌南县交通便利，农业资源丰富，2023年经济保持增长。**灌南县地处连云港市南端，为农业大县。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。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，2023年经济总量保持增长。
- **公司的土地整理、水务等主营业务具有可持续性。**截至2023年末，公司待结算的土地整理项目成本尚具一定规模，公司负责县域内的生活供水及污水处理等，供水业务范围覆盖灌南县全境，子公司江苏连云港化工产业园区投资发展有限公司负责化工园区企业污水处理业务，2023年公司供水量和污水处理能力较上年变动较小，在灌南县内具有区域垄断优势，可持续性较强。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2023年灌南县人民政府向公司本部注资6.22亿元，江苏连云港化工产业园区管理委员会向公司子公司江苏连云港化工产业园投资发展集团有限公司注资5.19亿元，均增加公司资本公积，提升了公司的资本实力；2023年公司收到政府补贴1.34亿元，提升了公司的利润水平。
- **保证担保能继续有效提升“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

- **公司资产以土地和应收款项为主，变现时点具有不确定性，资产流动性较弱。**2023年末公司资产中存货和应收款项占比较高，其中存货中部分土地抵押受限，应收款项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，2023年EBITDA利息保障倍数有所下降。
- **公司在建工程建设项目尚需投资一定规模，存在一定的资金压力，且自营项目完工投运后能否实现预期收益尚待观察，开发的商品房项目存在一定去化风险。**截至2023年末，公司在建工程建设项目尚需投入一定资金，公司从事土地整理业务、贸易业务有一定垫资需求。公司在建工程建设项目以自营项目为主，项目完工投运后能否实现预期收益尚待观察。受房地产整体市场环境的影响，公司的商品房销售存在一定去化风险。
- **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2023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。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	5/7
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

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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+，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：公司实际控制人为灌南县政府，公司的日常经营的开展受其统一管理，灌南县政府对于其整体战略及业务发展起着决定性作用；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；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；此外公司已发行过债券，若其违约将对灌南县的金融生态环境及融资成本产生实质性的影响。同时，中证鹏元认为灌南县政府提供支持的能力很强，主要体现为灌南县交通便利，农业资源丰富，2023 年经济保持增长。

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	3.30	2023-06-27	2026-08-12
19 金灌 02/19 金灌债 02	3.60	2.16	2023-06-27	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”募集资金计划用于补充营运资金。截至2024年4月2日，两期募集资金专项账户¹合计余额为128,284.09元。

三、发行主体概况

2023年11月灌南县政府组建县属一级产投平台江苏国润，将公司的100%股权划转至江苏国润名下，江苏国润从公司孙公司变更为公司控股股东，公司由县属一级平台变更为二级平台。

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、实际控制人、职能定位以及主营业务未发生变化。2023年末公司注册资本、实收资本仍为11.00亿元，实控人仍为灌南县政府，公司股权结构见附录二。公司股权层级有所下移，但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。2023年公司合并范围内新增6家子公司，政府划出减少6家子公司（合计减少公司资本公积5.53亿元），详情见下表。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共36家，详见附录四。

表1 2023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
连云港泽灌供热有限公司	100.00%	供热	非同一控制下企业合并
灌南希望服饰有限公司	100.00%	服饰制造	政府划拨
连云港东灌实业有限公司	100.00%	餐饮服务	投资设立
江苏金灌食品有限公司	51.00%	食品	投资设立
江苏金灌药业有限公司	51.00%	药业	投资设立
江苏金灌远孚物流有限公司	51.00%	物流	投资设立

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	主营业务	不再纳入原因
连云港鹏盛建设工程有限公司	建筑施工	政府划出
江苏国润	基础设施建设	政府划出
连云港灌河金融控股集团有限公司	金融	政府划出

¹ 这两期债券募集资金专项账户相同。

连云港灌河融资担保有限公司	金融	政府划出
连云港市灌南县润灌科技小额贷款有限公司	金融	政府划出
灌南县金灌达达贸易有限公司	贸易	政府划出

资料来源：公司 2023 年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

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 2023 年连云港统计年鉴，截至 2022 年末，灌南县常住人口为 60.77 万

人，户籍人口为 80.56 万人，人口呈净流出态势。灌南县因灌河得名，是生态宜居水城，境内水系发达，水域面积约占国土面积的 26%，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、沈海高速过境而过，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，人均 GDP 较全国平均水平偏低，固定资产投资和社会消费拉动地区经济成长。灌南县近年经济总量保持增长，2023 年地区生产总值在连云港“三区三县”中排名处于中游。三次产业结构由 2021 年的 19.3:36.0:44.7 调整为 2023 年的 16.1: 44.5:39.4，第二产业占比提升明显。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和社会消费需求提升。灌南县 2021-2023 年经济增速表现良好，2022 年受宏观经济等因素冲击，社会消费情况明显下滑，房地产投资下降 27.78%，导致当年固定资产投资增速整体下降。2023 宏观经济复苏，固定资产投资与社会消费品零售总额数据有所恢复，2023 年人均 GDP 是全国人均 GDP 的 90.55%，整体经济发展水平一般。

表2 连云港市 2023 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	769.15	5.0%	81,920	40.34	0.00
赣榆区	760.00	-	76,152	36.51	39.80
东海县	750.63	10.0%	72,044	37.80	27.30

灌南县	491.94	5.0%	80,951	25.11	44.18
灌云县	483	7.0%	67,713	25.07	30.08
连云区	282.00	7.0%	173,538	23.61	18.09

注：“-”表示暂无公开数据；人均 GDP 采用 2022 年末常住人口数计算

资料来源：各区县2023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	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	491.94	5.0%	480.42	2.2%	452.57	8.4%
固定资产投资	166.00	1.1%	164.14	1.1%	162.35	24.0%
社会消费品零售总额	100.18	5.3%	95.10	-3.8%	99.00	9.0%
进出口总额(亿美元)	2.87	13.9%	2.52	10.9%	2.27	28.0%
人均 GDP（万元）		8.1		7.9		7.4
人均 GDP/全国人均 GDP		90.55%		91.73%		91.28%

注：“-”表示数据未公开披露；2021 年人均 GDP、2022 年人均 GDP 采用 2021 年末常住人口数计算,2022 年人均 GDP 采用 2022 年末常住人口计算。

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、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。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。2022 年钢铁、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。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。全年粮食面积 132.09 万亩，同比增长 0.05%。全年粮食单产 489.2 公斤/亩，同比增长 0.25%。全年粮食总产 64.61 万吨，同比增长 0.30%。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。灌南县传统的代表企业有连云港亚新钢铁有限公司、连云港兴鑫钢铁有限公司、江苏汤沟两相和酒业有限公司（以下简称“汤沟酒业”），近年来招商引资了连云港小牛电子科技有限公司、江苏福邦药业有限公司等新兴产业公司。连云港化工产业园区位于灌南县，2003 年 6 月经连云港市人民政府批准设立，是江苏省仅有的两个省级化工园区之一。2019 年响水的江苏天嘉宜化工有限公司爆炸之后，灌南县的化工园区接受关停检查，产值与创税有所降低，目前化工园区正在逐步复工复产，但恢复至爆炸前的水平仍需要一定时间。受经济大环境的影响，2023 年灌南县规模以上工业增加值小幅下降 1.0%，工业投资同比下降 5.3%。2023 年灌南县加大了招商引资力度，签约亿元以上项目 174 个，威孚新材料产业园、立达生物制剂和新能源电解质项目荣登全市招商引资赛马优胜榜。

财政及债务水平：2023 年灌南县综合财力仍较低，财政自给率小幅下降，债务压力边际增长。受

留抵退税政策影响，2022 年灌南县一般公共预算收入有所下降，2023 年一般公共预算收入小幅上升，但是 2023 年财政自给率小幅下降。受土地市场行情影响，2021-2023 年灌南县基金性收入逐年下滑，综合财力仍较低。近年灌南县财政自给率波动下降，整体水平不高，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 2.05%，债务压力边际增长。

表4 灌南县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	25.11	23.61	27.19
税收收入占比	-	58.1%	81.9%
财政自给率	40.07%	40.83%	44.71%
政府性基金收入	44.18	46.35	47.57
地方政府债务余额	99.72	97.57	95.75

资料来源：灌南县 2021-2023 年财政预决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：灌南县发债平台仅有一家，为金灌投资，主要负责灌南县基础设施建设、土地整理开发及生活供水及污水处理业务。

五、经营与竞争

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，2023年收入小幅上升，主营业务具有一定可持续性，但面临一定的资金压力

2023年公司营业收入规模小幅上升，其中土地整理开发、水务、工程建设为主要收入来源，公司2023年新增服饰制造业务，系当年新划拨取得的子公司灌南希望服饰有限公司的业务收入。此外公司租赁、资金拆借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2023年有所上升，主要系毛利率较低的供应链业务2023年采用净额法结算收入，收入占比下降。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
水务	4.78	47.33%	21.07%	3.71	37.07%	19.04%
土地整理开发	2.36	23.37%	25.28%	2.51	25.11%	26.39%
工程建设	2.30	22.76%	7.95%	2.14	21.45%	7.66%
租赁	0.15	1.51%	100.00%	0.12	1.24%	100.00%
资金拆借	0.15	1.53%	100.00%	0.18	1.75%	100.00%
金融担保业	0.12	1.14%	92.58%	0.09	0.90%	94.35%
供应链业务	0.08	0.79%	100.00%	1.23	12.34%	3.41%
服饰制造业务	0.15	1.50%	21.02%	-	-	-
主营业务收入合计	10.09	99.94%	22.91%	9.98	99.86%	19.62%
其他业务	0.01	0.06%	82.56%	0.01	0.14%	99.42%

合计	10.10	100.00%	22.95%	10.00	100.00%	19.73%
----	-------	---------	--------	-------	---------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）土地整理开发业务

2023年土地整理业务收入小幅下降，公司土地整理开发业务未来收入仍具有可持续性，但存在一定资金压力

2023年公司的特色农业业务由子公司灌南县弘灌实业发展有限公司和公司本部开展，合计确认收入2.36亿元。特色农业业务模式下，2023年公司业务模式未发生改变，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。该模式下，2024年公司在建土地整理版块项目计划总投资2.00亿元左右，发包方为当地国有企业，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。但尚需投资一定规模，且公司从事土地整理业务有垫资需求，面临一定资金压力。

受政府安排影响，2023年公司未开展土地增减挂钩业务，未确认相关收入。该业务模式下，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。

特色农业项目收入有所下降，且项目成本随着市场环境、公司管理运营等影响有所波动，2023年业务毛利率有所下降。

表6 公司土地整理收入明细（单位：亿元）

年份	业务类型	项目名称	项目建设方	项目委托方	收入
2023年	特色农业业务	灌南县产业融合发展示范项目	公司本部	连云港铭灌实业有限公司	1.02
		海西文旅休闲基地内采摘园种植建设项目	灌南县弘灌实业发展有限公司	连云港丰灌新农村发展建设有限公司	1.34
	小计		--	--	2.36
2022年	特色农业业务	农业大棚建设、虾稻混养基地建设	灌南县晟灌实业有限公司	连云港市硕灌实业有限公司	0.90
		灌南县农业大棚及稻蟹种养基地建设二期项目	公司本部	连云港市硕灌实业有限公司	1.61
小计					2.51

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，2023年营业收入有所上升

公司的水务业务由子公司连云港硕项湖水务集团有限公司（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、县域供水设施与设备维护等工程项目及部分工程建设业务。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。2023年水务业务收入上升部分主要为在连云港化工园区内的工程建设业务收入有所上升。

污水处理业务方面，分为生活污水和工业污水，生活污水主要通过灌南海西污水处理有限公司进行处理，处理能力1.3万吨/天，工业污水主要通过连云港东江水务有限公司进行处理，处理能力3.45万吨/天，但因生活污水板块业务于2022年外包给葛洲坝集团，所以在后续的污水处理收入中，该板块收入不涉及到生活污水收入。

表7 水务集团污水处理业务

项目	2023年	2022年
污水处理能力（万吨/日）	3.45	3.45
污水处理收入（亿元）	0.25	0.22

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8 2023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9 水务集团供水业务

项目	2023年	2022年
售水量（万吨）	4,908.94	4,872.73

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2023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，但是主要以自营为主，未来待结算的代建项目成本较少，后续仍存在一定的资金投入压力，同时自营项目完工投运后能否实现预期收益尚待观察，且公司开发的商品房

项目存在一定去化风险

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，2023年公司工程建设收入主要来源于灌南县棚户区改造工程，2023年该业务确认的收入略有上升。截至2023年末公司在建代建项目为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，目前工程进度已在后期，未来尚需投资金额较小。截至2023年末，该项目的账面价值为1.05亿元，待结算的代建项目成本金额较小，代建业务收入持续性存在不确定性。

表10 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
2023年	灌南县棚户区改造工程	2.28	2.10
	其他零星工程	0.02	0.02
	合计	2.30	2.12
2022年	灌南县棚户区改造工程	2.14	1.98

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。公司开发的房地产项目为壹号院和灌南县金融中心工程A座，截至2023年末暂无后续投入计划，已投资分别为3.22亿元、2.44亿元。2023年金融中心未产生销售，壹号院处于预售阶段，由于未达到交付条件，2023年未确认收入。受房地产整体市场环境的影响，公司的商品房销售存在一定去化风险。

截至2023年末公司在建工程建设项目情况如下表所示，公司在建的工程建设项目较多。截至2023年末，公司在建工程建设项目预计总投资合计8.80亿元，尚需投资5.41亿元，存在一定的资金压力。同时，主要在建工程以自主运营为主，需要关注项目完工运营后，收益是否能达成预期。

表11 截至2023年末公司在建工程建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	模式
灌南县电商物流产业园	3.20	1.89	自营
新东仓储园物流中心	2.92	0.08	自营
灌南县镇工业集中区一期(百禄)项目	0.65		自营
灌南县镇工业集中区一期（北陈集）项目	0.46	1.42	自营
灌南县镇工业集中区一期（田楼）项目	0.70		自营
灌南县镇工业集中区一期（新集）项目	0.87		自营
合计	8.80	3.39	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）其他业务

公司的其他业务收入来源较多，为公司收入提供补充

2023年公司对供应链业务采取净额法确认收入，收入绝对规模较低，毛利率为100%。2023年公司的供应链业务模式未变，收入仍主要来源于子公司灌南县晟灌实业有限公司，销售产品主要包括合成蒽醌、1-硝基蒽醌、煤炭、铁矿石、焦炭等，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，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，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。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。

公司收入来源还有资金拆借、物业租赁业务收入等，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2023年末，公司借出资金1.79亿元，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对外租赁实现的收入，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原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，灌河担保股权在2023年末被划出，当年仍确认部分收入。

2023年公司子公司江苏连云港化工产业园投资发展集团有限公司收购连云港泽灌供热有限公司（以下简称“泽灌供热”）100%股权，泽灌供热负责给灌南化工园区做配套供热服务，按照政策要求，泽灌供热是灌南化工园区内的唯一一家供热企业，受2019年响水爆炸影响，灌南化工园区经过停业整改之后，目前处于复工复产初期，泽灌供热的收入规模较小。公司2023年新增服饰制造业务，系当年新划拨取得的子公司灌南希望服饰有限公司的业务收入。

2023年公司收到较大力度政府支持，提升了公司的资本实力和利润水平

2023年灌南县人民政府向公司本部注资6.22亿元，江苏连云港化工产业园区管理委员会向公司子公司江苏连云港化工产业园投资发展集团有限公司注资5.19亿元，均增加公司资本公积，提升了公司的资本实力；2023年公司收到政府补贴1.34亿元，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（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意

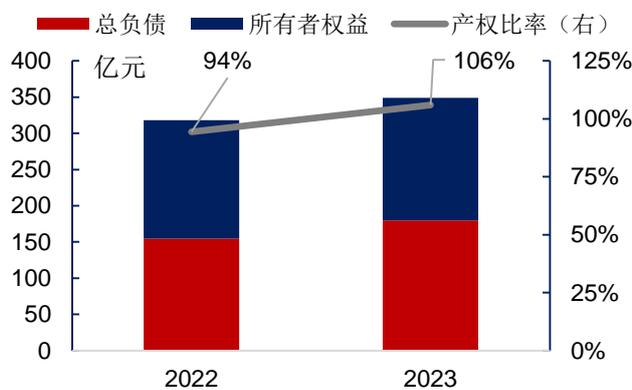
见的2020-2022年三年连审报告和利安达会计师事务所（特殊普通合伙）出具的标准无保留意见的2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年度公司增加6家子公司，减少6家子公司，详见表1。

资本实力与资产质量

公司资产规模2023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

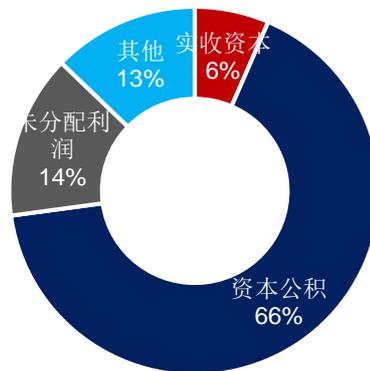
2023年公司部分土地房产被政府无偿收回减少资本公积1,598.89万元，子公司被无偿划出减少资本公积5.53亿元，但是得益于政府资本注入，2023年公司资本公积净增加5.82亿元。受益于政府支持和利润积累，2023年公司所有者权益仍小幅上升，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。但随着公司融资规模扩大，产权比率继续上升，权益对负债的保障程度降低。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告和 2023 年审计报告，中证鹏元整理

图3 2023年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告和 2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年公司资产规模有所增长，公司资产以项目投入、土地资产、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2023年末，存货中土地共计146宗，账面价值合计168.53亿元，较上年增加27.02亿元，主要为新拍入的土地。2023年末存货土地中28.26亿元用于抵押借款而受限。存货中38宗土地尚未办妥产权证，价值合计33.41亿元。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以土地为主，采用公允价值模式计量，2023年末规模小幅上升，为公允价值评估变动。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，回收风险不大，但整体回款偏慢。截至2023年末公司应收广东先导稀材股份有限公司1.20亿元，为供应链业务产生，已于2024年初收回款项。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，2023年末前五大债务人欠款合计占比为84.35%，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，2023年末货币资金基本持平，年末受限货币资金金额为19.02亿元；公司固定资产主要为持有的房屋，2023年固定资产变动主要系合并子公司增加。截至2023年末公司受限资产合计为47.76亿元，占总资产比重为13.68%，资产受限比重较高，公司资产整体流动性偏弱。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	35.39	10.14%	34.14	10.73%
应收账款	30.09	8.62%	23.44	7.36%
其他应收款	16.58	4.75%	24.37	7.66%
存货	186.21	53.33%	161.49	50.73%
流动资产合计	269.04	77.05%	247.41	77.72%
固定资产	27.19	7.79%	20.34	6.39%
投资性房地产	36.05	10.33%	35.75	11.23%
非流动资产合计	80.12	22.95%	70.92	22.28%
资产总计	349.16	100.00%	318.32	100.00%

资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告和 2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营业收入和销售毛利率小幅上升，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，2023年营业收入规模小幅上升，公司销售毛利率2023年有所上升，主要系毛利率较低的供应链业务2023年采用净额法结算收入。截至2023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，2022-2023年其他收益占利润总额比重为53.97%、112.61%。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	10.10	10.00
营业利润	1.14	1.25
其他收益	1.34	0.68
利润总额	1.19	1.26
销售毛利率	22.95%	19.73%

资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告和 2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023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仍较差，面临较大的偿债压力

2023年公司对外融资规模扩张仍较快，截至2023年末公司融资仍主要依靠银行借款和债券融资，以刚性债务为主，其中仍以长期债务为主，短期债务占比小幅上升至35%左右。截至2023年末，公司的综合融资成本控制在6%以下。其中，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6%-7%。2023年4月公司新发行2.29亿元“23金灌01”，期限为2年，票面利率为6.85%。2024年3月公司发行1亿美元境外债，票面利率为5.30%，期限3年。2023年公司压降非标债务规模，非标余额占总债务的比重下降至3%-4%，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，截至2023年末公司主要应付对象为连云港丰诚城镇发展有限公司、灌南五龙口水务投资有限公司等。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	27.76	15.45%	18.05	11.67%
应付票据	10.29	5.73%	6.38	4.13%
其他应付款	20.27	11.28%	11.03	7.14%
一年内到期的非流动负债	25.34	14.10%	24.05	15.56%
流动负债合计	91.48	50.92%	67.57	43.70%
长期借款	69.31	38.57%	54.58	35.30%
应付债券	10.93	6.08%	20.89	13.51%
非流动负债合计	88.19	49.08%	87.05	56.30%
负债合计	179.67	100.00%	154.62	100.00%
总债务	144.37	80.35%	128.02	82.80%
其中：短期债务	63.39	35.28%	48.48	31.35%
长期债务	80.98	45.07%	79.54	51.44%

资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告和 2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末公司资产负债率小幅上升，现金类资产对短期债务的覆盖程度有所下降，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，2023年经营活动现金流净流出，整体面临较大的偿债压力。截至2024年4月末，公司授信额度共计144.45亿元，尚未使用授信额度14.70亿元，备用流动性规模一般。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2023年	2022年
资产负债率	51.46%	48.57%
现金短期债务比	0.52	0.77
EBITDA 利息保障倍数	0.39	0.47

资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告和 2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

公司ESG表现对其信用水平未产生较大负面影响

环境方面，根据公司出具的说明及公开信息查询，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或因废弃物排放而受到政府部门处罚的情况。

社会方面，根据公司出具的说明及公开信息查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门的情形，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。2023年公司新任命孙梅为董事，任命周洲为总经理。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月4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2023年末，公司对外担保金额为92.53亿元，占所有者权益的比重为54.59%，均为国有企业。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。

表16 截至2023年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起止日	是否有反担保
连云港鹏盛建设工程有限公司	31,920.00	2016/09/12-2034/09/11	否
连云港云达贸易有限公司	980.00	2023/05/15-2026/05/15	否
连云港灌河新农村发展建设有限公司	4,500.00	2023/01/13-2024/01/13	否
连云港灌河新农村发展建设有限公司	3,244.60	2019/06/19-2024/05/14	否
连云港灌河新农村发展建设有限公司	2,800.00	2019/06/25-2024/06/24	否
连云港灌河新农村发展建设有限公司	4,095.00	2020/04/29-2025/04/28	否
连云港灌河新农村发展建设有限公司	4,900.00	2023/06/16-2024/06/16	否
连云港灌河新农村发展建设有限公司	4,500.00	2023/11/24-2024/11/23	否
连云港灌河新农村发展建设有限公司	20,880.00	2023/10/23-2030/10/18	否
连云港市硕灌实业有限公司	13,000.00	2021/01/01-2028/12/20	否
连云港市硕灌实业有限公司	11,700.00	2021/01/12-2028/09/10	否
连云港丰灌新农村建设发展有限公司	13,940.00	2020/12/31-2032/12/20	否
连云港丰灌新农村建设发展有限公司	9,874.32	2021/03/12-2030/12/21	否

连云港丰灌新农村建设发展有限公司	11,800.00	2021/07/01-2026/05/31	否
连云港丰灌新农村建设发展有限公司	12,700.00	2023/02/10-2032/08/08	否
连云港丰灌新农村建设发展有限公司	9,200.00	2023/06/28-2033/06/21	否
连云港丰诚城镇发展有限公司	26,000.00	2023/01/19-2033/01/10	否
连云港丰诚城镇发展有限公司	12,000.00	2023/11/27-2031/09/10	否
连云港丰诚城镇发展有限公司	28,000.00	2023/12/08-2027/09/10	否
连云港铭灌实业有限公司	31,700.00	2023/06/21-2030/06/20	否
连云港铭灌实业有限公司	8,000.00	2023/10/30-2033/06/13	否
连云港铭灌实业有限公司	8,000.00	2023/03/30-2031/03/26	否
灌南县自来水有限公司	11,666.64	2021/12/23-2031/09/10	否
灌南五龙口水务投资有限公司	7,000.00	2022/01/26-2024/01/25	否
灌南五龙口水务投资有限公司	18687.5	2021/01/07-2030/01/03	否
灌南五龙口水务投资有限公司	18,800.00	2019/12/23-2027/06/10	否
灌南五龙口水务投资有限公司	4,900.00	2023/11/22-2024/11/21	否
连云港善之水实业发展有限公司	15,000.00	2023/06/29-2033/04/26	否
灌南县城市建设投资发展有限公司	152,280.00	2017/06/26-2042/06/25	否
灌南县城市建设投资发展有限公司	100,000.00	2016/12/13-2041/12/12	否
灌南县城市建设投资发展有限公司	48,000.00	2017/08/23-2035/08/22	否
灌南县城市建设投资发展有限公司	4,000.00	2023/01/18-2024/01/17	否
灌南县四通公路养护工程有限公司	2,500.00	2023/06/20-2024/06/19	否
江苏盐灌投资发展有限公司	11,200.00	2021/11/09-2028/06/10	否
灌南县灌河旅游发展有限公司	7,200.00	2018/12/27-2026/12/10	否
灌南县灌河交通项目建设管理有限公司	6,600.00	2022/01/01-2028/12/21	否
江苏灌江农业发展集团有限公司	12,090.00	2020/05/19-2033/04/22	否
江苏灌江农业发展集团有限公司	10,840.00	2020/06/12-2030/06/04	否
江苏灌江农业发展集团有限公司	4,500.00	2020/06/29-2025/03/19	否
江苏灌江农业发展集团有限公司	3,000.00	2023/05/09-2024/05/07	否
江苏灌江农业发展集团有限公司	4,000.00	2023/06/30-2035/06/25	否
灌南腾升投资有限公司	9,000.00	2018/03/26-2025/04/25	否
灌南腾升投资有限公司	4,400.00	2023/08/26-2024/08/10	否
灌南腾升投资有限公司	10,000.00	2019/04/29-2027/04/17	否
灌南腾升投资有限公司	3,000.00	2023/01/10-2024/01/10	否
灌南腾升投资有限公司	1,800.00	2021/10/08-2029/09/16	否
江苏灌河半岛实业有限公司	2,800.00	2023/01/18-2024/01/17	否
江苏灌河半岛实业有限公司	11,400.00	2023/03/24-2031/01/16	否
灌南县自来水有限公司	995	2023/02/02-2026/01/13	否
灌南县自来水有限公司	1,000.00	2023/09/26-2024/09/25	否
连云港善之水实业发展有限公司	23,400.00	2022/04/24-2029/12/10	否
连云港善之水实业发展有限公司	20,000.00	2023/03/14-2029/12/10	否

连云港善之水实业发展有限公司	15,000.00	2023/06/29-2033/04/26	否
灌南县丰旺投资有限公司	1,000.00	2023/10/31-2024/10/26	否
江苏灌河半岛实业有限公司	4,000.00	2023/12/29-2031/06/20	否
灌南县经济投资发展有限公司	45,000.00	2022/03/25-2034/03/17	否
灌南宏兴环保科技有限公司	1,600.00	2018/12/05-2025/12/10	否
连云港源复祥实业有限公司	10,900.00	2021/02/05-2029/06/10	否
连云港源复祥实业有限公司	44,000.00	2022/07/01-2029/06/27	否
合计	925,293.06	--	--

资料来源：公司提供

八、外部特殊支持分析

公司是灌南县政府下属重要企业，灌南县政府间接持有公司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。灌南县政府通过江苏国润持有公司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。公司为公开发债企业，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。

江苏再担保前身为成立于2009年的江苏省信用再担保有限公司，初始注册资本为30.00亿元，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2023年末，江苏再担保实收资本为120.40亿元，股东数合计34家，控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅，其持股比例为26.29%，其他

股东主要为江苏省各级地方政府和国有企业。

表17 截至 2023 年末江苏再担保前十大股东情况

股东名称	出资额（亿元）	持股比例
江苏省财政厅	31.66	26.29%
江苏金信金融控股集团有限公司	10.41	8.64%
江苏省国信集团有限公司	8.80	7.31%
南通联信投资有限公司	7.50	6.23%
淮安市淮融投资有限公司	5.14	4.27%
泰州市信融投资有限公司	4.15	3.45%
宿迁市人民政府	3.62	3.01%
江苏黄海汇信投资有限公司	3.56	2.96%
无锡惠开投资管理有限公司	3.47	2.88%
江苏国经控股集团有限公司	3.30	2.74%
合计	81.60	67.78%

资料来源：江苏再担保 2023 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开展情况较好，特别是直接担保业务规模不断增长。截至 2022 年末，江苏再担保的担保余额为 2,779.72 亿元，其中融资担保业务余额和再担保业务余额分别为 1,634.08 亿元和 1,097.71 亿元；分别占担保余额的 58.79%和 39.49%。

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2022年末江苏再担保直接融资担保业务余额为878.37亿元，同比增长10.54%，在融资担保余额中的占比为53.75%，被担保企业主体信用级别均在AA级及以上。但同时，也需关注江苏再担保直接融资担保业务类型以江苏省内城投债担保为主，2023年以来城投债发行政策收紧，加大了江苏再担保未来直接融资担保业务展业难度，或将面临一定转型压力。

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2022年末江苏再担保间接融资担保余额为721.95亿元，同比增长85.87%。

2020年以来，为更好的对接国家担保基金业务，江苏再担保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2022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，纳入再担保体系的机构达到143家。近年来国担基金对江苏再担保的授信额度逐步追加，截至2022

年末国担基金的授信额度增至1,780亿元。目前，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。2022年末江苏再担保的再担保余额为1,097.71亿元，较2021年末增长88.31%。

表18 江苏再担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	2,312.98	1,300.42	1,221.50
当期解除担保额	1,347.17	1,066.09	1,056.62
期末担保余额	2,779.72	1,813.91	1,579.59
其中：融资担保余额	1,634.08	1,212.10	1,031.79
直接融资担保余额	878.37	794.60	628.90
间接融资担保余额	721.95	388.42	385.72
再担保余额	1,097.71	582.94	542.46
非融资担保余额	47.93	18.88	5.34
融资担保责任余额*	874.18	789.04	626.99
融资担保责任余额放大倍数*	7.61	7.78	7.31

*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

2022年，江苏再担保当期担保代偿额为4.31亿元，同比增长90.41%；当期担保代偿率为0.32%，同比小幅上升，但仍保持在较低水平。从代偿回收情况看，截至2022年末近三年累计代偿回收率为44.25%，较2021年末上升10.46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。江苏再担保按照期末担保责任余额的1%差额计提担保赔偿准备金，按当期担保收入的50%差额计提未到期责任准备金。截至2023年末，江苏再担保担保风险准备金余额合计40.51亿元，拨备覆盖率为371.46%。

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%。

表19 江苏再担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
资产总额	355.58	333.33	264.83
货币资金	49.23	46.23	37.93
应收代偿款	3.28	3.65	3.00
所有者权益合计	209.31	190.89	158.59
营业总收入	39.30	27.71	22.62
净利润	12.22	9.45	7.23
净资产收益率	6.11%	5.41%	4.90%
当期担保代偿额	-	4.31	2.26
当期担保代偿率	-	0.32%	0.21%

累计担保代偿率*	-	0.52%	0.21%
累计代偿回收率*	-	44.25%	33.79%
拨备覆盖率	371.46%	525.90%	637.09%

注：*均不含再担保业务，为母公司口径；累计担保代偿率和累计代偿回收率为使用江苏再担保提供的近三年累计数据计算；“-”表示该数据暂无法取得。

资料来源：江苏再担保 2021-2023 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

得益于资本的持续注入，近年来江苏再担保资产规模持续增长。截至2023年末，江苏再担保资产总额同比增长6.67%至355.58亿元。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2023年末，江苏再担保货币资金为49.23亿元，其中受限资金为7.53亿元，主要包括部分定期存款、应计利息和监管资金。

江苏再担保投资资产主要由委托贷款以及债券投资组成。江苏再担保委托贷款主要投向江苏省内国有企业和工商企业以及部分江苏再担保的在保客户。截至2023年末，江苏再担保委托贷款本金余额为59.92亿元，同比上升31.33%。江苏再担保债券投资主要投向江苏省内地方国有企业，信用等级集中于AA至AAA。截至2023年末，江苏再担保债券投资本金余额同比上升36.27%至34.94亿元。投资资产规模快速增长，投资资产信用风险需关注。

江苏再担保主要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”）发放贷款及垫款。截至2023年末，江苏再担保发放贷款及垫款余额为38.06亿元，同比增加3.24%。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2023年末，江苏再担保发放的贷款及垫款共计提减值准备0.84亿元。

江苏再担保融资租赁业务主要由子公司江苏省再保融资租赁有限公司开展，客户主要为江苏省内地方国有企业。截至2023年末，江苏再担保应收融资租赁款余额同比下降3.50%至77.88亿元；根据融资租赁业务风险情况共计提减值准备1.03亿元。在宏观经济增长承压的背景下，需关注江苏再担保的融资租赁资产质量的变化情况。

江苏再担保负债主要由银行借款、应付债券以及担保赔偿准备金构成。截至2023年末，江苏再担保负债总额146.26亿元，同比增长2.62%。随着业务规模上升，江苏再担保短期借款以及长期借款规模均有所上升。截至2023年末，江苏再担保短期借款和长期借款分别同比上升34.29%和5.78%至13.60亿元和44.63亿元。江苏再担保应付债券主要为非标融资，受非标融资到期还款影响，截至2023年末，江苏再担保应付债券规模同比下降31.64%至17.66亿元。随着新增担保业务规模上升，江苏再担保准备金规模有所上升，截至2023年末担保赔偿准备金以及未到期责任准备金规模合计同比上升8.99%至40.06亿元。

得益于增资扩股和经营积累，江苏再担保净资产规模持续增长，截至2023年末所有者权益为209.31亿元，同比增长9.67%，其中实收资本120.40亿元，同比上升7.80%。截至2022年末，江苏再担保母公司口径直保业务融资担保责任余额放大倍数为7.61倍，随着担保业务的持续发展，未来面临一定的资本补充压力。

2023年，江苏再担保调整部分财务报表项目列示和核算方式，将之前不纳入营业总收入核算的投资收益纳入营业总收入核算，导致2023年营业总收入较2022年同比大幅增长41.83%至39.30亿元。按照

2023年审计报告中的可比口径，江苏再担保2023年营业总收入同比增长7.69%。江苏再担保收入主要由已赚取保费构成，得益于担保业务规模扩张，2023年江苏再担保已赚取保费同比上升8.61%至17.77亿元，在营业收入中的占比为45.22%。除已赚取保费外，江苏再担保营业总收入主要由利息收入和投资收益构成，2023年上述收入在营业收入中的占比分别为22.42%和24.07%。2023年江苏再担保计提信用减值损失7.61亿元，较上年增长197.73%，主要系应收代偿款以及债权投资减值计提规模大幅上升所致。近年来江苏再担保净利润持续增长，2023年江苏再担保实现净利润12.22亿元，同比增长7.80%；净资产收益率同比上升0.70个百分点至6.11%，整体盈利能力有所增强。

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2023年末的120.40亿元，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，江苏再担保的直接融资担保业务以江苏省内城投债为主，未来或面临一定的展业难度和转型压力；投资资产规模快速增长，投资资产信用风险需关注等风险因素。

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，2023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，在建工程建设项目尚需一定投资规模，总债务规模快速增长，公司存在较大的偿债资金压力和一定资金压力，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企业，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。

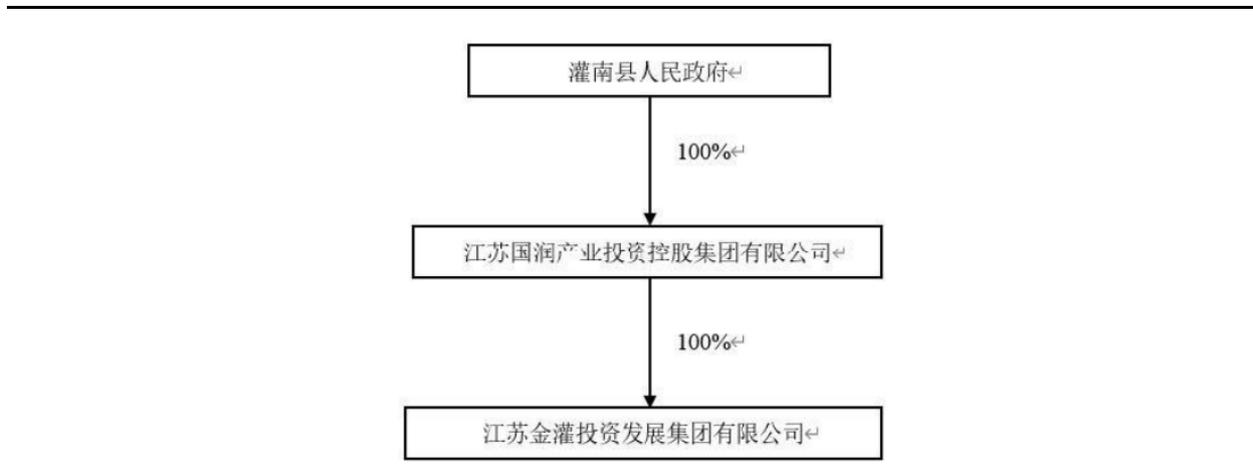
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“19金灌01/19金灌债01”债券信用等级为AAA，维持“19金灌02/19金灌债02”债券信用等级为AA。

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）	2023年	2022年	2021年
货币资金	35.39	34.14	32.00
应收账款	30.09	23.44	21.07
其他应收款	16.58	24.37	26.35
存货	186.21	161.49	141.60
流动资产合计	269.04	247.41	222.64
固定资产	27.19	20.34	21.46
投资性房地产	36.05	35.75	35.48
非流动资产合计	80.12	70.92	68.70
资产总计	349.16	318.32	291.34
短期借款	27.76	18.05	10.89
应付票据	10.29	6.38	3.39
应交税费	6.06	5.39	4.71
其他应付款	20.27	11.03	7.43
一年内到期的非流动负债	25.34	24.05	19.11
流动负债合计	91.48	67.57	48.26
长期借款	69.31	54.58	43.94
应付债券	10.93	20.89	21.78
递延所得税负债	6.78	6.69	6.63
非流动负债合计	88.19	87.05	80.35
负债合计	179.67	154.62	128.61
所有者权益	169.49	163.71	162.73
营业收入	10.10	10.00	10.13
营业利润	1.14	1.25	2.04
其他收益	1.34	0.68	0.59
利润总额	1.19	1.26	2.07
经营活动产生的现金流量净额	-6.27	-6.22	0.15
投资活动产生的现金流量净额	-11.60	-4.41	-2.53
筹资活动产生的现金流量净额	10.58	7.58	19.24
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	22.95%	19.73%	27.79%
资产负债率	51.46%	48.57%	44.14%
短期债务/总债务	43.91%	37.87%	31.50%
现金短期债务比	0.52	0.77	0.87
EBITDA（亿元）	2.98	2.81	3.55
EBITDA 利息保障倍数	0.39	0.47	--

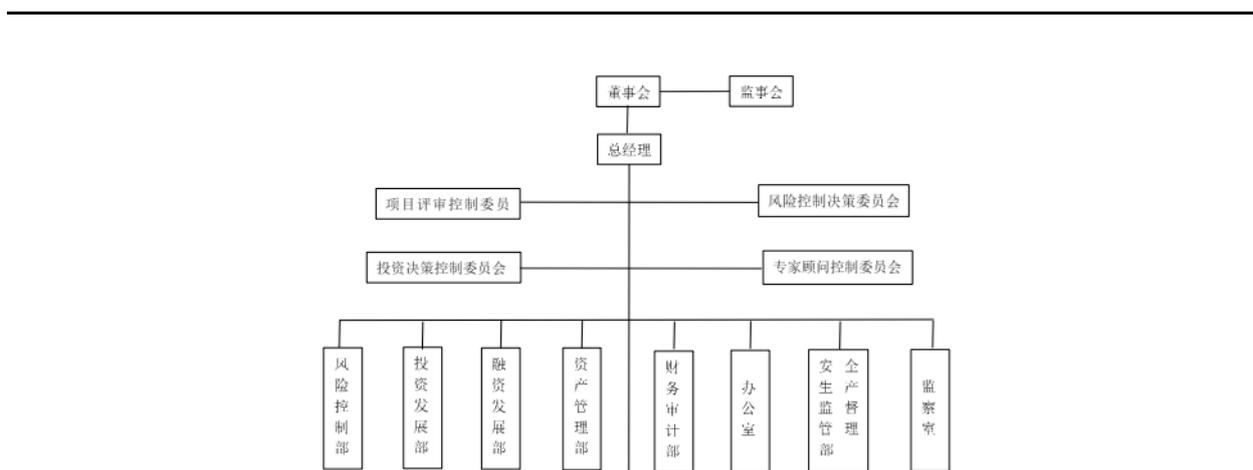
资料来源：公司 2020-2022 三年连审审计报告和 2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 6 月）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例 (%)		业务性质
	直接	间接	
连云港硕项湖水务集团有限公司	100.00		水务项目的投资、建设与运营；集中式供水；污水处理
灌南硕项湖投资发展有限公司		100.00	农村经营项目投资；资产经营管理；工程施工
灌南县硕项湖酒店有限公司		100.00	酒店服务业
灌南县畅达市政工程建设有限公司		100.00	建筑工程施工
灌南县硕项湖纯净水有限公司		100.00	纯净水生产
灌南县田楼自来水有限公司		97.15	供水
灌南海西污水处理有限公司		100.00	城乡污水处理厂的投资、运营管理
灌南县硕项湖自来水有限公司		65.00	供水
江苏连云港化工产业园投资发展集团有限公司		100.00	园区建设与运营
连云港中新化工环保城开发有限公司		100.00	环保设备制造
连云港东江水务有限公司		100.00	污水处理
连云港讯达企业管理服务有限公司		100.00	企业管理服务
连云港腾达置业有限公司		100.00	房地产开发
连云港中新化工商贸有限公司		100.00	化工商品贸易
连云港泽灌供热有限公司		100.00	电力、热力、燃气及水生产和供应业
灌南县晟灌实业有限公司	100.00		土地开发整理和工程施工
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
灌南希望服饰有限公司		100.00	服饰制造
灌南县景盛实业发展有限公司	100.00		综合业务
灌南县金灌置业有限公司	100.00		房地产开发
灌南县景源房地产开发有限公司		100.00	房地产开发
江苏灌河投资发展有限公司	100.00		灌河岸线投资、开发等
连云港灌瑞实业有限公司	100.00		工程建设承包
灌南县弘灌实业发展有限公司	100.00		综合业务
海西国际投资有限公司	100.00		投资、进出口贸易等
连云港源盛祥实业投资有限公司		97.64	房地产开发经营
连云港源灌实业有限公司	100.00		农业
灌南县汇达贸易有限公司	100.00		商品贸易
连云港合田科技服务有限公司		99.00	道路货物运输和建设工程施工
灌南新运兴科技服务有限公司		99.00	道路货物运输
灌南县南湾实业有限公司		99.00	道路货物运输和建设工程施工
连云港福亿科技服务有限公司		99.00	道路货物运输
连云港东灌实业有限公司	100.00		餐饮服务、供应链管理服务等

江苏金灌食品有限公司	51.00	食品生产、食品互联网销售
江苏金灌药业有限公司	51.00	批发和零售业
江苏金灌远孚物流有限公司	51.00	道路货物运输

资料来源：公司 2023 年审计报告

附录五 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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
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

附录六 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。