

江苏金灌投资发展集团有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【1182】号 01

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，但不不对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

江苏金灌投资发展集团有限公司相关债券2025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

评级日期

2025 年 7 月 30 日

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：周文颖
zhouwy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：灌南县 2024 年经济保持较快增长，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”）2024 年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，区域内重要性强，主营业务具有可持续性，且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、土地整理主体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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024	2023	2022
总资产	374.64	349.16	318.32
所有者权益	175.83	169.49	163.71
总债务	144.28	144.37	128.02
资产负债率	53.07%	51.46%	48.57%
现金短期债务比	0.36	0.52	0.71
营业收入	10.07	10.10	10.00
其他收益	2.30	1.34	0.68
利润总额	1.15	1.19	1.26
销售毛利率	15.20%	22.95%	19.73%
EBITDA	3.81	2.53	2.81
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.35	0.47
经营活动现金流净额	7.01	-6.27	-6.22

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

正面

- **灌南县交通便利，农业资源丰富，2024 年经济保持增长。**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，经济体量在连云港排名中游，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。
- **公司的土地整理、水务等主营业务仍具有可持续性。**截至 2024 年末，公司仍有拟建的土地整理项目，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，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。**2024 年连云港化工产业园区管委会将园区基础设施改造提升工程项目和污水管网无偿划入公司，增加资本公积 9.26 亿元。2024 年公司收到政府补贴 2.30 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，整体资产流动性较弱。**2024 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。
- **公司面临较大的偿债压力。**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、EBITDA 利息保障倍数表现仍欠佳。
- **公司在建自营项目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 2024 年末，公司在建工程建设项目尚需投入一定资金，土地整理业务、贸易业务仍有一定垫资需求，整体仍存在一定资金压力。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。截至 2025 年 6 月末，按照目前销售均价计算，公司商品房项目预计待售规模约 8 亿元，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 2024 年末，公司存在 104.33 亿元的对外担保，占年末所有者权益的比例较高，均为对本地国企担保，均无反担保措施。

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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
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	4/7
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

3

主体信用等级

AA

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）本次评级模型中公司个体信用状况为 a，较上次评级下调 1 个级别，主要是由于公司现金短期债务比指标评分、资产负债率指标评分下降导致财务状况等级变动。公司 2024 年筹资收到的现金流同比下降，期末货币资金规模下降，且期末存在较大规模受限资金，导致现金短期债务比指标较上年下降；公司 2024 年负债规模继续上升，导致资产负债率水平上升。经评估，灌南县政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况下调 1 个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差增加 1 个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），外部特殊支持由上次评级的“+2”调整为“+3”。

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	2.20	2024-7-26	2026-8-12
19金灌 02/19金灌债 02	3.60	1.44	2024-7-26	2026-10-25

一、 债券募集资金使用情况

“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2025年3月31日，两期募集资金专项账户¹合计余额为12,415.93元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人、职能定位以及主营业务未发生变化。公司2024年变更了董事、总经理、监事，任命周明球为新任董事长，公司不再设置经理职位。2024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。2024年公司合并范围内新增8家子公司，均为新设成立，截至2024年末，公司纳入合并范围的子公司共44家，重要子公司仍为连云港硕项湖水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）。

表1 水务集团 2024 年度财务数据（单位：亿元）

公司	总资产	净资产	营业收入	净利润	职能
水务集团	135.04	55.87	4.72	0.64	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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年上半年经济迎难而上，平稳向好；下半年加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，做强国内大循环，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，果断出手，稳住了市场预期和信心，上半年GDP同比增长5.3%，比去年同期和全年均提升0.3个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，上半年社会消费品零售总额已经达到24.55万亿元，同比增长5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加近期中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，上半年高技术产业增加值同比增长9.5%。下半年全球经济形势复杂多变，要继续统筹国内经济和国际经贸工作，推进贸易多元化，同时进一步做强国内大循环，以高质量发展的确定性应对外部不确定性，预计全年经济目标能顺利完成。宏观政策加快落实一揽子存量政策和储备增量政策，以应对不时之需。财政政策加快支出进度，持续做好

¹ 这两期债券募集资金专项账户相同。

“两新”和“两重”工作，推动新型政策性金融工具落地实施。货币政策维持适度宽松，保持流动性充裕，降息降准仍可期，发挥结构性工具的效能，支持科技创新、服务消费等。落实中央城市工作会议的要求，更大力度推动房地产市场止跌回稳，构建房地产发展新模式，建设现代化人民城市。纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，关注相关行业的“反内卷”政策。

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。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“控增化存”的总体思路下，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，不仅针对基础设施投资类企业的隐债化解，还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。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，非重点省份化债和发展并存。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，各地化债进度和成效存在分化。

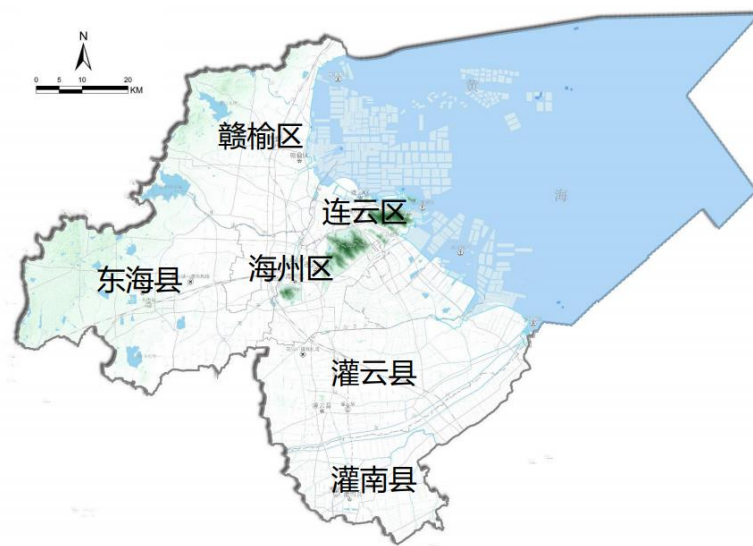
2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

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，经济体量在连云港排名中游，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。灌南县位于江苏省东北部沿海，隶属连云港市，地处盐城、淮安、宿迁三市交界。作为生态宜居水城，境内水域占比26%、湿地超10%，依托灌河连通黄海与京杭大运河，拥有17条骨干河道支撑水产养殖。农业优势突出，是全国商品粮、粳稻、食用菌和药材基地，以及全省速生丰产林核心产区。立体交通体系完善，长深/沈海高速、连镇/沿海高铁贯穿全域，30分钟直达花果山/涟水两大机场，灌河港年吞吐量3,000万吨，深度融入长三角3小时经济圈。2023年末常住人口60.3万（户籍79.65万），为人口净流出。

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，2024年地区生产总值在连云港“三区三县”中排名处于中游，2024年灌南县三产结构为6.77:36.47: 56.76，以第三产业为主。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2022-2024年经济增速表现良好。2024年宏观经济复苏，固定资产投资与社会消费品零售总额数据有所恢复，2024年人均GDP是全国人均GDP的89.20%，相对前两年度略有下降，整体经济发展水平一般。

表2 连云港市 2024 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（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
海州区	-	-	-	41.29	0.00
赣榆区	800.00	7.0%	8.05	38.63	24.25
东海县	810.00	8.0%	7.79	39.16	13.63
灌南县	516.69	5.7%	8.47	25.52	21.06
灌云县	491.67	6.7%	6.98	25.31	9.58
连云区	322.79	6.0%	19.86	25.33	12.13

注：1）除灌云县、连云区外，其他区县的人均 GDP 采用 2023 年末常住人口数计算，连云区采用 2022 年末常住人口计算；2）“-”表述数据暂未公布。

资料来源：各区县 2024 年政府工作报告、政府网站、财政预决算报告等，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	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	516.69	5.7%	491.94	5.0%	480.42	2.2%
固定资产投资	205.94	24.1%	166.00	1.1%	164.14	1.1%

社会消费品零售总额	104.13	4.0%	100.18	5.3%	95.10	-3.8%
进出口总额	-	-	2.87	13.9%	2.52	10.9%
人均 GDP（万元）		8.5		8.1		7.9
人均 GDP/全国人均 GDP		89.20%		90.55%		91.73%

注：“-”表示数据未公开披露；
 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。2024年灌南县主导产业呈现差异化增长：钢铁行业受市场需求波动影响增速趋缓，精细化工及原料药产业依托连云港化工园区逐步恢复，绿色食品加工和机械电子产业保持较快增长。工业领域方面，60家高新技术企业营业收入突破50亿元大关，其中毅狮迈新材料年产能达200万条特种轮胎，旭腾新材料利用工业固废年产300万吨建材，产值超10亿元；工业投资同比增长29.2%，威孚新材料产业园等重大项目推动产业链升级。灌南经济开发区集聚效应增强，2024年全年签约亿元项目超170个，固定资产投资增速达24.1%，其中工业投资占比73.8%。化工园区通过安全整治和技改投入，产能恢复率较2023年提高15个百分点。

财政及债务水平：2024 年灌南县综合财力仍较低，财政自给率小幅上升，地方政府债务余额小幅下降。近年灌南县一般公共预算收入和财政自给率波动不大。受土地市场行情影响，2022-2024 年灌南县基金性收入逐年下滑，综合财力仍较低，财政收支缺口对上级补助收入依赖较大。2024年灌南县地方政府债务余额小幅下降，债务压力边际持平。

表4 灌南县财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2023 年	2022 年
一般公共预算收入	25.52	25.11	23.61
税收收入占比	73.8%	69.1%	58.1%
财政自给率	40.20%	40.07%	40.83%
政府性基金收入	21.06	44.18	46.35
地方政府债务余额	99.14	99.72	97.57

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

灌南县发债平台仅有一家，为金灌投资。2023年11月，灌南县人民政府组建江苏国润产业投资控股集团有限公司（以下简称“江苏国润”），江苏国润是灌南县最主要的国有资产运营主体，公司本部目前主要承担管理职能，业务主要由下属子公司金灌投资和江苏汤沟两相和酒业有限公司负责运营。

四、 经营与竞争

2024年公司营业收入规模小幅下降，其中土地整理开发、水务、工程建设为主要收入来源，公司2024年新增房屋销售业务，系开发的商品房项目产生的收入。毛利率方面，公司水务板块由于收入结构变动，销售毛利率2024年明显下降，带动公司整体毛利率下降。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
水务	4.72	46.91%	10.01%	4.78	47.33%	21.07%
土地整理开发	1.47	14.62%	25.36%	2.36	23.37%	25.28%
工程建设	2.86	28.42%	7.41%	2.30	22.76%	7.95%
房屋销售	0.51	5.09%	10.00%	-	-	-
其他	0.50	4.97%	84.23%	0.66	6.54%	80.51%
合计	10.07	100.00%	15.20%	10.10	100.00%	22.95%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）土地整理开发及基础设施建设业务

2024年土地整理业务收入有所下降，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

2024年公司确认土地整理业务收入仍为特色农业业务类型，由子公司灌南县晟灌实业有限公司和公司本部开展，收入规模有所下降，毛利率基本持平。2024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。该模式下，2025年公司在建土地整理板块项目计划总投资1.50亿元左右，发包方为当地国有企业，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。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。

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
2024 年	特色农业业务	灌南县农田改造建设工程项目	灌南县晟灌实业有限公司	连云港众灌实业有限公司	0.64
		灌南县农田沂河淌农田种植	公司本部	连云港诚灌实业有限公司	0.83
	小计		--	--	1.47
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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是灌南县重要的城市基础设施建设主体，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，2024年公司工程建设收入仍来源于灌南县棚户区改造工程，公司近年来新增代建项目较少，未来代建业务持续性存在一定不确定性。

表7 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
2024 年	灌南县棚户区改造工程	2.86	2.65
	灌南县棚户区改造工程	2.28	2.10
2023 年	其他零星工程	0.02	0.02
	合计	2.30	2.12

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，2024年营业收入小幅下降，毛利率降幅较大

公司的水务业务由子公司水务集团负责，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。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年水务集团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。由于泽灌供热为水务集团子公司，其收入并入公司水务板块业务进行核算。受2019年响水爆炸影响，灌南化工园区经过停业整改之后，近两年逐步复工复产，2023年泽灌供热产生的收入规模较小，2024年收入规模有较大增加，但该业务毛利率较低，2024年供热业务毛利率为1.86%，导致水务板块整体毛利率下降。

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，工业污水主要通过连云港东江水务有限公司进行处理，生活污水板块业务于2022年外包给葛洲坝集团，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8 水务集团污水处理业务

项目	2024 年	2023 年
污水处理能力（万吨/日）	3.45	3.45
污水处理收入（亿元）	0.26	0.25

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9 2024 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）			合计
	每户 4 人及以下	基本水价	污水处理费	水资源费	
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10 水务集团供水业务

项目	2024 年	2023 年
售水量（万吨）	5,254.59	4,908.94

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2024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）自营业务

公司在建自营项目较多，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

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，工程建设基本结束，目前均为对外出售状态。2024年公司房屋销售收入均来源于壹号院项目。截至2025年6月末，公司开发的商品房项目仍处于去化前期，按照目前销售均价计算，剩余约8亿货值待出售，受房地产整体市场环境影响，公司的商品房销售存在一定去化风险。

表11 截至 2025 年 6 月末，公司开发的房地产项目基本情况（单位：亿元）

项目名称	项目开盘时间	项目累计已投资金额
金融中心	2019/12/27	2.44
壹号院	2021/1/24	3.47

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 截至 2025 年 6 月末，公司开发的房地产销售情况（单位：万元、平方米）

项目名称	累计已销售面积	全部可销售面积	已实现的预售金额	销售均价（元/平方米）
金融中心	4,313.41	29,706.96	7,118.25	16,502.60
壹号院	12,025.06	69,956.32	6,084.54	5,258.04

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年末公司在建工程建设项目情况如下表所示，预计总投资合计8.80亿元，尚需投资3.96亿元，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13 截至 2024 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	2.49	自营
新东仓储园物流中心	2.92	1.05	自营
灌南县镇工业集中区一期(百禄)项目	0.65	0.27	自营
灌南县镇工业集中区一期（北陈集）项目	0.46	0.15	自营
灌南县镇工业集中区一期（田楼）项目	0.70	0.42	自营

灌南县镇工业集中区一期（新集）项目	0.87	0.46	自营
合计	8.80	4.84	-

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

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2024年末，公司借出资金0.69亿元，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%。公司的供应链业务2024年仍采用净额法核算，2024年主要销售的商品种类为化学原料。

2024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

2024年连云港化工产业园区管委会将园区基础设施改造提升工程项目和污水管网无偿划入公司，增加资本公积9.26亿元。2024年公司收到政府补贴2.30亿元，提升了公司的利润水平。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经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2023-2024年审计报告。

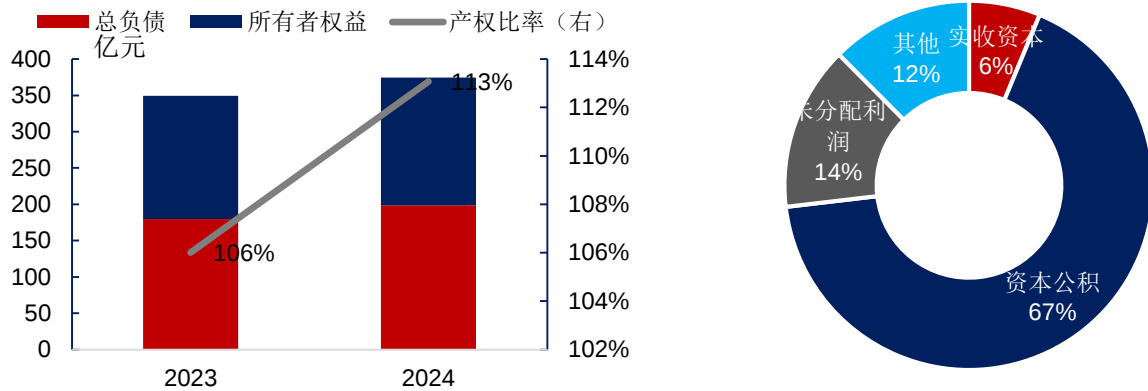
得益于政府资产的注入，2024年公司资产规模有所上升，资产仍以存货、应收款项、土地资产等为主，整体资产流动性较弱；2024年融资规模与上年基本持平，偿债指标表现未改善，仍面临较大的偿债压力

资本实力与资产质量

2024年公司部分土地被政府无偿收回减少资本公积4.14亿元，但得益于政府注入其他资产，2024年公司资本公积净增加5.12亿元。受益于政府支持和利润积累，2024年公司所有者权益仍上升，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。但随着公司负债规模扩大，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

图3 2024年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

2024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2024年末，存货中土地共计134宗，账面价值合计144.84亿元。2024年末存货土地中34.75亿元用于抵押借款而受限。存货中29宗土地尚未办妥产权证，价值合计18.69亿元。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，2024年公允价值下降，期末规模同比小幅下降。公司应收账款绝大部分为应收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2024年末公司应收广东先导稀材股份有限公司2.12亿元，为供应链业务产生。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，2024年末前五大欠款方合计占比为38.07%，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。公司的其他非流动资产主要为子公司江苏连云港化工产业园投资发展集团有限公司的预付资产购买款项，2024年末规模小幅上升。

其他资产中，2024年公司筹资活动收到的现金流同比下降，期末货币资金规模下降，年末受限货币资金金额为17.11亿元；公司固定资产主要为持有的房屋，2024年固定资产增加主要系在建工程转入和划入的污水管网资产。截至2024年末公司受限资产合计为65.89亿元，占总资产比重为17.59%，资产受限比重较高，公司资产整体流动性偏弱。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	28.93	7.72%	35.39	10.14%
应收账款	31.61	8.44%	30.09	8.62%
其他应收款	18.17	4.85%	16.58	4.75%
存货	206.90	55.23%	186.21	53.33%
流动资产合计	286.73	76.53%	269.04	77.05%
固定资产	33.15	8.85%	27.19	7.79%
投资性房地产	35.98	9.60%	36.05	10.33%
其他非流动资产	7.42	1.98%	5.97	1.71%
非流动资产合计	87.91	23.47%	80.12	22.95%

资产总计	374.64	100.00%	349.16	100.00%
------	--------	---------	--------	---------

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2024年公司对外融资规模与上年基本持平，截至2024年末，公司的综合融资成本控制在5%左右。公司的债券融资占比约20%，其余为银行借款，主要为向连云港本地、政策性的银行借款。2024年公司在香港联交所发行两期债券，2025年公司新发行“25金灌01”、“25金灌投资PPN001”。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，2024年末应付票据全部为银行承兑汇票。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	28.55	14.36%	27.76	15.45%
应付票据	8.22	4.14%	10.29	5.73%
其他应付款	39.37	19.81%	20.27	11.28%
一年内到期的非流动负债	18.67	9.39%	25.34	14.10%
流动负债合计	103.14	51.88%	91.48	50.92%
长期借款	73.25	36.85%	69.31	38.57%
应付债券	14.89	7.49%	10.93	6.08%
长期应付款	0.73	0.37%	0.78	0.43%
非流动负债合计	95.67	48.12%	88.19	49.08%
负债合计	198.81	100.00%	179.67	100.00%
总债务	144.28	72.57%	144.37	80.35%
其中：短期债务	55.44	38.42%	63.39	43.91%
长期债务	88.84	61.58%	80.98	56.09%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

2024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小幅上升，土地整理业务和代建业务回款较慢，整体面临较大的偿债压力。截至2025年4月末，公司尚未使用授信额度31.70亿元，备用流动性规模尚可。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2024 年	2023 年
资产负债率	53.07%	51.46%
现金短期债务比	0.36	0.52
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.35

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年7月2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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年7月17日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保金额为104.33亿元，占所有者权益的比重为59.33%，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。

七、 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。

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，经济体量在连云港排名中游。

八、 本期债券偿还保障分析

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。后经过多次增资扩股和股权变更，截至2024年末，江苏再担保实收资本为130.30亿元，股东数合计22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24.30%，其他股东主要为江苏省各级地方政府和国有企业。

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。截至2023年末，江苏再担保的担保余额合计3,126.01亿元，其中融资担保业务余额和再担保业务余额分别为1,899.63亿元和1,189.65亿元，分别占担保余额的60.77%和38.06%。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，截至2023年末，江苏再担保直接融资担保业务余额为913.11亿元，同比增长14.91%。2023年以来，地方政府融资平台融资政策进一步收紧，未来江苏再担保直接融资担保业务或将面临一定的转型压力。截至2023年末，江苏再担保的间接融资担保余额合计953.00亿元，同比增长32.00%。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，截至2023年末纳入再担保体系的机构达到132家，近年来国担基金对江苏再担保的授信额度逐步增加，截至2023年末国担基金的授信额度增至1,680亿元。2023年末，江苏再担保的再担保余额合计1,189.65亿元，同比增长8.38%。2023年，江苏再担保当期担保代偿额合计3.88亿元，同比下降9.98%；当期担保代偿率为0.17%，同比下降0.17个百分点，保持在较低水平。截至2023年末，江苏再担保近三年累计代偿回收率为38.02%，同比下降6.23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。

表17 江苏再担保主要业务和财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024	2023	2022
资产总额	415.75	355.58	333.33
货币资金	74.78	49.23	46.23
应收代偿款	3.37	3.28	3.65
所有者权益合计	262.31	209.31	190.89
营业总收入	40.14	39.30	27.71
担保业务收入	21.75	17.61	17.93
净利润	14.34	12.22	9.45
净资产收益率	6.08%	6.11%	5.41%
期末担保余额	-	3,126.01	2,779.72
其中：融资担保余额	-	1,899.63	1,634.08
直接融资担保余额	-	913.11	878.37
间接融资担保余额	-	953.00	721.95
其他	-	33.53	33.76
再担保余额	-	1,189.65	1,097.71
非融资担保余额	-	36.73	47.93

融资担保责任余额*	-	1,001.63	874.18
融资担保责任余额放大倍数 (X) *	-	8.62	7.61
当时代偿率	-	0.17%	0.34%
累计代偿回收率*	-	38.02%	44.25%
拨备覆盖率	1,259.09%	1,235.70%	1,013.14%

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；“其他”主要为保理、融资租赁、票据承兑等担保业务。

资料来源：江苏再担保 2022-2024 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

截至 2024 年末，江苏再担保资产总额为 415.75 亿元，较 2023 年末增长 16.92%；主要由货币资金、投资资产和融资租赁子公司业务开展形成的应收融资租赁款构成，其中金融投资资产账面价值合计 202.65 亿元，较 2023 年末增长 18.36%，在资产总额中的占比为 48.74%，投资资产主要由委托贷款以及债券投资组成，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，江苏再担保投资资产规模快速增长，投资资产信用风险需关注；应收融资租赁款余额同比增长 10.90%至 86.37 亿元，在资产总额中的占比为 20.77%，共计提减值准备 1.27 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；货币资金为 74.78 亿元，其中受限资金为 4.95 亿元，主要包括监管资金、备付金等。截至 2024 年末，江苏再担保负债总额为 153.45 亿元，同比增长 4.91%，其中未到期责任准备金和担保赔偿准备金合计 41.78 亿元，同比增长 4.29%，在负债总额中的占比为 27.23%。截至 2024 年末，江苏再担保所有者权益合计 262.31 亿元，同比增长 25.32%。2023 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 8.62 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。江苏再担保营业收入主要来源于担保业务收入、利息收入和投资收益。2024 年江苏再担保实现营业收入 40.14 亿元，较 2023 年增长 2.14%，其中担保业务收入为 21.75 亿元，在营业收入中的占比为 54.17%。2024 年，江苏再担保实现净利润 14.34 亿元，同比增长 17.36%，净资产收益率为 6.08%，整体盈利能力较强。

综上所述，江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，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大力支持；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，评级展望为稳定，本期债券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“19金灌 01/19金灌债 01”的信用水平。

附录一 担保方评级模型结果

评级要素	评分等级
个体信用状况	aa
外部特殊支持	2
主体信用等级	AAA

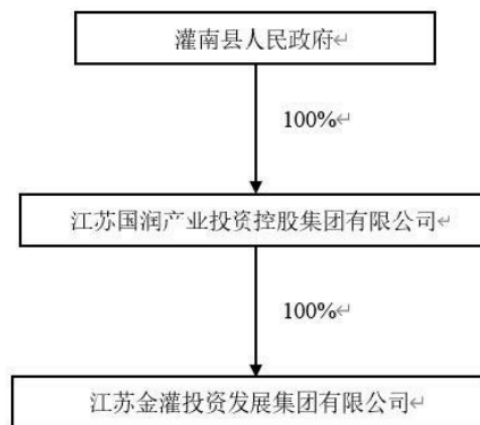
注：（1）本次评级采用评级方法模型为：担保公司信用评级方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V2.0）、金融企业外部特殊支持评价方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）；（2）江苏再担保是江苏省委、省政府为有效缓解省内中小企业融资难问题，推动金融机构增加对中小企业的信贷投放，更好地为经济发展服务而批准设立的政策性专业信用再担保机构，在江苏省内具有较为突出的战略重要性，中证鹏元认为江苏再担保在面临债务困难时，江苏省人民政府对其提供特殊支持的意愿极其强。同时，中证鹏元认为江苏省人民政府提供支持的能力极强，因此在江苏再担保个体信用状况基础上上调2个子级。

附录二 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）	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	28.93	35.39	34.14
存货	206.90	186.21	161.49
流动资产合计	286.73	269.04	247.41
非流动资产合计	87.91	80.12	70.92
资产总计	374.64	349.16	318.32
短期借款	28.55	27.76	18.05
其他应付款	39.37	20.27	11.03
一年内到期的非流动负债	18.67	25.34	24.05
流动负债合计	103.14	91.48	67.57
长期借款	73.25	69.31	54.58
应付债券	14.89	10.93	20.89
非流动负债合计	95.67	88.19	87.05
负债合计	198.81	179.67	154.62
所有者权益	175.83	169.49	163.71
营业收入	10.07	10.10	10.00
营业利润	1.17	1.14	1.25
其他收益	2.30	1.34	0.68
利润总额	1.15	1.19	1.26
经营活动产生的现金流量净额	7.01	-6.27	-6.22
投资活动产生的现金流量净额	-5.03	-11.60	-4.41
筹资活动产生的现金流量净额	-6.35	10.58	7.58
财务指标	2024 年	2023 年	2022 年
销售毛利率	15.20%	22.95%	19.73%
资产负债率	53.07%	51.46%	48.57%
短期债务/总债务	38.42%	43.91%	37.87%
现金短期债务比	0.36	0.52	0.71
EBITDA（亿元）	3.81	2.53	2.81
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.35	0.47

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 公司股权结构图（截至 2025 年 7 月）



资料来源：公司提供

附录四 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+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号