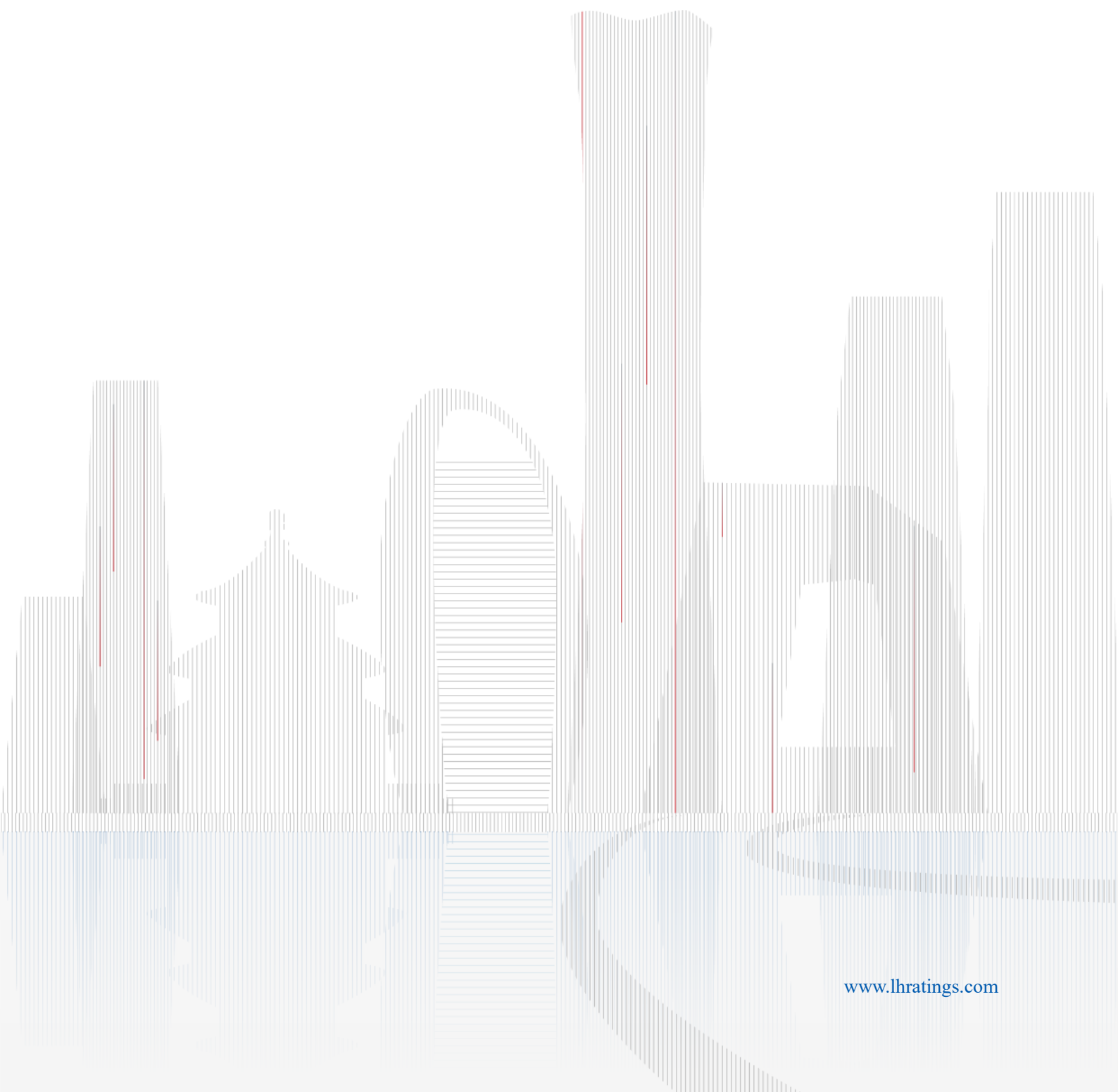


响水县灌江新城建设发展有限公司

2025 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〔2025〕5684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：

二〇二五年六月二十七日

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

2025 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	2025/06/27
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。2024 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。公司营业总收入主要来自委托建设和出租业务；在建及拟建项目未来资金支出压力大；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；跟踪期内，公司将持有的对江苏德龙镍业有限公司（以下简称“德龙镍业”）相关的债权投资、应收账款债权，以及公司商品贸易运营主体，转让给响水县江河建设有限公司（以下简称“江河建设”），公司商品销售业务持续性弱，本次交易规模较大，需密切关注未来款项回收情况。公司资产结构较为均衡，资产中存货和应收类款项占比较高，对资金形成较大占用，且资产受限比例较高，资产流动性弱；所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性较强；债务负担有所减轻，2025 年面临一定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很高，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，间接融资渠道有待拓宽。

“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。**2024 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 3.3%和 3.4%，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。2024 年，公司收到响水县地方政府及政府部门拨付的政府补助 1.42 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投资压力大且未来收益存在一定不确定性。**截至 2024 年底，公司在建代建项目尚需投资 11.23 亿元，在建自建项目尚需投资 20.93 亿元，未来投资压力大；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。

- **江河建设未来回款情况需密切关注。**2024 年，公司将持有的德龙镍业下属子公司的债权及子公司响水县灌宏供应链有限公司（以下简称“灌宏供应链”）转让给江河建设（实际控制人为响水县财政局），交易对价分别为 7.55 亿元和 1.13 亿元。同时将对德龙镍业的其他应收款债权以 1.67 亿元转让给江河建设。2024 年，上述资产转让形成 10.34 亿元其他应收款，同时江河建设有一定规模回款。截至 2024 年底，公司其他应收款中应收江河建设 9.01 亿元，江河建设未来回款主要依赖德龙镍业重整情况及其自身经营恢复情况。考虑到目前德龙镍业破产重整的方案尚未确定，上述资金回收情况有待密切关注。
- **公司 2025 年面临一定的债务集中兑付压力。**截至 2024 年底，公司短期债务 16.54 亿元，现金短期债务比为 0.24 倍，公司 2025 年面临一定的债务集中兑付压力。
- **公司因借款和代偿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借款和代偿纠纷产生的涉诉金额合计 1.93 亿元，截至 2024 年底公司股东合并口径已收到相关补偿款仍仅为 1.05 亿元，较 2023 年底无变化，剩余款项未来追回可能性较低。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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				
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	2
		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				+5
评级结果				AA

个体信用状况变动说明：由于联合资信评级方法和模型进行统一调整，公司指示评级结果由上次评级的bbb变动为bbb⁺；无个体调整因素；故公司的个体信用等级由bbb变动为bbb⁺。

外部支持变动说明：公司实际控制人具有很强的综合实力，在政府补助等方面持续给予公司有力的外部支持。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

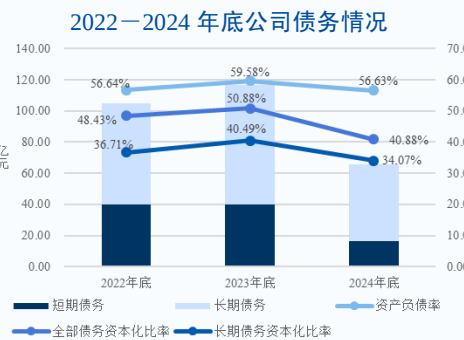
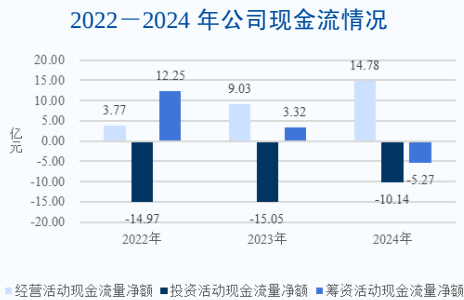
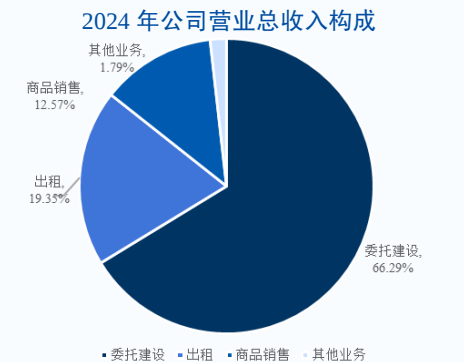
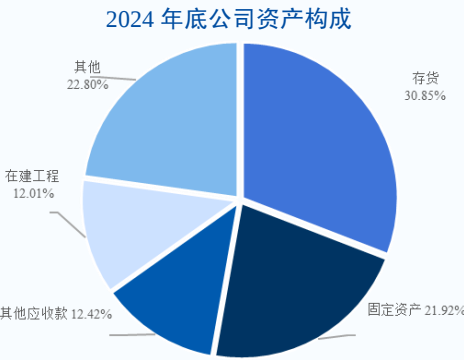
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
现金类资产（亿元）	17.91	15.17	3.91
资产总额（亿元）	257.60	278.42	218.37
所有者权益（亿元）	111.71	112.55	94.71
短期债务（亿元）	40.13	40.03	16.54
长期债务（亿元）	64.79	76.56	48.95
全部债务（亿元）	104.92	116.59	65.49
营业总收入（亿元）	20.94	15.11	10.69
利润总额（亿元）	1.50	0.80	0.93
EBITDA（亿元）	5.05	5.02	4.24
经营性净现金流（亿元）	3.77	9.03	14.78
营业利润率（%）	7.89	5.61	8.62
净资产收益率（%）	1.09	0.75	1.00
资产负债率（%）	56.64	59.58	56.63
全部债务资本化比率（%）	48.43	50.88	40.88
流动比率（%）	160.47	149.54	147.35
经营现金流动负债比（%）	4.65	10.12	19.78
现金短期债务比（倍）	0.45	0.38	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	0.47	0.51	0.61
全部债务/EBITDA（倍）	20.77	23.25	15.43
公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额（亿元）	221.68	232.80	245.07
所有者权益（亿元）	75.48	76.72	78.41
全部债务（亿元）	40.52	44.77	39.04
营业总收入（亿元）	10.20	8.79	7.97
利润总额（亿元）	0.86	1.22	1.99
资产负债率（%）	65.95	67.05	68.00
全部债务资本化比率（%）	34.93	36.85	33.24
流动比率（%）	141.99	134.26	123.14
经营现金流动负债比（%）	10.78	11.50	11.81

注：1.2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末（间）数，非追溯调整数据；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，均指人民币

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



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	7.20 亿元	2028/11/29	附本金分期偿还条款，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	2024/06/23	喻宙宏 李桂梅 邵泽芸	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：刘卓雅 liuzy@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 2024 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 2024 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 2024 年底，公司合并资产总额 218.37 亿元，所有者权益 94.71 亿元（含少数股东权益 0.00 亿元）；2024 年，公司实现营业收入 10.69 亿元，利润总额 0.93 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 2024 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。跟踪期内，公司已按期支付“21 灌江债/21 灌江债”分期本金及利息，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	7.20	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

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 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。2024 年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025 年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见《[2025 年城市基础设施建设行业分析](#)》。

2 区域环境分析

响水县隶属于江苏省盐城市。2024 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，经济和财政实力较强，财政收入质量一般，财政自给能力仍弱，政府债务负担较重。整体看，公司外部经营环境良好。

响水县是江苏省盐城市所辖县之一，位于长江三角州北部地区，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	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	500.61	514.88
GDP 增速（%）	5.1	3.3
固定资产投资增速（%）	8.4	/
三产结构	13.1:45.6:41.3	13.6:42.0:44.4
人均 GDP（万元）	10.95	11.30

注：“/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《响水县 2024 年国民经济和社会发展统计公报》披露数据，2024 年，响水县地区生产总值同比有所增长。其中，第一产业增加值 69.85 亿元，比上年增长 3.8%；第二产业增加值 216.51 亿元，比上年增长 1.4%；第三产业增加值 228.52 亿元，比上年增长 5.1%。同期，响水县完成房地产开发投资 7.92 亿元，比上年下降 33.4%，其中住宅投资 6.41 亿元，比上年下降 40.0%。房屋施工面积 130.3 万平方米，比上年增长 36.7%，其中住宅 103.4 万平方米，比上年增长 41.8%。商品房销售面积 27.55 万平方米，比上年增长 14.5%，其中住宅销售面积 23.72 万平方米，比上年增长 11.3%，商品房销售额 17.7 亿元，比上年增长 3.5%，其中住宅销售额 15.98 亿元，比上年增长 3.2%。

图表 3 • 响水县主要财力指标

项目	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	27.26	28.18

一般公共预算收入增速（%）	7.50	3.4
税收收入（亿元）	22.00	19.03
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	80.70	67.53
一般公共预算支出（亿元）	74.24	70.78
财政自给率（%）	36.71	39.81
政府性基金收入（亿元）	52.71	31.16
地方政府债务余额（亿元）	113.44	127.90

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《关于响水县 2024 年预算执行情况和 2025 年预算（草案）的报告》，2024 年，响水县一般公共预算收入质量一般，财政自给能力弱。2024 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大幅下降。

截至 2024 年底，响水县地方政府债务余额为 127.90 亿元，其中，一般债务 40.05 亿元，专项债务 87.85 亿元，地方政府债务负担较重。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

截至 2024 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	348.71	153.43	16.16	2.17	56.00
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	218.37	94.71	10.69	0.93	56.63
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	369.13	206.19	14.29	1.44	44.14
响水城市资产投资控股集团有限公司	响水县国资办	响水县城区范围内的基础设施建设，但与灌江控股业务区域无交叉	216.95	84.36	9.94	1.24	61.12

注：上表中所列数据为 2024 年/2024 年年底数据

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 2025 年 4 月 24 日，公司本部无未结清或已结清的關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。

¹ 2024 年变更为现股东。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部有其他严重失信行为、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。

（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）重大事项

跟踪期内，公司将持有的对德龙镍业相关的债权投资、应收账款债权，以及公司商品贸易运营主体，转让给响水县江河建设有限公司（以下简称“江河建设”），公司商品销售业务持续性弱，本次交易规模较大，需密切关注款项回收情况。

江苏德龙镍业有限公司（以下简称“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。根据响水县人民法院于 2024 年 7 月 24 日公布的《江苏省响水县人民法院关于响水恒生不锈钢铸造有限公司、响水巨合金属制品有限公司、响水德丰金属材料有限公司、江苏德龙镍业有限公司破产重整管理人预选任公告》，响水恒生不锈钢铸造有限公司、响水巨合金属制品有限公司、响水德丰金属材料有限公司、德龙镍业破产重整四案已立案审查。德龙镍业子公司为灌江新城公司商品贸易业务主要销售对象及出租业务生产线承租方。截至 2023 年底，公司对德龙镍业下属子公司债权投资合计 7.55 亿元、应收账款前五大中应收德龙镍业下属子公司的款项合计 4.06 亿元。2024 年，公司将持有的德龙镍业下属子公司的债权、子公司响水县灌宏供应链有限公司（以下简称“灌宏供应链”）转让给响水县江河建设有限公司（以下简称“江河建设”，其实际控制人为响水县财政局），交易对价分别为 7.55 亿元和 1.13 亿元。同时将对德龙镍业的其他应收款债权以 1.67 亿元转让给江河建设。2024 年，上述资产转让形成 10.34 亿元其他应收款，同时江河建设有一定规模回款。截至 2024 年底，公司其他应收款中应收江河建设 9.01 亿元，江河建设未来回款主要依赖德龙镍业重整情况及其自身经营恢复情况。考虑到目前德龙镍业破产重整的方案尚未确定，上述资金回收情况有待密切关注。

灌宏供应链是公司商品销售业务运营主体，主要从事镍铁和不锈钢卷板等商品的贸易业务，主要销售对象主要为德龙镍业的子公司。截至 2024 年底，灌宏供应链资产总额为 27.76 亿元，所有者权益为 1.13 亿元，收入为 2.97 亿元，利润总额 0.69 亿元。本次转让后，公司商品销售业务持续性弱。

（四）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司商品销售收入和房屋销售收入大幅下降，营业总收入规模有所下降，业务结构有所变化，但收入仍主要来自委托建设和出租，综合毛利率有所上升。

跟踪期内，公司委托建设业务收入大幅增长，而商品销售收入和房屋销售收入大幅下降，业务结构有所变化，但营业总收入仍主要来自委托建设和出租业务。2024 年，公司营业总收入同比下降 29.29%。同期，公司委托建设业务毛利率保持稳定，由于毛利率相对较高的委托建设业务收入占比上升以及毛利率相对较低的商品销售业务和房屋销售业务收入大幅下降，公司综合毛利率有所上升。

图表 5 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
委托建设	4.96	32.79	19.23	7.08	66.29	19.23
出租	3.69	24.44	0.63	2.07	19.35	-4.71
商品销售	3.33	22.06	0.71	1.34	12.57	0.51
房屋销售	2.96	19.60	6.25	--	--	--
其他	0.17	1.11	-36.02	0.19	1.79	35.58
合计	15.11	100.00	7.44	10.69	100.00	12.54

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

(1) 委托建设

跟踪期内，公司委托建设业务模式未发生变化，收入规模同比大幅增长，业务回款质量尚可；截至 2024 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，需关注业务未来持续性及未来结算回款情况。

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 30.00%（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。2024 年，公司确认委托代建收入同比增长 42.96%，主要系当年结算进度波动所致；毛利率同比维持稳定。同期，公司收到委托建设业务回款 5.20 亿元，回款质量尚可。

截至 2024 年底，公司主要已完工和在建委托建设项目预计总投资额 70.67 亿元，尚需投资 11.23 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，需关注业务未来持续性及未来结算回款情况。

图表 1 • 截至 2024 年底公司主要已完工和在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划建设周期	项目状态	计划总投资	已完成投资	计划投资	
					2025 年	2026 年
金港家园农民集中居住区	2017~2022 年	已完工未结转	5.00	4.47	--	--
响水镇五河等村国土空间全域综合整治项目	2021~2025 年	在建	5.65	1.34	4.31	--
响水县灌江双园商业文化艺术街项目	2021~2025 年	在建	20.55	20.15	0.40	--
响水县灌江城东娱乐商业中心项目	2021~2025 年	在建	12.83	9.13	3.70	--
响水县水花园建设项目	2022~2025 年	在建	15.43	16.41	1.87	--
响水县通榆河河道综合治理项目	2022~2025 年	在建	6.35	5.79	0.56	--
响水县国家农业科技园丰华家园示范区建设项目	2022~2025 年	在建	3.86	3.57	0.29	--
响水县后街片区城市更新项目	2022~2025 年	在建	1.00	1.00	0.10	--
合计	--	--	70.67	61.86	11.23	--

注：1. 计划建设周期包含主体工程及配套工程建设周期；2. 部分项目存在超概现象，主要系拆迁成本超支以及资本化利息增加所致；3. “--”代表数据无意义
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(2) 房屋销售业务

2024 年，公司房屋销售业务未确认收入，自建保障房项目已基本销售完毕；外购商品房项目销售已接近尾声；随着公司划出子公司，公司在建房地产项目华浦学府安置小区已出表，无在建及拟建房地产项目，业务持续性弱。

2023 年，公司房屋销售业务收入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。2024 年，公司未确认房屋销售业务收入，当期收到回款 3.11 亿元，系 2023 年度的应收账款回款。截至 2024 年底，公司珠江路棚改项目已基本销售完全，外购商品房项目销售已接近尾声。

跟踪期内，公司无新增外购商品房项目。2024 年，未实现相关销售收入。

图表 2 • 截至 2024 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	0.00	0.00
帝逸国际商品房	外购	--	2.40	0.66	0.48
合计	--	--	32.07	0.66	0.48

资料来源：公司提供

2024 年，公司划出子公司江苏春灌建设工程有限公司，在建房地产项目华浦学府安置小区已出表，无在建及拟建房地产项目，未来业务持续性弱。

(3) 商品销售业务

2024 年，公司缩减贸易业务并转让子公司，商品销售收入同比大幅下降，未来将不再参与不锈钢相关的贸易业务，但需关注转让子公司交易对价回款情况。

公司商品销售业务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，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。公司销售对象主要为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”）。截至 2023 年底，公司应收德丰金属商品销售款项 2.17 亿元。2024 年 12 月，公司将子公司灌宏供应链转让至江河建设，交易对价为 1.13 亿元，转让后记入“其他应收款”。

2024 年，公司商品销售业务收入大幅下降，主要系转让子公司灌宏供应链以及缩减业务规模影响，业务毛利率仍保持较低水平。同期，公司采购产品和销售产品为不锈钢钢坯，下游主要客户由 2023 年的德丰金属变更为响水县正创贸易有限公司（响水县下辖镇的国有企业）和响水县佳景贸易有限公司（响水县下辖镇的国有企业）。随着灌宏供应链的出表，公司未来将不再参与不锈钢制品相关的贸易业务。

图表 8 • 2024 年公司商品销售业务供应商及客户情况

供应商	采购产品	采购金额（万元）	占比（%）
天津津路钢铁实业有限公司	不锈钢钢坯	12511.47	100.00
客户	销售产品	收入（万元）	占比（%）
响水县正创贸易有限公司	不锈钢钢坯	9828.52	78.14
响水县佳景贸易有限公司	不锈钢钢坯	1864.89	14.83
德丰金属	不锈钢钢坯	885.01	7.04
合计	--	12578.41	100.00

资料来源：公司提供

(4) 出租业务

2024 年，受转让生产线影响，公司出租业务收入同比大幅下降，毛利率由正转负。截至 2024 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。

2023 年，公司租金收入主要来自于不锈钢生产线（灌宏供应链资产），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。2024 年，公司将不锈钢生产线随同灌宏供应链一同转让至江河建设，公司生产线出租收入下降至零，租金收入主要来自研学基地、污水管网、农业大棚等。

2020 年 12 月，公司子公司响水县灌江文体产业发展有限公司与响水县灌江高级中学签署响水县灌江研学实践基地租赁合同，租赁期限约 10 年；2020 年 4 月，公司与响水县水务局签署固定资产租赁合同，租赁期 20 年，每年结算租赁费；2022 年 2 月，新禾科技与响水县新城农业生态旅游发展有限公司签署固定资产租赁合同，将位于各乡镇的农业大棚出租予响水县新城农业生态旅游发展有限公司，租赁期限 3 年，每年结算租赁费。

2024 年，公司出租业务收入同比下降 44.02%，业务毛利率由正转负，主要系减少生产线出租业务所致。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 9 • 公司出租收入情况（单位：亿元）

资产名称	2022 年	2023 年	2024 年
生产线	1.30	1.29	--
研学基地	0.36	0.36	0.36

污水管网	0.12	0.67	0.67
名门春天、帝逸国际等	0.18	0.20	0.21
农业大棚	0.44	0.44	0.44
土地转租	--	0.73	0.37
其他	0.18	0.02	0.02
合计	2.58	3.71	2.07

注：“--”表示未实现收入
 资料来源：公司提供

公司还进行相关产业配套设施投资建设，建成后主要通过设施租售等运营方式进行资金平衡。截至 2024 年底，公司主要在建的自建项目尚需投资 20.93 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。

图表 10 • 截至 2024 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—2025 年	14.07	18.77	0.30	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—2026 年	12.00	9.07	2.93	厂房出租、办公楼出租
响水县灌江研学实践基地项目	2021—2025 年	20.37	26.23	0.30	出租
响水县电商创意产业园及邻里中心建设项目	2024—2025 年	5.00	3.26	1.74	出租
响水县城启人居环境综合治理工程（一期）	2024—2026 年	10.00	0.30	9.70	出租
响水县城西邻里中心建设工程	2024—2025 年	6.50	0.53	5.96	出租
合 计	--	67.94	58.16	20.93	--

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

2024 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，毛利率由负转正。

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。2024 年，公司农业种植收入为 0.19 亿元，较 2023 年有所增长，毛利率由负转正。

2 未来发展

公司未来将继续推进响水县的基础设施业务，在发展主责主业的同时拓展经营性业务，依托于租赁等产业增加新的收入和利润增长点。

（五）财务方面

公司提供了 2024 年合并财务报告，中喜会计师事务所（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。

2024 年，公司合并范围内处置 3 家子公司、划出 5 家子公司，同时划入 10 家子公司、设立 1 家子公司。截至 2024 年底，公司纳入合并范围的一级子公司共 17 家。公司无重大会计政策变更。总体看，跟踪期内，公司合并范围内变动子公司数量较多，整体规模较大，对固定资产、在建工程等科目影响较大，当期会计政策和会计估计无重大变化，财务数据可比性一般。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至 2024 年底，受子公司划出及处置子公司影响，公司资产规模较上年底有所下降，资产中存货和应收类款项占比较高，对资金仍形成较大占用，且资产受限比例较高；公司与德龙镍业及其下属子公司业务往来资金转为对江河建设的往来款，合计规模

较大，未来回收情况需持续关注。整体看，公司资产流动性仍弱，资产质量仍一般。

截至 2024 年底，公司合并资产总额较上年底下降 21.57%，主要系子公司划出以及处置子公司所致，资产结构较上年底变化较小。

图表 11 • 公司资产主要构成情况

科目	2023 年末		2024 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	133.56	47.97	110.09	50.41
货币资金	15.14	5.44	3.88	1.78
应收账款	13.66	4.91	8.57	3.92
其他应收款	28.70	10.31	27.13	12.42
存货	72.34	25.98	67.37	30.85
非流动资产	144.86	52.03	108.29	49.59
债权投资	7.55	2.71	0.00	0.00
其他权益工具投资	13.47	4.84	13.47	6.17
投资性房地产	13.89	4.99	13.49	6.18
固定资产	51.65	18.55	47.86	21.92
在建工程	46.32	16.64	26.22	12.01
资产总额	278.42	100.00	218.37	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 2024 年底，流动资产较上年底下降 17.57%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货构成。截至 2024 年底，公司货币资金较上年底下降 74.37%，其中 2.76 亿元受限，主要为存单质押。公司应收账款较上年底下降 37.29%，主要系住建局回款以及子公司灌宏供应链划出所致，应收账款主要为应收响水县财政局的基础设施建设项目款；账龄均为 1 年以内，按风险组合计提坏账准备 1.60 万元；应收账款前五大欠款方占比 99.94%，集中度很高。公司其他应收款较上年底下降 5.46%，主要系与响水县美丽乡村建设有限公司的往来款减少所致；其中，账龄 1 年以内、1~2 年、2~3 年和 3 年以上的分别占期末账面余额的 49.39%、5.95%、13.33%和 31.33%，整体账龄适中，累计计提坏账准备 0.43 亿元；其他应收款前五大欠款方余额占比合计 92.58%，集中度很高，主要为对江河建设及响水县国有企业往来款和应收政府部门土地保证金。公司存货较上年底下降 6.87%，主要系子公司划出导致的开发成本和土地开发成本下降所致，其中开发成本 62.41 亿元、消耗性生物资产 4.89 亿元，未计提跌价准备。

图表 12 • 公司 2024 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	7.44	1 年以内	86.85
响水经济开发区今越污水处理有限公司	0.60	1 年以内	7.00
响水县灌江高级中学	0.24	1 年以内	2.82
响水县通榆河小学	0.15	1 年以内	1.73
响水县水务局	0.13	1 年以内	1.54
合计	8.56	--	99.94

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 13 • 公司 2024 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（%）
江河建设	往来款	9.01	1 年以内	32.68
响水县南汇工业园投资开发有限公司	往来款	7.58	3~4 年	27.51
响水县响投贸易有限公司	往来款	4.83	1 年以内	17.52

响水县自然资源和规划局	保证金	2.81	1 年以内	10.20
响水县灌响贸易有限公司	往来款	1.29	1 年以内	4.67
合计	--	25.52	--	92.58

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 2024 年底，公司非流动资产较上年底下降 25.25%，主要由其他权益工具投资、投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。截至 2024 年底，公司债权投资下降至零，主要系公司将对德龙镍业子公司（江苏成冶机械制造有限公司、响水成鹏再生资源有限公司和盐城龙泰不锈钢管有限公司）的投资转让给江河建设所致。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（政府划拨股权）。公司投资性房地产较上年底下降 2.88%，主要系折旧摊销所致，其中房屋建筑物 8.21 亿元、土地使用权 5.28 亿元。公司固定资产较上年底下降 7.33%，主要系子公司划出以及响水县灌江研学实践基地项目由在建工程科目转入共同影响所致，其中房屋建筑物 36.31 亿元、机器设备 11.53 亿元。公司在建工程较上年底下降 43.39%，主要系部分项目转入固定资产以及子公司划出所致。

截至 2024 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 14 • 截至 2024 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	2.76	1.26	质押借款或银票
存货	38.20	17.49	借款抵押
投资性房地产	11.18	5.12	借款抵押
固定资产	23.88	10.94	借款抵押
在建工程	4.24	1.94	借款抵押
合计	80.26	36.75	合计

资料来源：公司提供

（2）资本结构

① 所有者权益

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底有所下降，主要系子公司划出所致；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 2024 年底，公司所有者权益较上年底下降 15.84%，主要系子公司划出所致。其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占 21.12%、62.50%和 14.65%。所有者权益结构稳定性较强。

截至 2024 年底，公司实收资本较上年底无变化。公司资本公积较上年底下降 18.39 亿元，主要系划出子公司及划入子公司共同影响所致。2024 年，根据响水县国有资产管理委员会办公室的批准，江苏春灌建设工程有限公司、响水县灌江新禾科技发展有限公司、响水县灌江生态农业旅游发展有限公司、响水县古黄河旅游发展有限公司、响水县响之味农业发展有限公司 100%股权被无偿划出公司；同时划拨给公司响水县惠诚资产经营有限公司、响水县惠茂农业发展有限公司、响水县惠众资产经营有限公司等 10 家子公司。公司未分配利润较上年底增长 5.70%，主要系利润积累所致。

图表 15 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末		2024 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	20.00	17.77	20.00	21.12
资本公积	77.59	68.94	59.20	62.50
未分配利润	13.13	11.67	13.88	14.65
归属于母公司所有者权益合计	112.16	99.65	94.71	100.00
少数股东权益	0.39	0.35	0.00	0.00
所有者权益合计	112.55	100.00	94.71	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 2024 年底，公司全部债务较上年底大幅下降，债务负担较上年底有所减轻，债务结构仍以长期债务为主；银行借款融资占比高，融资结构适宜；公司 2025 年面临一定的集中兑付压力。

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底下降 25.45%，主要系短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和其他非流动负债下降所致，负债仍以流动负债为主。

图表 16 • 公司负债主要构成情况

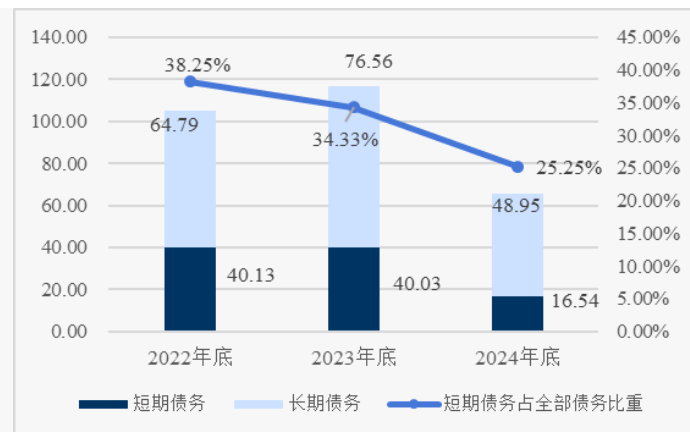
科目	2023 年末		2024 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	89.31	53.84	74.71	60.42
短期借款	12.47	7.52	5.21	4.21
应付票据	3.85	2.32	1.86	1.50
其他应付款	46.98	28.32	54.94	44.43
一年内到期的非流动负债	17.55	10.58	9.47	7.66
其他流动负债	6.17	3.72	0.00	0.00
非流动负债	76.56	46.16	48.95	39.58
长期借款	47.63	28.72	38.58	31.20
应付债券	6.84	4.12	5.15	4.17
长期应付款	9.81	5.92	1.46	1.18
其他非流动负债	12.27	7.40	3.76	3.04
负债总额	165.87	100.00	123.66	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2024 年底，公司经营性债务主要包括其他应付款。其他应付款较上年底增长 16.94%，主要系往来款增长所致，其中应付响水县新城设备有限公司 4.05 亿元、响水县新惠农业有限公司 3.65 亿元、响水县新城农业生态旅游发展有限公司 1.80 亿元、响水县文韬拆迁工程有限公司 1.30 亿元。

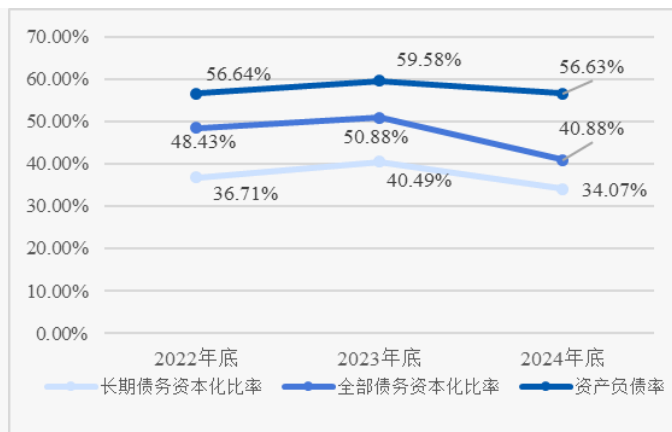
有息债务方面，本报告合并口径将其他流动负债中的付息项纳入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债纳入长期债务核算。截至 2024 年底，公司全部债务较上年底下降 43.83%，主要系部分子公司股权划出所致，债务结构仍以长期债务为主；全部债务主要来自银行借款，债券和非标融资占比较低。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别下降 2.95 个百分点、下降 10.00 个百分点和下降 6.41 个百分点。整体看，公司债务负担有所减轻。

图表 17 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 18 • 公司债务杠杆水平



资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

从债务期限分布看，截至 2024 年底，公司 2025 年到期债务为 16.54 亿元，存在一定的集中兑付压力。

（3）盈利能力

2024 年，公司营业总收入有所上升，期间费用对利润总额侵蚀程度有所增加，政府补助及债权投资收益等非经常性损益对公司利润总额贡献度很高，公司整体盈利指标表现仍一般。

2024 年，公司营业总收入同比下降 29.29%，营业成本同比下降 33.19%，主要系商品销售收入和房屋销售收入大幅下降所致；营业利润率为 8.62%，同比提高 3.01 个百分点。

从期间费用看，2024 年，公司期间费用同比增长 12.22%，期间费用仍以管理费用和财务费用为主，期间费用率为 18.90%，同比提高 6.99 个百分点。公司期间费用对利润总额侵蚀程度有所增加。

非经常性损益方面，2024 年，公司实现投资收益 0.83 亿元，主要为债权投资在持有期间取得的利息收入；其他收益 1.42 亿元，全部为政府补助。跟踪期内，非经常性损益对公司利润总额贡献度很高。

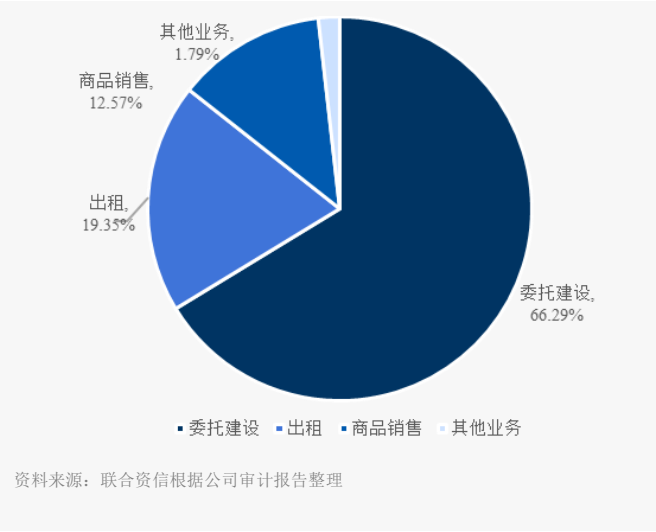
2024 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别同比分别提高 0.43 个百分点和提高 0.25 个百分点。公司整体盈利指标表现一般。

图表 19 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年
营业总收入	15.11	10.69
营业成本	13.99	9.35
期间费用	1.80	2.02
投资收益	0.76	0.83
其他收益	1.18	1.42
利润总额	0.80	0.93
营业利润率（%）	5.61	8.62
总资本收益率（%）	0.79	1.22
净资产收益率（%）	0.75	1.00

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 • 2024 年公司营业总收入构成



（4）现金流

2024 年，公司收入实现质量有所下降，经营活动现金净流入规模增长；公司投资活动现金流净流出规模下降；受筹资活动力度下降和偿还债务支出减少影响，公司筹资活动现金流入和筹资活动现金流出同比均大幅下降，公司筹资活动现金流由净流入转为净流出。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 21 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2023 年	2024 年
经营活动现金流入小计	29.35	37.79
经营活动现金流出小计	20.31	23.02
经营活动现金流量净额	9.03	14.78
投资活动现金流入小计	0.03	9.38
投资活动现金流出小计	15.08	19.51
投资活动现金流量净额	-15.05	-10.14
筹资活动前现金流量净额	-6.02	4.64
筹资活动现金流入小计	71.01	37.47
筹资活动现金流出小计	67.69	42.73
筹资活动现金流量净额	3.32	-5.27
现金收入比（%）	103.53	74.20

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，2024 年，公司经营活动现金流入同比增长 28.78%，主要系往来款流入规模大幅增长导致的收到其他与经营活动有关的现金大幅增长所致；经营活动现金流出同比增长 13.32%，主要系往来款流出规模增长导致的支付其他与经营活动有关的现金增长所致。公司经营活动现金流净流入规模大幅增长。2024 年，公司现金收入比同比下降 29.33 个百分点，收入实现质量有所下滑。

从投资活动来看，2024 年，公司投资活动现金流入同比增长 9.35 亿元，其中收回投资收到的现金大幅增长；投资活动现金流出同比增长 29.40%，其中支付其他与投资活动有关的现金新增 9.96 亿元。2024 年，公司投资活动现金净流出规模大幅下降。

2024 年，受公司往来款净流入增加影响，公司筹资活动前现金流量净额由负转正。从筹资活动来看，2024 年，公司筹资活动力度和偿还债务支出均大幅下降，筹资活动现金流入和筹资活动现金流出同比均大幅下降，公司筹资活动现金流由净流入转为净流出。

2 偿债指标变化

公司短期和长期偿债指标表现均一般；存在一定或有负债风险，间接融资渠道有待拓宽。

图表 22 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	149.54	147.35
	速动比率（%）	68.55	57.18
	现金短期债务比（倍）	0.38	0.24
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	5.02	4.24
	全部债务/EBITDA（倍）	23.25	15.43
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.51	0.61

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 2024 年底，公司流动比率与速动比率较上年底均小幅下降，流动资产对流动负债的保障程度仍较强。同期末，公司现金短期债务比有所下降，现金类资产对短期债务的保障程度仍一般。整体看，公司短期偿债指标表现仍一般。

从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 和全部债务/EBITDA 均有所下降，EBITDA 利息倍数有所上升，EBITDA 对利息的覆盖程度一般，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债指标表现一般。

截至 2024 年底，公司对外担保余额为 13.65 亿元，担保比率为 14.41%，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 23 • 截至 2024 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保企业	担保余额
响水县交通投资有限责任公司	4.10
响水县兴海新能源有限公司	2.55
响水县惠众水务发展有限公司	1.90
响水县新城设备有限公司	1.39
响水吉智城市更新有限公司	1.11
响水县新港建设发展有限公司	0.91
江苏兴海控股集团有限公司	0.29
响水开腾贸易有限公司	0.05
响水县佳景贸易有限公司	0.05
正创贸易	0.05
响水县德瑞新材料有限公司	0.77
响水县灌宏供应链有限公司	0.49
合计	13.65

资料来源：公司提供

公司涉诉待追回款项方面，公司曾向江苏华控大和实业有限公司（以下简称“大和实业”）出借多笔款项并于 2019 年代江苏华控大和实业有限公司（以下简称“大和实业”）偿还多笔借款本金，对于已发生的代偿和借款，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 1.93 亿元，截至 2024 年底灌江控股合并口径已收到相关补偿款仍仅为 1.05 亿元，较 2023 年底无变化，剩余款项未来收回可能性较低。

未决诉讼方面，截至 2024 年底，联合资信未发现公司存在其他重大未决诉讼。

截至 2024 年底，公司获得的银行授信额度为 28.92 亿元，已使用额度为 28.92 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

3 公司本部主要变化情况

公司业务主要由公司本部承担，资产、负债和所有者权益主要来自公司本部，公司本部债务结构和债务负担与合并口径差异不大。

（六）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 2024 年底，灌江控股合并资产总额 348.71 亿元，所有者权益 153.43 亿元；2024 年，灌江控股实现营业总收入 16.16 亿元，利润总额 2.17 亿元。

公司实际控制人系响水县国资办。2024 年，响水县地区生产总值和一般公共预算收入均有所增长，税收占比一般。截至 2024 年底，响水县政府债务余额为 127.90 亿元，政府债务负担较重。整体看，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，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

2024 年，公司收到响水县地方政府及政府部门拨付的政府补助 1.42 亿元，计入“其他收益”。

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 7.20 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。

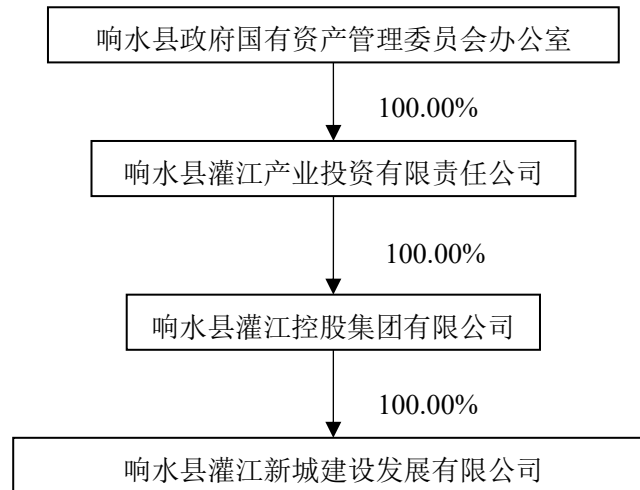
湖北担保集团注册资本 75.00 亿元，与湖北省内所有中资银行建立了合作关系，并作为湖北省再担保体系核心单位与湖北省内近 30 家担保机构建立了再担保合作关系，是湖北省内规模最大、综合实力最强的省级国有融资担保平台，在湖北省担保体系中居于核心和龙头地位。截至 2024 年底，湖北担保集团合并资产总额 215.80 亿元，所有者权益 162.87 亿元；2024 年，湖北担保集团实现营业总收入 16.88 亿元，利润总额 11.35 亿元。

基于对湖北担保经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定湖北担保个体信用等级为 **aaa**，湖北担保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

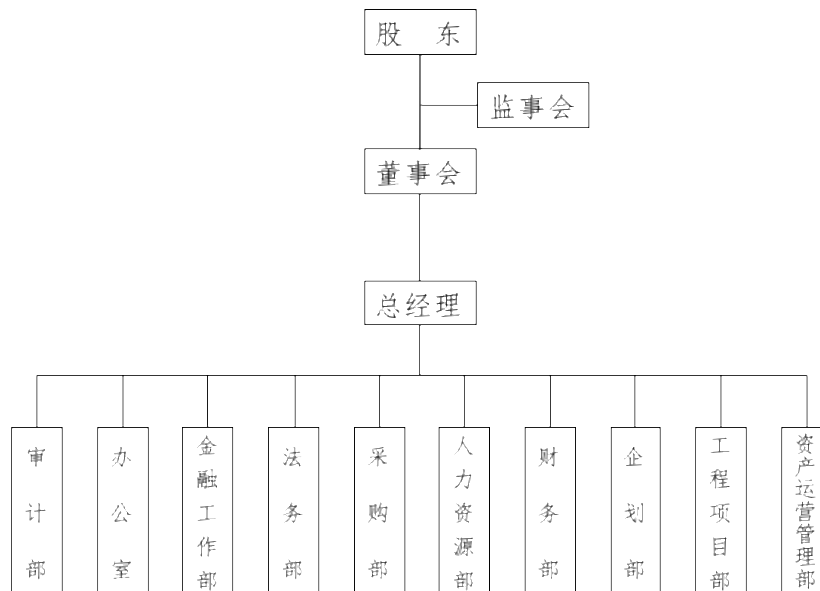
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 **AA**，维持“21 灌江债/21 灌江债”信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司合并口径主要一级子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	主营业务	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
响水县灌江文体产业发展有限公司	各类工程建设活动；房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包一般项目；从事语言能力、艺术、体育、科技、研学等培训的营利性民办培训机构（除面向中小学生开展的学科类、语言类文化教育培 训）；组织体育表演活动；体育保障组织；会议及展览服务；组织文化艺术交流活动；体育竞赛组 织；体育健康服务；信息咨询服务。	100.00	—	设立
响水县瑞居物业服务有限公司	物业管理(凭资质证书经营)；房地产营销策划；房屋租赁；房地产经纪服务；财务信息咨询服务；并购重组信息咨询服务；工程监理、工程造价、工程审计咨询服务；工程材料信息咨询服务	100.00	—	设立
响水县云梯故道客栈有限公司	住宿服务；餐饮服务；食品销售；酒类经营一般项目；餐饮管理；企业管理；会议及展览服务；业务培训（不含教育培训、职业技能培训等需取得许可 的培训）；日用百货销售。	100.00	—	设立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	17.91	15.17	3.91
应收账款（亿元）	13.56	13.66	8.57
其他应收款（亿元）	28.34	28.70	27.13
存货（亿元）	63.42	72.34	67.37
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00
固定资产（亿元）	34.89	51.65	47.86
在建工程（亿元）	48.19	46.32	26.22
资产总额（亿元）	257.60	278.42	218.37
实收资本（亿元）	20.00	20.00	20.00
少数股东权益（亿元）	0.39	0.39	0.00
所有者权益（亿元）	111.71	112.55	94.71
短期债务（亿元）	40.13	40.03	16.54
长期债务（亿元）	64.79	76.56	48.95
全部债务（亿元）	104.92	116.59	65.49
营业总收入（亿元）	20.94	15.11	10.69
营业成本（亿元）	19.12	13.99	9.35
其他收益（亿元）	0.01	1.18	1.42
利润总额（亿元）	1.50	0.80	0.93
EBITDA（亿元）	5.05	5.02	4.24
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	26.94	15.65	7.93
经营活动现金流入小计（亿元）	40.73	29.35	37.79
经营活动现金流量净额（亿元）	3.77	9.03	14.78
投资活动现金流量净额（亿元）	-14.97	-15.05	-10.14
筹资活动现金流量净额（亿元）	12.25	3.32	-5.27
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.29	1.11	0.96
存货周转次数（次）	0.33	0.21	0.13
总资产周转次数（次）	0.09	0.06	0.04
现金收入比（%）	128.66	103.53	74.20
营业利润率（%）	7.89	5.61	8.62
总资本收益率（%）	1.13	0.79	1.22
净资产收益率（%）	1.09	0.75	1.00
长期债务资本化比率（%）	36.71	40.49	34.07
全部债务资本化比率（%）	48.43	50.88	40.88
资产负债率（%）	56.64	59.58	56.63
流动比率（%）	160.47	149.54	147.35
速动比率（%）	82.28	68.55	57.18
经营现金流动负债比（%）	4.65	10.12	19.78
现金短期债务比（倍）	0.45	0.38	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	0.47	0.51	0.61
全部债务/EBITDA（倍）	20.77	23.25	15.43

注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末（间）数，非追溯调整数据；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：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	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	7.72	3.80	1.62
应收账款（亿元）	10.51	9.05	8.17
其他应收款（亿元）	99.99	111.97	133.58
存货（亿元）	28.95	28.16	26.49
长期股权投资（亿元）	13.75	15.29	16.70
固定资产（亿元）	19.36	30.28	28.75
在建工程（亿元）	18.21	11.13	14.28
资产总额（亿元）	221.68	232.80	245.07
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）	75.48	76.72	78.41
短期债务（亿元）	11.93	13.91	11.29
长期债务（亿元）	28.59	30.86	27.75
全部债务（亿元）	40.52	44.77	39.04
营业总收入（亿元）	10.20	8.79	7.97
营业成本（亿元）	8.68	7.62	6.78
其他收益（亿元）	0.00	0.64	1.28
利润总额（亿元）	0.86	1.22	1.99
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8.85	10.73	9.61
经营活动现金流入小计（亿元）	33.97	27.38	39.15
经营活动现金流量净额（亿元）	11.23	13.17	16.35
投资活动现金流量净额（亿元）	-9.61	-6.70	4.92
筹资活动现金流量净额（亿元）	-1.29	-7.38	-21.26
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.06	0.90	0.93
存货周转次数（次）	0.31	0.27	0.25
总资产周转次数（次）	0.05	0.04	0.03
现金收入比（%）	86.78	122.08	120.65
营业利润率（%）	13.51	10.90	12.04
总资本收益率（%）	1.59	1.63	2.31
净资产收益率（%）	1.16	1.61	2.54
长期债务资本化比率（%）	27.47	28.69	26.14
全部债务资本化比率（%）	34.93	36.85	33.24
资产负债率（%）	65.95	67.05	68.00
流动比率（%）	141.99	134.26	123.14
速动比率（%）	114.20	109.67	104.02
经营现金流动负债比（%）	10.78	11.50	11.81
现金短期债务比（倍）	0.65	0.27	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末（间）数，非追溯调整数据；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；3. “/” 表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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%
经营现金流动负债比	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