

信用评级公告

联合〔2021〕9101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及其拟发行的 2021 年响水县灌江新城建设发展有限公司公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定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，2021 年响水县灌江新城建设发展有限公司公司债券信用等级为 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：

二〇二一年十月十二日

2021年响水县灌江新城建设发展有限公司

公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA
担保方长期信用等级：AAA
本期债券信用等级：AAA
评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 9.00 亿元
本期债券期限：7 年
担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
偿还方式：按年付息，分期还本，在存续期的第 3 至 7 年末分别偿还本金的 20%
募集资金用途：募投项目建设和补充营运资金

评级时间：2021 年 10 月 12 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
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

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

评级观点

响水县灌江新城建设发展有限公司（以下简称“公司”）是响水县重要的基础设施建设主体。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其外部发展环境良好，在基础设施建设业务方面具有较强的区域专营优势，并持续获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到，公司商品贸易及出租业务面临一定风险，短期债务快速增长，未来投资压力较大和募投项目运营收益受房地产市场及宏观经济波动性因素影响较大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

本期债券的发行对公司现有债务规模和结构影响较大，公司经营活动现金流入量对本期债券本金保障能力较强。本期债券设置了本金分期偿付条款，有助于降低公司的集中偿付压力，公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金保障能力很强。

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”）对本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期债券到期偿付的安全性。

未来随着响水县经济持续发展及基础设施建设持续推进，公司经营有望保持稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况、担保方担保实力以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

- 外部发展环境良好。**2018—2020 年，响水县经济持续发展，分别实现地区生产总值 349.86 亿元、385.78 亿元和 405.74 亿元，产业结构持续优化，为公司发展提供良好的外部环境。
- 区域专营优势较强。**公司作为响水县重要的基础设施建设主体，负责响水县城东新区范围内部分基础设施建设、安置房建设和老城区改造等工作，其业务区域专营优势较强。
- 持续获得有力的外部支持。**2018—2020 年，公司在资本注入和政府补助等方面持续获得有力的外部支持。

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA
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	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
			偿债能力	2
		调整因素和理由		
外部支持				1

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

分析师:

张雪婷 登记编号 (R0150220110001)

高志杰 登记编号 (R0150220120076)

邮箱: lianhe@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)

网址: www.lhratings.com

4. **本期债券增信措施。**湖北担保集团为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 显著提升了本期债券的偿付安全性。

关注

- 商品贸易业务和出租业务面临一定风险。**公司商品销售受钢材行业波动影响, 面临一定的市场风险; 租金业务收入受承租单位经营情况影响, 面临一定的市场波动风险。
- 短期债务快速增长, 短期偿债压力有所加大。**2018—2020 年末, 公司短期债务快速增长, 年均复合增长 92.83%; 同期, 现金短期债务比等短期偿债能力指标弱化, 公司债务结构有待调整。
- 在建及拟建项目未来投资压力较大且未来收益面临一定不确定性。**2018—2020 年, 公司投资活动资金缺口持续扩大。截至 2020 年底, 公司在建及拟建项目尚需投资额 28.12 亿元, 未来存在较大的投资压力; 自建项目未来受当地产业发展影响, 未来收益面临一定不确定性。
- 募投项目运营收益受房地产市场及宏观经济波动性因素影响较大。**本期债券募投项目运营收益主要来自房屋出售及出租, 其受房地产市场及宏观经济波动性因素影响较大, 未来租售收入实现及回款情况存在不确定性。

主要财务数据:

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产 (亿元)	20.05	23.49	32.76
资产总额 (亿元)	125.12	146.24	199.17
所有者权益 (亿元)	57.51	59.29	79.95
短期债务 (亿元)	13.52	21.78	50.29
长期债务 (亿元)	30.25	30.32	31.11
全部债务 (亿元)	43.78	52.10	81.39
营业收入 (亿元)	29.02	22.72	20.96
利润总额 (亿元)	2.06	1.82	1.38
EBITDA (亿元)	3.11	3.58	3.77
经营性净现金流 (亿元)	-5.19	3.98	10.31
营业利润率 (%)	5.78	7.91	7.93
净资产收益率 (%)	3.42	3.00	1.75
资产负债率 (%)	54.04	59.46	59.86
全部债务资本化比率 (%)	43.22	46.78	50.45
流动比率 (%)	273.22	208.43	170.38
经营现金流动负债比 (%)	-13.91	7.04	11.71
现金短期债务比 (倍)	1.48	1.08	0.65
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.60	1.20	0.72
全部债务/EBITDA (倍)	14.09	14.55	21.60
公司本部 (母公司)			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额 (亿元)	140.03	155.52	169.53
所有者权益 (亿元)	56.92	58.49	62.43
全部债务 (亿元)	36.33	37.23	33.05
营业收入 (亿元)	6.10	8.63	8.65
利润总额 (亿元)	1.92	1.58	1.42
资产负债率 (%)	59.35	62.39	63.17
全部债务资本化比率 (%)	38.96	38.89	34.61
流动比率 (%)	239.66	204.90	173.73
经营现金流动负债比 (%)	-7.65	2.94	-1.45

注: 本报告合并口径已将其他应付款和其他流动负债中有息债务计入短期债务核算, 将长期应付款和其他非流动负债中有息部分计入长期债务核算

资料来源: 根据公司审计报告及公司提供资料整理

评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由响水县灌江新城建设发展有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：张书峰 高志杰

联合资信评估股份有限公司

2021 年响水县灌江新城建设发展有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

响水县灌江新城建设发展有限公司（以下简称“公司”）原名响水县东城建设发展有限公司，系经响水县人民政府（以下简称“响水县政府”）和响水县住房和城乡建设局（以下简称“响水住建局”）批准，由响水县房地产管理所于 2013 年 7 月出资设立，初始注册资本 1.00 亿元。历经多次增资及股权变更，截至 2020 年底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，公司唯一股东为响水县灌江控股集团有限公司（以下简称“灌江控股集团”）。响水县国有资产管理委员会办公室（以下简称“响水县国资办”）持有灌江控股集团 100.00% 的股权，公司实际控制人为响水县国资办。

公司经营范围：城镇化建设及相关投资建设业务；水利、水电建设及配套项目的投资、开发、建设、管理；城市基础设施、重点投资建设项目的投资、融资、运营、管理（以上范围国家有专项规定的除外）；新农村建设；安置房建设；棚户区改造；城市园林绿化建设；河湖治理及防洪设施工程施工；公路工程、桥梁工程、铁路工程、市政工程施工；站场建设；基本农田整理；土地复垦；房地产开发经营；物业管理；自有房屋出租；建材销售；农业项目开发；城乡供水；新能源电站的建设、运营；新能源技术开发、技术服务；提供电力以及相关电力能源领域的技术咨询、技术服务、技术转让。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2020 年底，公司本部内设 10 个职能部门，包括审计部、办公室、金融工作部和法务部等；公司纳入合并范围的一级子公司共 7 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 199.17 亿元，所有者权益 79.95 亿元（其中少数股东权益 0.39 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 20.96 亿元，利润总额 1.38 亿元。

公司注册地址：响水县城规划路金色家园 1 号；法定代表人：李扬。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 2021 年响水县灌江新城建设发展有限公司公司债券（以下简称“本期债券”），金额不超过 9.00 亿元，期限 7 年，采用固定利率，按年付息，在本期债券存续期的第 3~7 个计息年度末分别偿还本金的 20%。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”）对本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金不超过 9.00 亿元，其中 5.40 亿元拟用于响水县大有镇、黄圩镇等中小企业园项目（以下简称“募投项目”）建设，3.60 亿元拟用于补充公司营运资金。

表 1 本期债券募集资金投向情况（单位：亿元）

资金用途	总投资额	拟使用募集资金	募集资金占项目总投资比例（%）
响水县大有镇、黄圩镇等中小企业园项目	14.07	5.40	38.38
补充营运资金	--	3.60	--
合计	14.07	9.00	--

资料来源：公司提供

（1）项目概况

本期债券募投项目位于盐城市响水县境内，包括大有镇中小企业园、黄圩镇中小企业园、南河镇中小企业园、七套中心社区中小企业园、小尖镇中小企业园、运河镇中小企业园、张集中心社区中小企业园和双港镇中小企业园共 8 个中小企业园建设项目，项目占地面积为 841433.00 平方米（约 1262.1 亩）。募投项目建设内容包括

标准生产厂房、综合办公用房和生产辅助及其它配套用房等。募投项目拟建设标准生产厂房 203 栋，总建筑面积 694838.00 平方米；建设综合办公楼 8 栋，建筑面积 171623.00 平方米；建设生产辅助及其它配套用房建筑面积 13684.00 平方米；室外配套工程包括道路、管线、广场、景观绿化、消防设施、围墙以及室外监控系统、变配电系统等总图工程。

(2) 资金来源

本期债券募投项目总投资额 14.07 亿元，其中，建设投资为 12.83 亿元，建设期利息为 1.24 亿元。资金来源包括公司自有资金 4.57 亿元，占总投资的 32.46%；外部融资 9.50 亿元，占总投资的 67.54%，其中通过发行债券募集资金 5.40 亿元，剩余缺口部分拟通过股东借款方式筹措。

(3) 募投项目审批情况

本期债券募投项目已获得响水县相关部门审批、核准，主要审批文件如下表。

表 2 募投项目主要审批文件

审批部门	审批文件及字号
响水县发展和改革委员会	《关于响水县大有镇、黄圩镇等中小企业园项目可行性研究报告的批复》（响发改审〔2016〕148 号）
响水县发展和改革委员会	《关于响水县大有镇、黄圩镇等中小企业园项目的节能审查意见》（响发改能审〔2016〕6 号）
响水县国土资源局	《关于响水县大有镇、黄圩镇等中小企业园项目建设用地的预审意见》（响国土资预〔2016〕9 号）
响水县规划和城市管理局	《建设项目选址意见书》（选字第 XZ2016016 号、选字第 XZ2016017 号、选字第 XZ2016018 号、选字第 XZ2016019 号、选字第 XZ2016020 号、选字第 XZ2016021 号、选字第 XZ2016022 号、选字第 XZ2016023 号、选字第 XZ2016024 号、选字第 XZ2016025 号、选字第 XZ2016026 号）
响水县维护社会稳定工作领导小组办公室	《关于响水县大有镇、黄圩镇等中小企业园项目的社会稳定风险评估评审表》
响水县灌江新城建设发展有限公司	《建设项目环境影响登记表》

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

(4) 项目进度情况

根据《响水县大有镇、黄圩镇等中小企业园项目可行性研究报告》（以下简称“可研报

告”），募投项目实际开工日期为 2017 年 9 月，项目尚需建设期 2 年。受 2019 年响水县 3.21 爆炸事故和 2020 年新冠疫情影响，募投项目工期滞后。截至 2021 年 6 月底，募投项目已投入 8.26 亿元，约占预计总投资金额的 58.67%。募投项目详细投资进度及建设进度如下：

表 3 截至 2021 年 6 月底募投项目投资及建设情况

（单位：亿元）

序号	企业园	已完成投资	建设进度
1	大有镇中小企业园	0.43	主体工程施工
2	黄圩镇中小企业园	1.24	主体工程施工
3	南河镇中小企业园	1.38	阁楼排架搭建
4	七套中心社区中小企业园	0.71	阁楼排架搭建
5	小尖镇中小企业园	2.13	主体工程施工
6	运河镇中小企业园	0.77	主体工程施工
7	张集中心社区中小企业园	0.44	主体工程施工
8	双港镇中小企业园	1.16	主体工程施工
合计		8.26	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

(5) 经济效益及社会效益分析

根据可研报告，募投项目测算运营期为 5 年，运营期内预计实现收入 18.94 亿元（详见正文第九部分）。项目投资税前财务内部收益率为 11.97%，税后财务内部收益率为 7.57%，均大于基准收益率 3.00%，税后投资回收期 5.23 年（含建设期 2 年）。

募投项目中建设的响水县大有镇、黄圩镇等中小企业园是响水县重点建设的产业园，将围绕机械、纺织、电子信息、环保节能等产业，拉长产业链条、做大产业集群，提升优势产业核心竞争力；有利于创业能手和本土企业家返乡创业，同时起到示范引领、促进响水中小企业园节约集约发展的作用。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深

度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。

2021 年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29%和 6.12%，均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10%和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半年 7.2%的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 4 2016 - 2021 年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。

2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长

0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。

2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，

整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。

上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。

上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；

全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。

一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现

下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

四、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥

离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年及2019年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月，中央政治局

常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿元，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推

进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表5 2020年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县
2020年7月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020年8月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020年12月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021年4月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间,评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能,城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响,部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险,非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前,我国的基础设施建设尚不完善,城镇化率仍处于较低水平,城镇化发展面临东西部发展不平衡问题,基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间,我国将统筹推进基础设施建设,构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来,我国将进一步完善新型城镇化战略,全面实施乡村振兴战略,持续推进“两新一重”项目建设等,城投企业仍有一定发展空间,评级展望为稳定。

同时,在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下,城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化,部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险,对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济及政府财力

(1) 区域经济

2018-2020年,响水县经济持续发展,产业结构持续优化,为公司发展提供了较好的外部环境。

公司是响水县重要的基础设施建设主体,响水县经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

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,目前已建成大小码头30多座,距连云港23海里。

2018-2020年,响水县经济持续增长,分别实现地区生产总值349.86亿元、385.78亿元和405.74亿元。根据《响水县2020年国民经济和社会发展统计公报》,2020年,响水县地区生产总值405.74亿元,按可比价格增长6.10%,其中,第一产业实现增加值51.47亿元,同比增长2.30%,第二产业实现增加值182.30亿元,同比增长8.10%,第三产业实现增加值171.96亿元,同比增长4.80%,三次产业比重由2018年的12.2:49.7:38.1调整为12.7:44.9:42.4,产业结构持续优化。

2020年,响水全县实现规模以上工业总产值806.88亿元,比上年增长13.70%;同期,固定资产投资比上年增长6.50%,其中工业投资比上年增长5.40%。2020年,响水全县完成房地产开发投资28.45亿元,比上年增长47.90%,主要来自住宅投资的增长,住宅投资比上年增长49.60%。

(2) 政府财力

响水县综合财力对国有土地出让收入和上级补助收入依赖较大。2018-2020年,响水县一般公共预算收入波动下降,财政自给能力弱,整体债务负担较重。

2018-2020年,响水县地方一般公共预算收入分别为25.35亿元、22.00亿元和23.10亿元,呈波动下降趋势。其中,税收收入分别为20.54亿元、16.50亿元和17.79亿元,近三年税收占比保持在75.00%以上。2018-2020年,响水县一般公共预算支出持续增长,分别为61.54亿元、64.47亿元和70.53亿元,财政自给率分别为41.19%、34.12%和32.75%,响水县财政自给能力弱。同期,响水县收到上级转移性收入分别为24.21亿元、27.73亿元和32.13亿元。

2018-2020年,响水县政府性基金收入波

动较大，三年分别为 38.86 亿元、14.77 亿元和 45.39 亿元，主要系受国有土地出让情况波动影响所致。截至 2020 年底，响水县政府债务余额 78.47 亿元，其中，一般债务 37.71 亿元，专项债务 40.76 亿元，债务率¹77.99%，债务负担较重。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，公司股东为灌江控股集团，响水县国资办为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

响水县主要基础设施建设企业在业务职能和区域范围方面划分较为明确。公司作为响水县重要的基础设施建设主体，业务具有较强的区域专营优势。

响水县主要有 3 家基础设施建设主体，分别是江苏兴海控股集团有限公司（以下简称“兴

海控股集团”）、响水城市资产投资控股集团有限公司（以下简称“响水城投”）和灌江控股集团。

公司作为灌江控股集团的重要子公司，是其基建业务的承载主体，具体负责响水县城东新区范围内部分基础设施建设、保障房建设和老城区改造（历史存量项目），以及乡镇工业园区的开发建设等业务。兴海控股集团主要负责响水县工业经济区的开发建设，响水城投主要负责响水县城区范围内的基础设施建设，与灌江控股集团业务范围无交叉。整体看，响水县各主要平台在业务职能及区域范围方面划分较为明确，不存在明显竞争。

同时，公司下属一级子公司响水县灌宏贸易有限公司（以下简称“灌宏贸易”）和二级子公司响水县沪响供应链管理有限公司（以下简称“沪响供应链”）是灌江控股集团商品贸易业务的主要运营主体。公司营业收入占灌江控股集团营业收入的比重很高。

表6 响水县主要平台公司情况（单位：亿元）

公司名称	股东	业务职能	2020 年（底）			
			总资产	净资产	营业收入	利润总额
灌江控股集团	响水县国资办	负责乡村建设，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	311.75	140.51	23.40	1.79
响水城投	响水县国资办	负责响水县城区范围内的基础设施建设，但与灌江控股集团业务区域无交叉	171.34	71.69	12.87	1.23
响水县灌江新城建设发展有限公司	灌江控股集团	负责响水县城东新区范围内部分基础设施建设、保障房建设和老城区改造，以及乡镇工业园区的开发建设等业务	199.17	79.95	20.96	1.38
兴海控股集团	响水县国资办	负责响水县工业经济区的开发建设	76.14	57.52	10.72	2.69

资料来源：根据公开资料整理

3. 人员素质

公司高级管理人员配置有待优化；公司员工的综合文化素质尚可，基本满足公司日常经营需求。

公司高级管理人员共 2 人，包括董事长兼总经理 1 人、财务总监 1 人。

李扬先生，1987 年生，硕士研究生学历；曾就职于中远海运物流有限公司、中国邮政储蓄

银行股份有限公司和盐城市灌东经济开发投资有限公司；2018 年 4 月至今任职于公司，现任公司董事长兼总经理。

项玉珍女士，1976 年生，大专学历；曾就职于响水县小尖面粉厂、响水县和祥纺织厂、响水县署源机动车驾驶培训有限公司；2019 年 7 月至今任公司财务总监。

截至 2020 年底，公司本部在职员工合计 29

¹ 债务率=债务余额/（一般公共预算收入+基金收入+上级转移支付收入）

人。按学历划分,本科学历占 68.97%、大专学历占 17.24%、高中学历占 6.90%;按年龄划分,50 岁以上占 10.34%、30~50 岁占 55.17%、30 岁以下占 34.48%。

4. 外部支持

近年来,公司在**资本注入和政府补助等方面持续获得有力的外部支持。**

资本注入

2020 年,根据响水县国资办的批准,响水县水务局投资的管网资产被无偿划拨给公司,公司资本公积增加 2.50 亿元。同期,根据响水县国资办的批准,公司应付响水县财政局的债务 16.77 亿元转增资本公积。

政府补助

2018—2020 年,公司收到政府补助款项分别为 0.94 亿元、0.60 亿元和 0.50 亿元,计入“其他收益”科目。

5. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好,联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的《企业信用报告(自主查询版)》(统一社会信用代码:91320921072781977X),截至 2021 年 9 月 3 日,公司本部无未结清或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。

截至 2021 年 10 月 12 日,联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构符合公司经营管理特点,可满足现阶段发展需求,董监高人员均正常到位。

公司根据《公司法》及有关法律、法规的规定,建立和完善法人治理结构。

公司不设股东会,灌江控股集团作为股东行使决定公司的经营方针和投资计划,任命和更换董事、监事,审批董事会、监事的报告,审批公司年度财务预决算方案、利润分配和亏损

弥补方案和修改公司章程等职权。

公司设董事会,董事会成员 5 人。其中,股东代表董事 4 人,由股东任命产生;职工董事 1 人,由公司职工通过职工代表大会选举产生。董事每届任期 3 年,任期届满可连选连任。董事会行使向股东报告工作、执行股东的决定和决定公司的经营计划和投资方案等职权。

公司设监事会,监事会成员 5 人。其中,股东代表监事 3 人,由股东任命产生;职工监事 2 人,由公司职工通过职工代表大会选举产生。监事会设监事会主任 1 人,由全体监事过半选举产生。监事每届任期 3 年,任期届满可连选连任。监事会行使检查公司财务和对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总经理一人,由董事会聘任或者解聘,在董事会领导下开展工作,对董事会负责,严格贯彻和执行董事会决议,并按时向董事会报告决议执行情况。

2. 管理体制

公司部门设置较齐全,并已建立起适合自身特点的管理模式,管理运作情况良好。

公司本部内设 10 个职能部门,包括审计部、办公室、金融工作部和法务部等。公司依据《公司法》《公司章程》等有关法律、法规的规定,建立了比较完善的管理制度和业务流程,涵盖了财务管理、项目招标管理、内部控制管理和对外担保管理等方面。

财务管理方面,公司根据《会计法》等,制定了公司财务管理制度,对公司财务核算工作、财务管理工作、融资工作进行统一的控制和管理。

合同管理方面,公司制定合同管理制度,以规范公司合同的管理,并且规范了公司以及下属子公司合同的订立、审查、备案、签署、变更和履行等,降低了公司的合同风险。

项目招标方面,公司根据《合同法》《招标投标法》等法律法规和相关规定,制定了项目招标管理制度,对公司以及子公司项目招标进行规范,制定招标流程,明确招标的方式,对项目

招标进行管理。

内部管理方面，公司制定了管控体系管理办法，对公司及下属子公司的战略规划、经营目标、财务、资产、人力资源、投融资、绩效考核等方面进行管理，建立了权责明确、规范有序的母子公司管控体系。

对外担保管理方面，公司制定了对外担保管理制度，规定了公司可提供对外担保的对象为县属国有及国有控股企业，并规范了对外担保流程。公司财务部门负责担保合同的管理、归档，以及持续关注被担保方的财务状况和偿债能力等情况。

七、经营分析

1. 经营概况

2018-2020年，受商品销售收入下降等因素影响，公司营业收入持续下降；同时，受新增毛利率水平较高的房屋销售板块等因素带动，公司毛利率波动增长。

公司作为灌江控股集团旗下基建业务的承载主体，主要负责响水县城东新区范围内部分基础设施建设、保障房建设、老城区改造（历史存量项目）和乡镇工业园区的开发建设。2018-2020年，受商品销售业务规模持续下降影响，公司营业收入持续下降。同期，公司综合毛利率波动增长，主要系新增毛利率较高的房屋销售业务所致。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)
委托代建	6.04	20.83	21.25	5.04	22.16	21.25	5.38	25.64	19.23
房屋销售	--	--	--	3.51	15.44	12.97	3.10	14.77	11.98
商品销售	21.94	75.60	1.77	12.63	55.58	2.15	10.94	52.17	2.56
出租	1.03	3.57	7.57	1.54	6.77	13.13	1.55	7.42	5.04
其他	0.00	0.01	-823.45	0.01	0.05	-226.44	--	--	--
合计	29.02	100.00	5.97	22.72	100.00	8.68	20.96	100.00	8.41

注：其他业务主要由物业费及工程建设收入构成；2018年，公司其他业务收入21.79万元；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 委托建设业务

公司受响水县政府委托负责县域内市政基础设施建设。2018-2020年，该板块收入规模波动下降，回款效率尚可，毛利率水平整体较为稳定。除委托业务外，公司自建项目投资规模较大，未来收益面临一定不确定性。

公司委托建设业务由公司本部负责，主要职责包括办理土地征用、建设工程规划许可证等有关手续；与施工单位及建筑材料、设备供应等单位签订合同并监督实施；编制适用于各工程项目实际的资金及进度计划，报委托人批准等。公司与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、融资成本等）由公司垫付，相关费用计入

“存货”中。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。

2018-2020年，公司确认的委托建设业务收入波动下降，分别为6.04亿元、5.04亿元和5.38亿元，主要受项目投资及业主方结算进度影响；毛利率分别为21.25%、21.25%和19.23%，整体较为稳定。

公司主要委托建设项目包括盐城市响水县农村公路提档升级工程和城东片区开发项目等，资金均来自公司自筹及借款，预计总投资额32.10亿元，截至2020年底已投资29.34亿元，尚需投资2.80亿元，已累计确认收入25.62亿

元，已累计回款 21.12 亿元，回款效率尚可。拟建项目包括乡镇文化服务中心、道路改道工程

等，合计总投资 7.90 亿元，公司未来投资支出压力一般。

表 8 截至 2020 年底公司在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额	尚需投资	已确认收入	累计回款
城东片区开发项目	8.50	8.54	0.00	11.10	11.66
盐城市响水县农村公路提档升级工程	11.50	9.84	1.66	6.04	6.36
金港家园农民居住小区项目	5.00	4.20	0.80	3.10	3.10
四好公路	7.10	6.76	0.34	5.38	0.00
合计	32.10	29.34	2.80	25.62	21.12

资料来源：公司提供

表 9 截至 2020 年底公司拟建代建项目情况

（单位：亿元、年）

项目名称	总投资额	建设期间
乡镇文化服务中心	2.20	2021—2022
足球场	0.60	2021—2022
道路改道工程	5.10	2021—2023
合计	7.90	--

资料来源：公司提供

除代建项目外，公司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2020年底，公司在建的自建项目总投资39.92亿元，已投资23.18亿元，尚需投资17.42亿元，投资压力较大，且未来自建项目受当地产业发展影响，未来收益面临一定不确定性。

表 10 截至 2020 年底公司在建自建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额	尚需投资	资金筹集方式	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	14.07	8.26	5.81	自有资金+债务融资	厂房出租及出售、办公楼出租及出售
响水县助农创客中心	4.72	3.89	0.83	自有资金+债务融资	厂房出租、办公楼出租
高科产业园及邻里中心项目	10.00	0.09	9.91	自有资金+债务融资	厂房出租、商业部分出售、停车费
高新技术产业园	4.55	3.98	0.57	自有资金+债务融资	厂房出租、停车费
响水县灌江研学实践基地项目	6.58	6.96	0.30	自有资金+债务融资	与民办学校联合办学、出租
合计	39.92	23.18	17.42	--	--

注：部分项目已投资金额超过总投资规模，企业未提供调整后的总投资规模

资料来源：公司提供

（2）房产销售业务

2019—2020年，公司新增房产销售收入，主要为销售自建及外购的保障房，回款情况一般。公司存量保障房项目规模尚可，有望对公司未来收入形成一定支撑。

公司房产销售业务主要为销售自建及外购的保障房。

自建项目方面，公司本部承接了响水县珠江路棚户区改造工程，开发建设用地为划拨用地，项目总投资15.40亿元，截至2020年底已投资14.93亿元，建设资金来源为自有资金和外部融资，投入计入“存货—开发成本”或“预

付款项”，销售对象为拆迁安置户。公司与响水住建局签订《收购合同》，响水住建局对公司建设的部分保障房进行收购，公司依据合同约定的销售房产单价乘以预测交付面积确认保障房销售收入。响水住建局采取分期付款的方式付款：第一次付款自签约日起一年内支付总价款的70%；第二次付款在住宅和商铺房产网签备案及验收合格后3日内支付至总价的95%；余款约5%，根据最终房产竣工测绘后办理产权登记的面积多退少补。2019—2020年，公司分别实现销售收入2.73亿元(含税2.86亿元)和3.03亿元，累计收到回款2.86亿元。截至2020年底，响水县

珠江路棚户片区改造项目账面价值10.33亿元，计入“存货”科目。

外购方面，公司购置了帝逸国际商品房，购入价格1.10亿元，并按照安置房销售给拆迁安置户。2019—2020年，公司分别实现销售收入0.78亿元和0.07亿元，均已收到回款。截至2020年底，帝逸国际项目账面价值0.43亿元，计入“存货”科目。

（3）商品销售业务

商品销售收入为公司收入的最主要来源。其中，2018—2020年，商品销售收入规模持续下降，该板块毛利率持续增长但整体水平很低；商品销售受钢材行业波动影响，面临一定的市场风险。

公司商品销售业务包括内购内销和内购外销两类，主要由一级子公司灌宏贸易和二级子公司沪响供应链负责。

灌宏贸易主要从事不锈钢卷、镍铁、工业原盐和建材等贸易业务。灌宏贸易主要从外地采购上述原材料，供应给承接当地建设项目的施工企业等。灌宏贸易采购无固定模式，视与供应商谈判情况，选择先款后货或先货后款的方式进行，运输时由供应商将货物送至指定地点，运输费、装卸费、保险费等一切费用均由供应商承担；同时，灌宏贸易与下游客户签订协议，协议中约定下游客户款项支付时间，灌宏贸易则根据下游客户需求，将货物送至指定地点。

沪响供应链主要从事手机及相关配件的大额国际贸易业务。沪响供应链与上游主要客户采用先款后货结算方式，交货方式一般为上门自提，并无明确的账期，基本在90天左右。货物经下游公司利安国际贸易有限公司发送至东南亚及中东地区，利润主要来源于购销差价和出口退税，付款方式为电汇付款，账期一般为180天。

2018—2020年，公司确认的商品销售业务收入持续下降，分别为21.94亿元、12.63亿元和10.94亿元，为公司收入的最主要来源。其中，2019年商品销售收入大幅下降，系公司在“中美贸易战”背景下收缩海外贸易业务规模所致。

2018—2020年，公司商品销售业务毛利率持续增长但整体很低，分别为1.77%、2.15%和2.56%。由于单笔订单金额较小，公司未提供各供应商及客户销售和采购金额及占比情况。公司商品销售受钢材行业波动影响，面临一定的市场风险。

（4）出租业务

2018—2020年，公司出租业务收入实现快速增长，对公司收入形成良好补充，同时面临一定的市场波动风险。

公司出租资产主要包括名门春天人才公寓和帝逸国际商铺（反映在“投资性房地产”科目）及响水县工业经济区228国道北侧的厂房及1450mm、1550mm不锈钢轧钢生产线及设备租赁（反映在“固定资产”科目）和污水管网。

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1450mm、1550mm不锈钢轧钢生产线及设备租赁给响水县德丰金属材料有限公司（以下简称“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吨，不足3300吨时按3300吨计算租金；如租赁期满一年，德丰金属年产量未能达到150万吨，则德丰金属在支付年度最后一天租金时补足按150万吨计算产量时租金。

2018—2020年，公司分别确认出租业务收入1.03亿元、1.54亿元和1.55亿元。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。同期，出租业务毛利率分别为7.57%、13.13%和5.04%。公司租金业务收入受承租单位经营情况影响，面临一定的市场波动风险。

3. 未来发展

公司未来将进一步培育和拓展现有业务，并积极开展招商引资带动高新技术产业发展。

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；依托灌宏贸易进一步培育和

拓展贸易业务板块；重点加快项目建设，积极开展园区内招商引资工作，带动高新技术产业、智能终端产业集聚；同时，公司将投资美丽乡村建设，改善镇村面貌。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年三年连审审计报告和2020年审计报告，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。

从合并范围来看，2018年，江苏灌能新能源有限公司（以下简称“灌能公司”）因划转至灌江控股集团而不再纳入公司合并范围，响水天石珠宝有限公司和响水县昭晖企业管理有限公司因注销而不再纳入公司合并范围；2019年，公司通过股权收购将响水县裕禾投资发展有限公司纳入合并范围；2020年，公司合并范围新

增响水县灌江文体产业发展有限公司和响水县灌江农业生态旅游发展有限公司，均为投资新设。截至2020年底，公司合并范围共有7家一级子公司。上述合并范围变动子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

2018—2020年末，公司资产规模持续增长，构成以流动资产为主。公司资产中存货和应收类款项占比高，对资金占用明显，且公司货币资金受限比例高。整体看，公司资产流动性弱，资产质量一般。

2018—2020年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长26.17%。截至2020年底，公司资产总额199.17亿元，较上年底增长36.19%。其中，流动资产占75.33%，非流动资产占24.67%。公司资产以流动资产为主，非流动资产较上年底占比有所上升。

表 11 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
货币资金	18.97	15.16	22.34	15.27	31.53	15.83
应收账款	10.17	8.13	9.56	6.54	20.95	10.52
预付款项	14.01	11.19	7.00	4.79	17.01	8.54
其他应收款	28.99	23.17	41.12	28.12	48.99	24.60
存货	26.69	21.33	34.83	23.82	28.68	14.40
流动资产	102.02	81.54	117.96	80.66	150.03	75.33
固定资产	13.59	10.86	12.93	8.84	13.99	7.02
在建工程	7.88	6.30	13.77	9.41	23.57	11.83
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	10.02	5.03
非流动资产	23.10	18.46	28.28	19.34	49.14	24.67
资产总额	125.12	100.00	146.24	100.00	199.17	100.00

注：截至2019年底，公司其他非流动资产金额为29.00万元

资料来源：公司审计报告

（1）流动资产

2018—2020年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长21.27%。截至2020年底，公司流动资产合计150.03亿元，较上年底增长27.18%，主要系货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款增长所致。

截至2020年底，公司货币资金31.53亿元，

较上年底增长41.17%；从结构上看，公司货币资金主要由银行存款（26.73亿元）构成。公司货币资金中受限规模27.72亿元，主要为质押的定期存单和银行承兑汇票保证金，货币资金受限比例87.92%。

2018—2020年末，公司应收账款波动增长，年均复合增长43.54%。截至2020年底，公司应

收账款为 20.95 亿元，较上年底增长 119.04%，主要系受疫情影响当年贸易业务回款不及时所致。从集中度看，公司应收账款前五名期末余额合计 20.77 亿元，占比 98.68%，集中度很高，账龄以 1 年以内为主。公司按账龄分析法对应收账款计提坏账准备 913.02 万元。

表 12 截至 2020 年底公司应收账款余额主要情况
(单位: 亿元)

债务人名称	账面余额	账龄	占比 (%)
德丰金属	6.07	1 年以内	28.86
响水恒生不锈钢铸造有限公司	5.73	1 年以内	27.21
响水县财政局	5.65	1 年以内	26.82
响水住建局	3.18	1 年以内	15.11
合计	20.62	--	98.00

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

2018—2020 年末，公司预付款项波动增长，年均复合增长 10.20%。截至 2020 年底，公司预付款项 17.01 亿元，较上年底增长 142.83%，主要为预付响水县自然资源和规划局的土地出让金，账龄为 1 年以内，占预付款项期末余额的 99.81%，集中度很高。

2018—2020 年末，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 30.00%。截至 2020 年底，公司其他应收款 48.99 亿元，较上年底增长 19.14%。公司其他应收款主要为应收响水县财政局及区域内国有企业往来款。从集中度看，公司其他应收款前五名期末余额合计 33.10 亿元，占比 67.03%，集中度较高。公司按账龄分析法对其他应收款计提坏账准备 0.39 亿元。

表 13 截至 2020 年底公司其他应收账款余额主要情况
(单位: 亿元)

债务人名称	账面余额	账龄	占比 (%)	款项性质
响水今越建设发展有限公司	9.58	2~3 年	19.40	往来款
响水县财政局	8.17	1 年以内	16.55	往来款
响水县创业园有限公司	6.00	2~3 年	12.15	往来款
响水县交通投资有限责任公司	5.00	1~2 年	10.12	往来款
江苏盐城港响水港开发集团有限公司	2.55	1~2 年	8.81	往来款
	1.80	2~3 年		往来款

合计	33.10	--	67.03	--
----	-------	----	-------	----

资料来源：公司审计报告

2018—2020 年末，公司存货波动增长，年均复合增长 3.66%。截至 2020 年底，公司存货 28.68 亿元，较上年底下降 17.65%，主要系库存商品和开发成本减少所致。公司存货主要由委托代建项目和保障房项目投入的开发成本（23.49 亿元）和土地开发成本（4.89 亿元）构成，土地开发成本为 8 宗商业住宅用地，主要用于金港家园农民集中居住区和城东开发项目等。

(2) 非流动资产

2018—2020 年末，公司非流动资产规模快速增长，年均复合增长 45.85%。截至 2020 年底，公司非流动资产 49.14 亿元，较上年底增长 73.77%，主要系在建工程和其他非流动资产增长所致。

2018—2020 年末，公司固定资产波动增长，年均复合增长 1.46%。截至 2020 年底，公司固定资产 13.99 亿元，较上年底增长 8.16%，主要由机器设备（12.58 亿元）和房屋建筑物（1.39 亿元）构成。其中，机器设备占比较高，主要为用于租赁的 1450mm、1550mm 不锈钢轧钢生产线及设备。

2018—2020 年末，公司在建工程快速增长，年均复合增长 72.98%，主要系自建项目持续投入所致。截至 2020 年底，公司在建工程 23.57 亿元，较上年底增长 71.21%，主要为乡镇企业园（本期债券募投项目，账面价值 8.26 亿元）、响水县灌江研学实践基地（6.96 亿元）、响水县助农创客中心（3.89 亿元）等项目投入。

2018—2020 年末，公司其他非流动资产快速增长。截至 2020 年底，公司其他非流动资产 10.02 亿元，全部为预付购房款，主要为民办学校、教育基地等文体类房产，尚未办理房产权证，故暂计入该科目。

资产流动性方面，2018—2020 年末，公司应收类款项（应收账款+其他应收款）持续增长，占资产总额的比重分别为 31.30%、34.66%和 35.12%，对资金占用明显。同期，公司存货（以

委托代建项目投入为主)波动增长,在建工程(以自建项目投入为主)快速增长,回款进度存在不确定性。整体看,公司资产流动性弱。

截至 2020 年底,公司受限资产账面价值合计 40.34 亿元,占资产总额的 20.26%,资产受限比例较高。

表 14 截至 2020 年底公司资产受限情况
(单位:亿元)

受限科目	受限价值	受限原因
货币资金	27.72	质押存单或银票保证金
存货	8.28	银行借款或信托抵押
投资性房地产	1.14	银行借款抵押
固定资产	0.26	银行借款抵押
在建工程	2.94	银行借款抵押
合计	40.34	--

资料来源:公司审计报告

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2018-2020 年末,公司所有者权益持续增长。其中,2020 年,受政府注入资产及债务转增资本影响,公司资本公积大幅增长。公司所有者权益结构稳定性较好。

2018-2020 年末,公司所有者权益持续增长,年均复合增长 17.91%。截至 2020 年底,公司所有者权益合计 79.95 亿元,较上年底增长 34.86%,主要系资本公积增长所致。公司所有者权益中实收资本和资本公积分别占比 25.02%和 60.73%,权益结构稳定性较好。

2018-2020 年末,公司实收资本保持稳定,均为 20.00 亿元。同期,公司资本公积有所增长。截至 2020 年底,公司资本公积 48.56 亿元,较上年底增长 65.79%,主要系公司应付灌江县财政局债务资金 16.77 亿元转增资本和政府划入的 2.50 亿元管网资产所致。2018-2020 年末,公司未分配利润持续增长,年均复合增长 18.80%,主要系经营利润累积。

表 15 公司主要所有者权益情况(单位:亿元)

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
实收资本	20.00	34.78	20.00	33.74	20.00	25.02
资本公积	29.29	50.93	29.29	49.40	48.56	60.73
未分配利润	7.04	12.24	9.03	15.22	9.94	12.43
归属于母公司权益	57.09	99.27	58.88	99.32	79.56	99.51
少数股东权益	0.42	0.73	0.40	0.68	0.39	0.49
所有者权益合计	57.51	100.00	59.29	100.00	79.95	100.00

资料来源:公司审计报告

(2) 负债

2018-2020 年末,公司负债总额持续增长,其中,流动负债规模及占比增长较快。公司全部债务持续增长,受贸易业务带动应付票据大幅增长的影响,公司短期债务快速增长,存在较大的集中偿债压力。

2018-2020 年末,公司负债规模持续增长,年均复合增长 32.79%,主要系流动负债增长所致。截至 2020 年底,公司负债总额 119.22 亿元,较上年底增长 37.10%。其中,流动负债占 73.86%,非流动负债占 26.14%,公司负债以流动负债为主,且流动负债规模和占比增长较快。

表 16 公司主要负债情况 (单位: 亿元)

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
短期借款	4.00	5.92	8.73	10.04	9.01	7.56
应付票据	3.01	4.45	8.70	10.00	22.82	19.14
其他应付款	25.49	37.70	33.76	38.82	34.27	28.74
一年内到期的非流动负债	3.55	5.25	1.75	2.01	8.89	7.46
流动负债	37.34	55.23	56.60	65.09	88.05	73.86
长期借款	20.80	30.76	22.96	26.40	25.12	21.07
应付债券	4.97	7.36	4.98	5.72	0.00	0.00
长期应付款	4.48	6.62	2.39	2.75	5.14	4.31
非流动负债	30.27	44.77	30.36	34.91	31.17	26.14
负债总额	67.61	100.00	86.96	100.00	119.22	100.00

资料来源: 公司审计报告

2018—2020 年末, 公司流动负债快速增长, 年均复合增长 53.56%。截至 2020 年底, 公司流动负债 88.05 亿元, 较上年底增长 55.58%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

2018—2020 年末, 公司短期借款持续增长, 年均复合增长 50.09%。截至 2020 年底, 公司短期借款 9.01 亿元, 较上年底增长 3.21%, 由抵押借款 (1.55 亿元)、保证借款 (3.13 亿元) 和质押借款 (4.33 亿元) 构成。

2018—2020 年末, 公司应付票据快速增长, 年均复合增长 175.34%, 主要系贸易业务开展所需的开票结算额增加所致。截至 2020 年底, 公司应付票据 22.82 亿元, 较上年底增长 162.45%。

2018—2020 年末, 公司其他应付款持续增长, 年均复合增长 15.94%, 主要由关联方往来拆借款构成。其中, 2018 年底存在 2.96 亿元有息性质的拆借款, 本报告将其调整至短期债务核算。截至 2020 年底, 公司其他应付款 34.27 亿元, 较上年底增长 1.51%。从集中度看, 公司其他应付款前五名期末余额合计 32.36 亿元, 占比 96.10%, 集中度很高, 账龄以 1 年以内为主。

表 17 截至 2020 年底公司其他应付款余额前五名情况

(单位: 亿元)

单位名称	与公司关系	账龄	金额	占比 (%)
灌江控股集团	关联方	1 年以内	18.23	54.13
响水县正彤新能源科技有限公司	关联方	1 年以内	7.09	21.05
灌能公司	关联方	1 年以内	5.34	15.86
上海吾及贸易有限公司	二级子公司少数股东	1~2 年	0.95	2.83
江苏银厦建设集团有限公司	非关联方	1 年以内	0.75	2.23
合计	--	--	32.36	96.10

资料来源: 公司审计报告

2018—2020 年末, 公司一年内到期的非流动负债波动增长, 年均复合增长 58.31%。截至 2020 年底, 公司一年内到期的非流动负债 8.89 亿元, 较上年底增加 7.14 亿元, 主要系长期应付款和应付债券即将到期转入所致。公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 (2.62 亿元)、长期应付款 (1.28 亿元) 和应付债券 (4.99 亿元)。

公司将短期的信托借款和定向融资产品等计入其他流动负债, 均为有息债务, 本报告将其调整至短期债务核算。2018—2020 年末, 公司其他流动负债有所增长。截至 2020 年底, 公司其他流动负债 9.56 亿元, 较上年底增加 6.95 亿元, 主要系债务融资工具和商业保理公司借款增加所致。

2018—2020 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 1.46%。截至 2020 年底，公司非流动负债 31.17 亿元，较上年底增长 2.65%，主要由长期借款和长期应付款构成。

2018—2020 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 9.90%。截至 2020 年底，公司长期借款 25.12 亿元，较上年底增长 9.45%，主要系质押借款增加所致；长期借款由抵押借款（2.72 亿元）、保证借款（14.05 亿元）和质押借款（8.35 亿元）构成。

2018—2019 年末，公司应付债券分别为 4.97 亿元和 4.98 亿元，为公司 2018 年发行的债权融资计划。截至 2020 年底，公司将其重分类至一年内到期的非流动负债。

公司长期应付款主要为信托及融资租赁借款，均为有息债务，本报告已将其调整至长期债务核算。2018—2020 年末，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 7.07%。截至 2020 年底，公司长期应付款 5.14 亿元，较上年底增长 114.76%，主要系融资租赁和信托借款增加所致。

截至 2020 年底，公司其他非流动负债 0.85 亿元，系公司向苏州国发科技小额贷款有限公司和苏州国发商业保理有限公司借入的款项，均为有息债务，本报告已将其调整至长期债务核算。

有息债务方面，将公司其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息部分纳入核算，2018—2020 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 36.36%，主要系公司为满足项目投资建设需求，大规模筹措资金所致。截至 2020 年底，公司全部债务 81.39 亿元，较上年底增长 56.22%。其中，短期债务占 61.78%，长期债务占 38.22%，短期债务快速增长，主要系贸易业务带动应付票据大幅增长所致。从债务指标看，2018—2020 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率持续增长，长期债务资本化比率持续下降。整体看，公司债务负担重。

未来债务偿付方面，在不考虑应付票据的情况下，2021 年 7—12 月及 2022—2024 年，公

司分别需要偿还到期债务 10.67 亿元、17.07 亿元、10.49 亿元和 6.80 亿元。

表 18 公司有息债务情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期债务	13.52	21.78	50.29
长期债务	30.25	30.32	31.11
全部债务	43.78	52.10	81.39
资产负债率（%）	54.04	59.46	59.86
全部债务资本化比率（%）	43.22	46.78	50.45
长期债务资本化比率（%）	34.47	33.84	28.01

资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

4. 盈利能力

2018—2020 年，受商品销售收入持续下降影响，公司营业收入持续下降，营业利润率受新增毛利率水平较高的房屋销售板块等因素带动有所提升。公司利润总额对政府补助依赖性较强，期间费用控制能力较好，公司整体盈利能力较强。

公司营业收入主要由委托建设收入和商品销售收入构成。2018—2020 年，公司营业收入持续下降，年均复合下降 15.00%；同期，公司营业成本年均复合下降 16.11%，营业利润率持续增长。

期间费用方面，2018—2020 年，公司期间费用总额持续增长，年均复合增长 12.17%，主要由管理费用和财务费用构成。2018—2020 年，公司期间费用率分别为 1.75%、2.71%和 3.05%，公司期间费用控制能力较好。

2018—2020 年，公司收到政府补助款项分别为 0.94 亿元、0.60 亿元和 0.50 亿元；同期，公司利润总额分别为 2.06 亿元、1.82 亿元和 1.38 亿元，利润总额对政府补助存在一定依赖。

盈利指标方面，2018—2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率均持续下降。2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 1.40%和 1.75%。整体看，公司盈利能力较强。

表 19 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	29.02	22.72	20.96

营业成本	27.29	20.75	19.20
费用总额	0.51	0.62	0.64
其中：管理费用	0.32	0.23	0.20
财务费用	0.17	0.39	0.43
利润总额	2.06	1.82	1.38
营业利润率（%）	5.78	7.91	7.93
总资本收益率（%）	2.09	1.95	1.40
净资产收益率（%）	3.42	3.00	1.75

资料来源：公司审计报告

5. 现金流分析

2018—2020年，公司经营活动现金收支规模均持续下降，2020年收现质量较差；投资活动现金流主要体现为自建项目投入，资金缺口持续扩大；筹资活动净现金流由负转正，公司对外部筹资依赖性强。

从经营活动来看，2018—2020年，公司经营活动现金流入持续下降，年均复合下降20.14%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金持续下降，分别为31.45亿元、25.37亿元和11.22亿元，主要为委托建设业务和商品销售回款；同期，公司现金收入比波动下降，2020年现金收入比大幅下降主要系贸易业务回款情况较差所致。2018—2020年，公司经营活动现金流出持续下降，年均复合下降36.04%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金持续下降，分别为49.17亿元、16.84亿元和4.62亿元，主要为支付的代建项目建设款项及商品采购款项等。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为公司与响水县政府及区域内国有企业的往来款项收支，2020年分别为23.46亿元和19.57亿元。2018—2020年，公司经营活动现金流量净额由负转正。

从投资活动来看，2018—2020年，公司投资活动现金流入持续下降，2018年收回投资收到的现金4.55亿元，主要为理财产品到期赎回。2018—2020年，公司投资活动现金流出持续增长，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金（自建项目投资支出）增长所致，三年分别为5.55亿元、5.46亿元和17.92亿元。2018—2020年，公司投资活动现金流量净额分别为-1.71亿元、-8.57亿元和-18.01亿元，资金缺口持续扩大。

从筹资活动来看，2018—2020年，公司筹资

活动现金流入持续增长，年均复合增长78.34%，主要为取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金（信托及融资租赁借款等）。2018—2020年，公司筹资活动现金流出年均复合增长10.41%，主要用于偿还债务本息及支付用于担保质押和质押借款的保证金等。2018—2020年，公司筹资活动现金流量净额由负转正。

表 20 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	54.39	40.07	34.68
经营活动现金流出小计	59.58	36.09	24.37
经营活动现金流量净额	-5.19	3.98	10.31
投资活动现金流入小计	4.60	0.11	0.00
投资活动现金流出小计	6.32	8.67	18.02
投资活动现金流量净额	-1.71	-8.57	-18.01
筹资活动前现金流量净额	-6.91	-4.58	-7.70
筹资活动现金流入小计	12.82	29.21	40.78
筹资活动现金流出小计	24.73	25.51	30.14
筹资活动现金流量净额	-11.91	3.69	10.63
现金收入比（%）	108.37	111.63	53.53

资料来源：公司审计报告

6. 偿债能力

近年来，公司短期偿债压力有所加大，长期偿债能力一般，间接融资渠道亟待拓宽。考虑到公司作为响水县重要的基础设施建设主体，业务具有较强的区域专营优势，并持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年末，公司流动比率和速动比率持续下降。截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别为170.38%和137.81%，流动资产对流动负债的保障程度较强。2018—2020年，公司经营性净现金流由负转正，对流动负债的保障能力有所提升但仍较弱。2018—2020年末，公司短期债务快速增长，现金类资产对短期债务的保障能力持续下降，截至2020年底，现金短期债务比为0.65倍。整体看，公司短期偿债能力指标弱化。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA持续增长，年均复合增长10.13%。其中，2020年，公司EBITDA主要由利润总额

(占 36.65%)、折旧(占 40.34%)和费用化利息支出(占 23.00%)构成。2018—2020 年,公司 EBITDA 利息倍数持续下降,EBITDA 对利息的覆盖程度一般;全部债务/EBITDA 持续增长,EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看,公司长期债务偿债能力一般。

表 21 公司偿债能力指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标			
流动比率(%)	273.22	208.43	170.38
速动比率(%)	201.73	146.89	137.81
经营现金流动负债比(%)	-13.91	7.04	11.71
现金短期债务比(倍)	1.48	1.08	0.65
长期偿债能力指标			
EBITDA(亿元)	3.11	3.58	3.77
EBITDA 利息倍数(倍)	1.60	1.20	0.72
全部债务/EBITDA(倍)	14.09	14.55	21.60

资料来源:根据公司审计报告及公司提供资料整理

银行授信方面,截至 2021 年 6 月底,公司共获得银行授信额度 41.09 亿元,已使用 34.11 亿元,尚可使用 6.98 亿元,公司间接融资渠道亟待拓宽。

对外担保方面,截至 2020 年底,公司对外担保余额为 3.35 亿元,担保比率为 4.19%,主要为对区域内国有企业的担保。公司对外担保中包含一笔对民营企业的担保,被担保对象为响水宏海港务有限公司(以下简称“宏海港务”),截至本报告出具日,宏海港务经营状况正常。

表 22 截至 2020 年底公司对外担保余额明细

(单位:万元)

被担保企业	企业性质	是否为关联方	担保余额
响水县灌江水务有限责任公司	国有	是	14600.00
灌能公司	国有	是	12071.88
兴海控股集团	国有	否	4000.00
宏海港务	民营	否	2000.00
响水县富达临港供排水有限公司	国有	否	800.00
合计	--	--	33471.88

资料来源:公司审计报告

7. 母公司财务分析

母公司资产及负债占合并口径比重高,所有者权益稳定性好,债务负担一般。由于商品贸易业务由子公司运营,母公司营业收入占合并口径的比重较低。

2018—2020 年末,母公司资产总额持续增长,年均复合增长 10.03%。截至 2020 年底,母公司资产总额 169.53 亿元,较上年底增长 9.00%,主要系其他应收款、固定资产和在建工程增长所致。其中,流动资产占 86.72%,构成主要为货币资金 14.31 亿元、应收账款 9.05 亿元、其他应收款 94.00 亿元(主要为对子公司和响水县财政局的往来款)和存货 28.33 亿元;非流动资产占 13.28%,构成主要为长期股权投资 5.20 亿元、固定资产 3.15 亿元和在建工程 12.64 亿元。截至 2020 年底,母公司资产总额占合并口径的 85.12%,占比高。

2018—2020 年末,母公司所有者权益持续增长,年均复合增长 4.73%。截至 2020 年底,母公司所有者权益合计 62.43 亿元,较上年底增长 6.73%,占合并口径的 78.09%,占比高。其中,实收资本 20.00 亿元(占 32.04%)、资本公积 31.79 亿元(占 50.92%)、未分配利润 9.58 亿元(占 15.34%),资本公积和实收资本占比高,所有者权益结构稳定性好。

2018—2020 年末,母公司负债总额持续增长,年均复合增长 13.52%。截至 2020 年底,母公司负债总额 107.10 亿元,较上年底增长 10.37%。其中,流动负债占 79.01%,主要由短期借款 4.80 亿元、其他应付款 63.03 亿元、一年内到期的非流动负债 8.06 亿元和其他流动负债 7.56 亿元构成;非流动负债占 20.99%,主要由长期借款 19.69 亿元和长期应付款 1.98 亿元构成。截至 2020 年底,母公司全部债务 33.05 亿元,较上年底下降 11.23%,资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.17%和 34.61%,整体债务负担一般。截至 2020 年底,母公司负债总额占合并口径的 89.83%,占比高。

2018—2020 年,母公司营业收入持续增长,年均复合增长 19.01%。2020 年,母公司营业收入

入 8.65 亿元，占合并口径的 41.27%，主要来自委托建设业务和保障房销售业务收入，贸易业务主要由子公司运营。2020 年，母公司获得其他收益 0.50 亿元，利润总额 1.42 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司现有债务规模和结构影响较大，公司经营活动现金流入量对本期债券保障能力较强。本期债券设置了本金分期偿付条款，有效缓解了集中兑付压力，公司经营活动现金流入量对分期偿还本金的保障能力很强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券计划发行规模不超过 9.00 亿元（以 9.00 亿元进行测算），相当于 2020 年底公司长期债务和全部债务的 28.93% 和 11.06%，对公司现有债务规模和结构影响较大。

以 2020 年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 59.86%、50.45% 和 28.01% 上升至 61.59%、53.07% 和 33.41%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 3.11 亿元、3.58 亿元和 3.77 亿元，分别为本期债券发行额度上限的 0.35 倍、0.40 倍和 0.42 倍。2018—2020 年，公司经营活动现金流入量分别为 54.39 亿元、40.07 亿元和 34.68 亿元，分别为本期债券发行额度上限的 6.04 倍、4.45 倍和 3.85 倍；同期，公司经营活动现金流量净额分别为 -5.19 亿元、3.98 亿元和 10.31 亿元，分别为本期债券发行额度上限的 -0.58 倍、0.44 倍和 1.15 倍。公司经营活动现金流入量对本期债券保障能力较强。

本期债券设置了本金分期偿付条款，在存续期的第 3 至 7 年末分别偿还债券本金的 20%，即 1.80 亿元（按发行金额上限计算）。2018—

2020 年，公司 EBITDA 分别为每年分期偿还本金的 1.73 倍、1.99 倍和 2.09 倍，保障能力尚可；同期，公司经营活动现金流入量分别为每年分期偿还本金的 30.22 倍、22.26 倍和 19.27 倍，保障能力很强；公司经营活动现金流量净额分别为每年分期偿还本金的 -2.88 倍、2.21 倍和 5.73 倍，保障能力较强。

3. 募投项目偿债能力分析

本期债券存续期内，募投项目产生的运营收入对本期债券用于募投项目建设的本金保障能力较好。考虑到募投项目尚处于建设阶段，未来收入受房地产市场及宏观经济波动性因素影响较大，募投项目实际收益与预期可能存在一定偏差。

本期债券偿债资金来源于公司日常经营收入和募投项目的未来收益。根据可研报告，募投项目建设期为 2 年，测算生产运营期 5 年，运营期内收益来源于募投项目所建各标准厂房及综合办公楼的出售和出租收入。募投项目实际开工日期为 2017 年 9 月，公司反馈预计仍需要 1.5 年左右才可完工，故下文假设尚需建设期 2 年。

募投项目拟出售的房屋包括标准厂房及综合办公楼，计划在债券存续期第 3 年、第 4 年及第 5 年出售各标准生产厂房及综合办公楼总面积 866461.00 平方米的 18.00%、6.00% 及 6.00%，即共计占比 30.00%。因此，债券存续期第 3 年、第 4 年及第 5 年，出售面积分别为 15.60 万平方米、5.20 万平方米及 5.20 万平方米，合计 26.00 万平方米，可实现出售收入分别为 44890.33 万元、14963.38 万元及 14963.38 万元，总出售收入 74817.16 万元。

募投项目运营期内，针对 866461.00 平方米标准厂房及综合办公楼，每年出租其总面积的 70.00%，即 60.65 万平方米，包含标准厂房 48.64 万平方米及综合办公楼 12.01 万平方米。标准厂房出租单价为 360.00 元/平方米·年，综合办公楼出租单价为 450.00 元/平方米·年，出租率按照 100% 测算，债券存续期内可实现房屋出租收

入 114580.21 万元。

本期债券发行金额不超过 9.00 亿元，若按 9.00 亿元计算，其中 5.40 亿元用于募投项目建设

设，假定本期债券于 2021 年发行，债券存续期内募投项目产生的运营收入对本期债券用于募投项目本金的覆盖情况如下表。

表23 募投项目收益测算与本期债券本金覆盖程度（单位：万元、倍）

项目	债券存续期							合计
	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	
房屋出售收入	建设期		44890.33	14963.38	14963.38	--	--	74817.16
房屋出租收入			22916.04	22916.04	22916.04	22916.04	22916.04	114580.21
募投项目运营收入合计			67806.37	37879.42	37879.42	22916.04	22916.04	189397.37
本期债券募投项目使用资金本金分期偿还金额			10800.00	10800.00	10800.00	10800.00	10800.00	54000.00
募投项目运营收入合计对本期债券用于募投项目本金覆盖倍数			6.28	3.51	3.51	2.12	2.12	3.51

注：本期债券利率按 6.5% 固定利率测算
资料来源：联合资信根据可研报告整理

综上所述，本期债券存续期内募投项目预计实现运营收入 18.94 亿元，为本期债券募投项目使用资金本金的 3.51 倍，可以覆盖本期债券募集资金中用于项目建设的部分；本期债券本金自存续期第 3 至 7 年末分期等额偿还，募投项目预计各年产生的收入可覆盖当年需偿还债券本金，覆盖倍数介于 2.12 倍~6.28 倍之间。考虑到募投项目运营收入主要来自房屋出售及出租，其受房地产市场及宏观经济波动性因素影响较大，且运营收入预测系基于一定假设，未来募投项目实际收益与假设可能存在一定偏差。联合资信将密切关注募投项目实际出售和出租情况以及资金到位情况。

4. 本期债券担保措施

湖北担保集团对本期债券的到期兑付提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保。湖北担保集团担保代偿能力极强，其担保显著提升本期债券到期偿付安全性。

本期债券由湖北担保集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据《委托担保合同》，在本期债券存续期间和到期时，如公司未兑付本期债券利息和/或本金，湖北担保集团将承担担保责任，将兑付资金划入本期债券登记结算机构指定的兑付付息账户，担保范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实

现债权的费用和其他应支付的费用，担保期间为本期债券存续期间及债券到期之日起两年。

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。湖北担保集团担保实力极强，其担保显著提升了本期债券偿付的安全性。

十、结论

公司是响水县重要的基础设施建设主体，区域专营优势较强，并持续获得有力的外部支持。近年来，响水县经济持续发展，为公司发展提供良好的外部发展环境。同时，公司资产流动性弱、短期债务快速增长、未来投资压力较大等因素可能对公司信用水平带来不利影响。

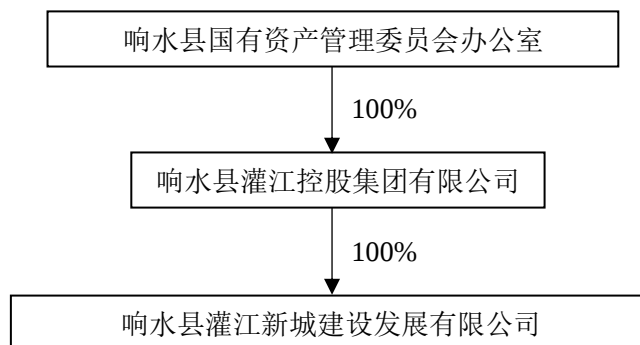
本期债券发行规模较大，对公司现有债务规模和结构影响较大；但本期债券设置分期偿还本金条款，有助于缓解公司集中偿付压力。公司经营活动现金流入量对本期债券本金保障能力较强，对本期债券分期偿还本金保障能力很强。本期债券募投项目产生的运营收入对本期债券用于募投项目建设的本金保障能力较好，但募投项目未来收益实现存在不确定性。湖北担保集团对本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期债券到期偿付的安全性。

未来随着响水县经济持续发展及基础设施

建设持续推进，公司经营有望保持稳定。

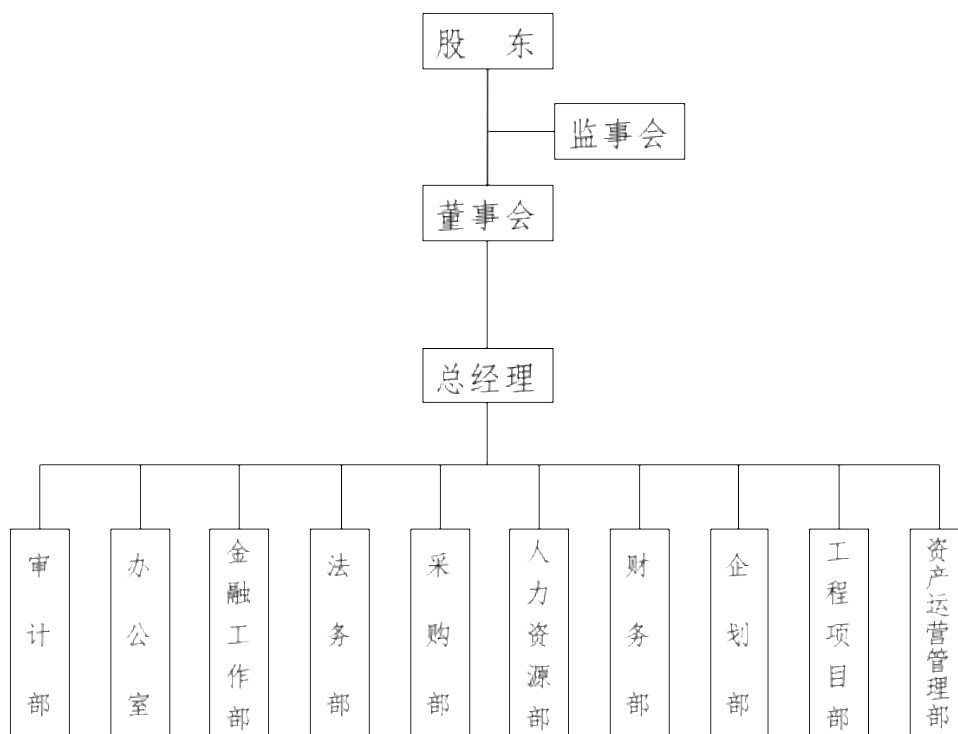
基于对公司主体长期信用状况、担保方担保实力及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为公司主体偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司合并范围内一级子公司情况

企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
响水县灌宏贸易有限公司	50000.00	100.00
江苏春灌水务工程有限公司	7000.00	100.00
响水县瑞居物业服务有限公司	5000.00	100.00
盐城市灌江企业管理有限公司	5000.00	100.00
响水县裕禾投资发展有限公司	10000.00	100.00
响水县灌江文体产业发展有限公司	50000.00	100.00
响水县灌江农业生态旅游发展有限公司	10000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	20.05	23.49	32.76
资产总额（亿元）	125.12	146.24	199.17
所有者权益（亿元）	57.51	59.29	79.95
短期债务（亿元）	13.52	21.78	50.29
长期债务（亿元）	30.25	30.32	31.11
全部债务（亿元）	43.78	52.10	81.39
营业收入（亿元）	29.02	22.72	20.96
利润总额（亿元）	2.06	1.82	1.38
EBITDA（亿元）	3.11	3.58	3.77
经营性净现金流（亿元）	-5.19	3.98	10.31
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.98	2.30	1.37
存货周转次数（次）	1.23	0.67	0.60
总资产周转次数（次）	0.26	0.17	0.12
现金收入比（%）	108.37	111.63	53.53
营业利润率（%）	5.78	7.91	7.93
总资本收益率（%）	2.09	1.95	1.40
净资产收益率（%）	3.42	3.00	1.75
长期债务资本化比率（%）	34.47	33.84	28.01
全部债务资本化比率（%）	43.22	46.78	50.45
资产负债率（%）	54.04	59.46	59.86
流动比率（%）	273.22	208.43	170.38
速动比率（%）	201.73	146.89	137.81
经营现金流动负债比（%）	-13.91	7.04	11.71
现金短期债务比（倍）	1.48	1.08	0.65
EBITDA 利息倍数（倍）	1.60	1.20	0.72
全部债务/EBITDA（倍）	14.09	14.55	21.60

注：本报告合并口径已将其他应付款和其他流动负债中有息部分调整至短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中有息部分调整至长期债务核算

资料来源：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/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	18.31	19.49	15.53
资产总额（亿元）	140.03	155.52	169.53
所有者权益（亿元）	56.92	58.49	62.43
短期债务（亿元）	10.56	9.30	13.36
长期债务（亿元）	25.77	27.93	19.69
全部债务（亿元）	36.33	37.23	33.05
营业收入（亿元）	6.10	8.63	8.65
利润总额（亿元）	1.92	1.58	1.42
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-4.08	1.97	-1.23
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.97	1.18	1.00
存货周转次数（次）	0.24	0.26	0.24
总资产周转次数（次）	0.05	0.06	0.05
现金收入比（%）	105.48	78.14	94.71
营业利润率（%）	19.94	15.65	15.62
总资本收益率（%）	2.05	1.64	1.50
净资产收益率（%）	3.36	2.69	2.30
长期债务资本化比率（%）	31.17	32.32	23.98
全部债务资本化比率（%）	38.96	38.89	34.61
资产负债率（%）	59.35	62.39	63.17
流动比率（%）	239.66	204.90	173.73
速动比率（%）	194.93	158.09	140.25
经营现金流动负债比（%）	-7.65	2.94	-1.45
现金短期债务比（倍）	1.73	2.10	1.16
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：因母公司财务报告未披露现金流量表补充资料及资本化利息金额，EBITDA 及相关指标无法计算，相关指标用符号“/”表示
 资料来源：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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
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	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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+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其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 2021 年响水县灌江新城建设发展有限公司公司债券 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

响水县灌江新城建设发展有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

响水县灌江新城建设发展有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对响水县灌江新城建设发展有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，响水县灌江新城建设发展有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注响水县灌江新城建设发展有限公司的经营管理状况、外部环境及本期债项相关信息，如发现响水县灌江新城建设发展有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对响水县灌江新城建设发展有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如响水县灌江新城建设发展有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对响水县灌江新城建设发展有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与响水县灌江新城建设发展有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。