

信用等级通知书

东方金诚债评字【2021】568号

江苏兴海控股集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及其发行的“2022年江苏兴海控股集团有限公司绿色债券”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券品种一信用等级为AAA，品种二信用等级为AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二一年八月二十五日



信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。

本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。

本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。



东方金诚国际信用评估有限公司
2021年8月25日

2022年江苏兴海控股集团有限公司 绿色债券信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券（品种一）信用等级	本期债券（品种二）信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA	稳定	AAA	AA+	2021/8/25	张伟	魏正阳

主体概况

江苏兴海控股集团有限公司是响水县工业经济区重要的基础设施建设主体，主要从事响水县工业经济区范围内的基础设施建设等业务。响水县国有资产管理委员会办公室为其唯一股东和实际控制人。

债券概况

本期债券发行额：不超过（含）人民币7亿元；其中品种一发行规模6亿元，品种二发行规模1亿元

本期债券期限：7年期

偿还方式：每年付息一次、分期偿本金
募集资金用途：污水处理项目建设及补充公司营运资金

增信措施：品种一连带责任保证，品种二连带责任保证

保证人主体信用等级/展望：江苏省信用再担保集团有限公司（品种一）/AAA/稳定；苏州市融资再担保有限公司（品种二）/AA+/稳定

评级模型

1.基础评分模型

一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分
地区综合实力	区域层级	20.00%	11.20	企业经营与财务实力	资产总额	36.00%	21.60
	GDP总量	32.00%	23.04		净资产总额	36.00%	21.60
	GDP增速	4.00%	1.60		资产负债率	9.00%	9.00
	人均GDP	4.00%	3.44		全部债务资本化比率	9.00%	9.00
	一般公共预算收入	32.00%	21.12		补助收入/利润总额	5.00%	2.00
	一般公共预算收入增速	4.00%	0.24		(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	3.00
	上级补助收入	4.00%	2.64				

2.二维矩阵映射

维度	地区综合实力									
	1档	2档	3档	4档	5档	6档	7档	8档	9档	
企业经营与财务实力	1档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-
	2档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-
	3档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-
	4档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+
	5档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	6档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	7档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	8档	AA	AA-	A+						
	9档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+

基础模型参考等级

AA

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

3.评级调整因素

基础模型参考等级	AA
4.主体信用等级	AA
5.增信措施	
不可撤销连带责任保证担保	
6.本期债券（品种一）信用等级	AAA
7.本期债券（品种二）信用等级	AA+

评级观点

东方金诚认为，响水县地区经济保持增长；公司业务区域专营性较强，得到了股东和相关各方的大力支持；江苏省信用再担保集团有限公司为本期债券（品种一）提供的不可撤销连带责任保证具有很强增信作用；苏州市融资再担保有限公司为本期债券（品种二）提供的不可撤销连带责任保证具有较强的增信作用。同时，东方金诚关注到，公司面临较大的资本支出压力，资产流动性较低，所需现金对外部融资依赖较大。综合考虑，东方金诚认为公司的偿债能力很强，本期债券品种一到期不能偿还的风险极低；本期债券品种二到期不能偿还的风险很低。

同业对比

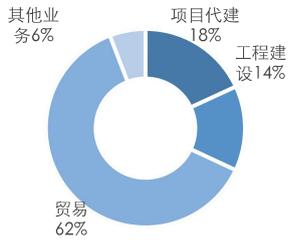
项目	江苏兴海控股集团有限公司	盐城市亭湖城市资产投资实业有限公司	淄博市博山区国有资产经营有限公司	泰州市高港高新区开发建设有限责任公司
地区	盐城市响水县	盐城市亭湖区	淄博市博山区	泰州市高港区
GDP（亿元）	405.74	561.36	234.03	634.97
GDP增速（%）	6.1	4.0	3.6	4.1
人均GDP（万元）	6.56	8.22	-	-
一般公共预算收入（亿元）	23.10	39.00	14.80	46.40
一般公共预算支出（亿元）	70.53	48.16	31.17	-
资产总额（亿元）	115.04	121.59	98.38	138.40
所有者权益（亿元）	87.03	47.15	34.40	54.50
营业收入（亿元）	10.72	4.66	8.08	12.46
利润总额（亿元）	2.69	2.00	1.81	1.21
资产负债率（%）	24.35	61.22	65.03	60.63
全部债务资本化比率（%）	19.54	57.77	-	-

注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为AA的同行业企业，表中数据年份均为2020年。

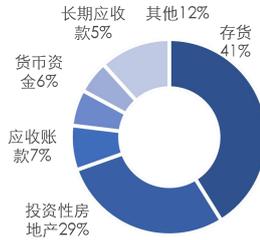
数据来源：东方金诚整理

主要指标及依据

2020 年公司营业收入构成



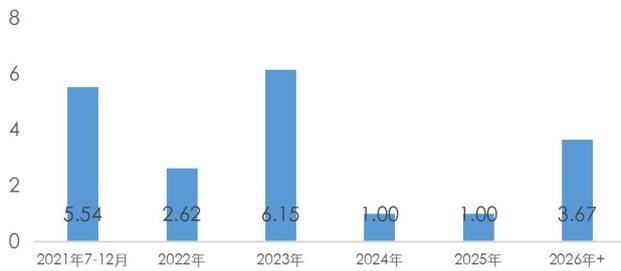
2020 年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额	58.46	64.41	115.04
所有者权益	42.89	43.81	87.03
营业收入	6.42	6.63	10.72
利润总额	1.26	1.25	2.69
全部债务	13.64	17.25	21.13
资产负债率	26.64	31.98	24.35
全部债务资本化比率	24.13	28.25	19.54

2021 年 6 月末公司全部债务期限结构 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2018 年	2019 年	2020 年
地区	响水县		
GDP 总量	349.86	385.78	405.74
GDP 增速	8.1	4.3	6.1
人均 GDP (万元)	5.83	6.43	6.56
一般公共预算收入	25.35	22.00	23.10
一般公共预算收入增速	6.1	-13.2	5.0
上级补助收入 (近似值)	36.19	42.47	32.13

优势

- 近年来响水县地区经济保持增长, 经济实力较强;
- 公司是响水经济区内重要的开发建设主体, 业务具有较强的区域专营性;
- 公司在资产划拨和财政补贴等方面得到了股东及相关各方的大力支持;
- 江苏省信用再担保集团有限公司对本期债券品种一按期偿付本息提供的不可撤销连带责任保证担保, 具有很强的增信作用;
- 苏州市融资再担保有限公司对本期债券品种二按期偿付本息提供的不可撤销连带责任保证担保, 具有较强的增信作用。

关注

- 公司在建及拟建基础设施项目投资规模较大, 面临较大的资本支出压力;
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较高, 资产流动性较低;
- 公司经营性净现金流易受工程结算款、财政补贴和往来款影响, 现金来源对外部融资依赖较大。

评级展望

预计盐城市及响水县经济将保持增长, 公司基础设施建设等业务区域专营性较强, 能够得到股东及相关各方的持续支持, 评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907) 》

历史评级信息

债项简称	主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
-	-	-	-	-	-	-

主体概况

江苏兴海控股集团有限公司（以下简称“兴海控股”或“公司”）原名为江苏兴海港务有限公司，系响水县沿海开发投资有限公司¹（以下简称“响水开投”）于2013年10月投资组建的有限责任公司，初始注册资本为人民币500.00万元。2014年12月，响水开投将所持公司股权全部划转给响水县沿海船舶有限公司²（以下简称“沿海船舶”）。2015年4月，沿海船舶将所持公司股权全部划转给响水县海域资源管理中心（以下简称“海域管理中心”）。2015年~2016年，海域管理中心先后三次对公司进行增资，公司注册资本增至10.00亿元。2016年11月，海域管理中心将所持公司股权全部划转给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”）。2021年5月，公司名称变更为现名。截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本均为人民币10.00亿元，响水县国资办为公司唯一股东和实际控制人。

公司系响水县工业经济区（以下简称“响水经济区”）重要的基础设施建设主体，主要从事响水经济区范围内的基础设施建设等业务。

截至2020年末，公司合并报表范围内共有8家子公司（详见表1）。2016年，海域管理中心分别将响水县富达临港供排水有限公司、响水县新港建设发展有限公司（以下简称“新港建设”）和响水县沿海船舶有限公司（以下简称“沿海船舶”）无偿划拨给公司；2020年12月，盐城市响水工业经济区管理委员会（以下简称“响水经济区管委会”）将响水开投55%股权划转至公司，公司将其纳入合并范围。

图表1 截至2020年末公司纳入合并报表范围的子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式	成立时间	级次
响水县富达临港供排水有限公司	临港排水	30000.00	100.00	无偿划拨	2015	二级
盐城市佰卓供应链有限公司	佰卓供应	1000.00	51.00	投资设立	2018	二级
响水县新港建设发展有限公司	新港建设	50000.00	100.00	无偿划拨	2015	二级
响水县沿海船舶有限公司	沿海船舶	200.00	100.00	无偿划拨	2008	三级
盐城市沿海合金新材料产业研究院有限公司	合金新材	1000.00	100.00	投资设立	2016	三级
响水动平衡创业投资合伙企业(有限合伙)	衡创投资	200010.00 ³	99.99	投资设立	2018	二级
响水海盛资产管理有限公司	海盛资产	20000.00	100.00	投资设立	2020	二级
响水县沿海开发投资有限公司	响水开投	10000.00	100.00	无偿划拨	2009	二级

资料来源：公司提供，东方金诚整理

本期债券主要条款及募集资金用途

本期债券主要条款

公司拟发行总额不超过人民币7亿元（含7亿元）的“2022年江苏兴海控股集团有限公司绿色债券”（以下简称“本期债券”）。本期债券分为两个品种。其中，品种一发行规模为6.00亿元，由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保集团”）提供全额无条件不

¹ 股东为响水县海域资源管理中心，截至2020年6月末公司注册资本1.00亿元。

² 2016年股东变更为响水县新港建设发展有限公司。

³ 注册资本全部实缴。

可撤销连带责任保证担保；品种二发行规模为 1.00 亿元，由苏州市融资再担保有限公司（以下简称“苏州再担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。本期债券为 7 年期固定利率债券，面值 100 元，平价发行。本期债券采用单利按年付息，不计复利，同时设置本金提前偿付条款，即在债券存续期的第 3、4、5、6、7 个计息年度末分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。

本期债券单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后 5 年应付利息随当年兑付的本金一起支付。

募集资金用途

本期债券募集资金中的 5.00 亿元拟用于建设响水经济区浦港片区污水处理工程项目（以下简称“本期债券募投项目”），本期债券剩余的 2.00 亿元拟用于补充公司的营运资金。

本期债券募投项目位于响水经济区浦港片区，项目建设内容为污水处理厂及相关设施。该污水处理厂位于海堤公路与浦港大道交叉口处，厂区占地面积 120 亩，服务面积约为 22.7 平方千米。该项目已获得响水县环境保护局、响水县发展和改革委员会、响水经济区管理委员会规划建设局和盐城市响水工业经济区管委会等相关部门的批复。

图表 2 本期债券募投项目批文情况

发文机关	批文文号	批文文号
响水县环境保护局	关于对《响水县新港建设发展有限公司江苏响水经济区浦港片区污水处理工程项目环境影响报告书的审批意见	响环管【2017】004号
响水县发展和改革委员会	关于江苏响水经济区浦港片区污水处理工程项目的节能审查意见	响发改能审【2017】18号
响水县自然资源和规划局	《国有不动产权证书》	苏（2020）响水县不动产权第0001891号
江苏响水经济区管理委员会规划建设局	建设项目选址意见书	响沿规选【2017】003号
盐城市响水工业经济区管委会	江苏省社会稳定风险评估评审表	-
响水县发展和改革委员会	关于江苏响水经济区浦港片区污水处理工程项目可研报告的批复	响发改审【2018】69号

资料来源：公司提供，东方金诚整理

本期债券募投项目建设主体为子公司新港建设，建设内容主要为污水处理厂及污水管网。本期债券募投项目计划总投资 6.26 亿元，其中建设投资 5.80 亿元，建设期利息 0.45 亿元；拟使用本期债券募集资金 5.00 亿元，占计划总投资的比重为 79.90%。项目于 2019 年中开工建设，原建设期限预计为 2 年，2020 年初受新冠疫情影响，项目建设进度有所减缓，截至 2020 年末，本期债券募投项目已投资 1.30 亿元，已完成投资进度的 20.85%。

宏观经济和政策环境

二季度宏观经济延续修复势头，出口拉动工业生产是经济复苏的主动力量

二季度 GDP 同比增长 7.9%，增速较一季度大幅回落主要源于上年同期基数变化；二季度 GDP 两年平均增速为 5.5%，比上季度加快 0.5 个百分点，表明经济修复过程持续推进。受海

外疫情高发带动，二季度出口异常强劲，带动工业生产“领跑”，是当前经济修复的主动动力。当季消费延续缓慢复苏势头，投资增长动能有所增强，但内部分化明显。其中，制造业投资受到企业利润改善和融资政策支持，二季度修复节奏明显加快；财政支出节奏放缓，基建投资走势温和；调控加码背景下，房地产投资韧性仍然较强，但6月增长动能开始“拐头向下”。

受上年基数变化影响，预计三季度GDP增速将回落至6.2%左右，两年平均增长率则会升至5.7%，将基本达到今年潜在经济增长水平。接下来消费将更多替代出口，成为拉动经济增长的主要动力。值得注意的是，受国际大宗商品价格上升影响，二季度PPI大幅冲高，消费不振叠加猪肉价格大跌，CPI低位运行。我们判断，三季度PPI涨幅回落有限，物价“剪刀差”格局将会延续。四季度CPI同比有望升至2.5%至3.0%区间，全面高通胀风险依然不大。

全面降准标志着货币政策向稳增长方向微调，“紧信用”过程有望告一段落，下半年财政政策发力空间很大

7月全面降准意外落地，在改善小微企业融资环境的同时，也将激励银行贷款投放。这意味着上半年持续推进的“紧信用”过程接近尾声，下半年信贷和社融增速将触底回升，市场利率也有望“下一个台阶”，有利于企业信用债融资。综合考虑经济和物价形势，本次降准并不代表货币政策全面转向宽松，但客观上会增强经济修复的韧性。上半年财政支出进度为近9年以来最慢，专项债发行明显延后，这为下半年财政发力预留了很大空间。

整体上看，今年宏观政策在向常态化回归，“有保有压”的结构性特征凸显，“保”的重点是小微企业、绿色发展和科技创新，“压”则主要指向房地产金融和城投平台融资。上半年房企违约有所增加，下半年部分弱质平台信用风险值得关注。

行业及区域经济环境

行业分析

随着宏观政策进一步向常态回归，城投行业政策及再融资环境将边际收紧

受新冠疫情影响，2020年宏观经济面临较大冲击，政策逆周期调节力度进一步加大，城投债发行和净融资规模均创出历史新高。2021年，随着国内经济运行进入“后疫情”时期，宏观政策将进一步向常态回归，城投行业政策及再融资环境亦边际收紧。从政府层面，2021年3月财政部发布的预算报告以及4月国务院出台的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》都再次强调，要坚持防范化解地方政府隐性债务风险不动摇，坚决遏制隐性债务增量。从城投债的监管和发行层面，4月22日上交所和深交所同步发布了公司债券审核重点关注事项的相关指引，并对公司债券募集资金用途的管控趋严。但东方金诚亦关注到，政策调整也强调“稳字当头、不急转弯”的总基调，以避免出现政策悬崖。

城投公司信用风险进一步分化，非标违约或仍将常态化

2021年，在政策“不急转弯”的总基调下以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。但在城投再融资环境边际收紧而债务到期兑付压力不减的背景下，投资者对于违约风险上升的担忧将使得其风险偏好承压，这在抑制需求总量的同时，也将加剧城投债市场分化。预计城投行业非标违约仍将常态化，私募债偶发违约的可能性继续增

大，城投“信仰”迎来更大挑战。

地区经济

1.盐城市

盐城市是江苏省下辖地级市，地处长江三角洲城市群北翼，是江苏沿海地区新兴工商业城市，也是长江三角洲重要的区域性中心城市。截至2020年末，盐城市下辖3区、6县（市），并设有盐城经济技术开发区、盐城国家高新技术产业开发区和盐城市城南新区3个城市功能区，地域总面积为1.7万平方千米，户籍人口为814.49万人，是江苏省土地面积最大、海岸线最长的地级市。

近年来，盐城市经济保持增长，形成了汽车制造业、机械制造业、纺织工业和化学工业等支柱产业，经济总量居江苏省中游水平，经济实力很强

近年来，盐城市地区经济持续增长，但增速水平有所放缓。2020年，盐城市地区生产总值在江苏省13个地级市中排名第8位。从产业结构来看，盐城市地区经济以第二产业和第三产业为主，近年来第三产业占比持续上升。

图表3 盐城市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）



项目	2018年		2019年		2020年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	5487.10	5.5	5702.30	5.1	5953.4	3.5
人均地区生产总值 (元)	75987	5.8	79149	5.3	-	-
规模以上工业增加值	-	4.0	-	1.6	-	-
第三产业增加值	2477.20	8.1	2710.80	7.5	2912.8	4.3
固定资产投资	-	9.4	-	4.9	-	-7.4
社会消费品零售总额	1778.70	6.8	1920.10	8.0	2216.1	-1.1
进出口总额 (亿美元)	95.5	10.4	96.1	0.7	119.4	24.2
房地产开发投资	454.90	6.6	426.20	-6.3	516.9	21.3
商品房销售面积 (万平方米)	915.10	-6.1	850.20	-7.1	1071.5	26.0
商品房销售额	566.90	1.7	595.60	5.1	851.9	43.0

数据来源：公开资料，东方金诚整理

近年来，盐城市形成了汽车制造业、机械制造业、纺织工业和化学工业等支柱产业。2020年，盐城市规模以上工业总产值同比增长6.8%。同期，盐城市四大主导产业规上工业产值占全部规上工业产值的一半以上，同比增长12.9%。其中，汽车产业同比下降9.0%，新能源产业同比增长27.7%，电子信息产业同比增长24.4%，钢铁产业同比增长11.9%。

2020年内，在旅游业及金融业等产业带动下，盐城市第三产业增加值保持增长，成为推动地区经济发展的主要动力。旅游业方面，盐城市旅游资源丰富，2020年末共有国家4A级及以上旅游景区25家，盐城黄（渤）海候鸟栖息地是江苏省唯一的世界自然遗产。金融业方面，2020年末，盐城市金融机构人民币存款余额8370.07亿元，同比增长19.7%；人民币贷款余额6947.17亿元，同比增长18.9%。

2021年上半年盐城全市实现地区生产总值3045.60亿元，同比增长10.1%，其中第一产业增加值251.92亿元，同比增长3.4%；第二产业增加值1240.02亿元，同比增长10.8%；第三产业增加值1553.66亿元，同比增长10.7%。同期，规模以上工业增加值同比增长14.0%，全市固定资产投资同比增长6.9%。

2.响水县

响水县位于长江三江州北部地区，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，北枕灌河，西与灌南、涟水两县交界，南抵中山河。截至2020年末，响水县辖8个镇，并设有3个工业园区分别为响水经济区（省级）、经济开发区（省级）和生态化工园区（市级）；总面积1461平方公里，户籍人口61.89万。

近年来，响水县地区经济保持增长，经济实力较强

近年来，响水县经济保持增长，增速有所波动。2020年，响水县第一产业实现增加值51.47亿元，同比增长2.3%；第二产业实现增加值182.30亿元，同比增长8.1%；第三产业实现增加值171.96亿元，同比增长4.8%。三次产业结构从2018年的12.2：49.7：38.1调整为2020年的12.7：44.9：42.4，第三产业占比逐渐增长。2021年一季度，响水县实现地区生产总值106.2亿元，按可比价格计算，比上年同期增长13.9%，第一产业增加值7.87亿元，同比增长4.2%；第二产业增加值50.01亿元，同比增长15.8%；第三产业增加值48.32亿元，同比增长13.7%。

受2019年3月21日天嘉宜化工厂爆炸，盐城市政府彻底关闭响水化工园区的影响，2019年响水县固定资产投资大幅下降，其中工业投资下降52.4%，地区经济增速随之明显下滑，并于2020年有所回升。

图表4 响水县主要经济指标（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	349.86	8.1	385.78	4.3	405.74	6.1
规模以上工业总产值	768.23	27.7	696.26	28.9	806.88	13.7
第二产业增加值	173.91	9.5	179.03	2.6	182.30	8.1
第三产业增加值	133.13	7.4	160.15	6.6	171.96	4.8
固定资产投资	-	8.2	-	-32.1	-	6.5
社会消费品零售总额	77.68	6.2	83.43	7.4	104.99	4.3
进出口总额（亿美元）	6.62	-1.1	5.39	-18.6	8.90	64.9
三次产业结构	12.2: 49.7: 38.1		12.1: 46.4: 41.5		12.7: 44.9: 42.4	

数据来源：公开资料，东方金诚整理

在不锈钢、造纸等产业支撑下，响水县工业经济保持增长

2020年，响水县规模以上工业总产值实现回升，比上年增长13.7%，营业收入1074.72亿元，比上年增长19.2%。2020年，规模以上工业企业实现国税开票销售达1005.79亿元，比上年增长13.8%，其中不锈钢产业892.29亿元，比上年增长18.5%，造纸产业21.84亿元，比上年增长7.9%，电子信息产业7.42亿元，比上年增长115.5%。

近年来响水县第三产业保持较快发展。2020年，全县实现社会消费品零售总额104.99亿元。实现进出口总额8.9亿美元，比上年增长64.9%，其中出口比上年增长67.1%。固定资产投资方面，受2019年化工企业爆炸影响，当年投资额度大幅降低，但2020年有序回升。2020年，全县完成房地产开发投资28.45亿元，比上年增长47.9%，房屋施工面积76.91万平方米，比上年下降20.2%，商品房销售面积29.81万平方米，比上年增长10.7%，商品房销售额21.31亿元，比上年增长12.4%，其中住宅销售额21.01亿元，比上年增长16.0%。

3.响水县工业经济区

响水经济区区位优势优越，是响水县重要的工业经济载体，对地区工业经济增长的拉动作用明显

省级响水经济区地处响水县城东部，规划面积58平方公里，拥有建设用地8.7万亩，均为工业用地；东临黄海，有43公里黄海岸线；北倚灌河，有30公里灌河岸线，河海相通，水路相连。位于灌河口的陈家港是国家一类临时开发口岸，5万吨级灌河航道已通航，已建有万吨级码头11座。作为盐城港的组合港、连云港的配套港，陈家港通达国内60多个港口，与日本、韩国均可直接通航。

响水经济区管理委员会（以下简称“经济区管委会”）作为响水县人民政府的派出机构，代表县政府在区内行使管理职能，享有县级经济建设管理权限，负责响水经济区内的基础设施建设、产业园建设等工作。

响水经济区是全县重要的工业经济载体，对地区工业经济增长的拉动作用明显。响水经济区以临港工业开发为主，重点发展船舶修造、船舶配套、能源、石油储备、钢铁、造纸、港口物流等产业，规划建设了冶金产业园、再生纸产业园、新能源新材料产业园、船舶配套产业园四大特色产业园区。

财政状况

1.盐城市

盐城市财政收入规模保持增长，政府性基金收入大幅增加，财政实力很强

近年来，在一般公共预算收入和政府性基金收入增长的带动下，盐城市财政收入⁴保持增长。从结构来看，2020年政府性基金收入占财政收入的比重大幅增加。

盐城市一般公共预算收入以税收收入为主，2019年税收收入小幅下降主要是受减税降费政策的影响，2020年实现回升。盐城市政府性基金收入持续增长，但政府性基金收入主要来自于国

⁴ 财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入。

有土地使用权出让收入，未来易受房地产市场波动和土地出让政策等因素影响，存在一定的波动风险。

2018年~2020年，盐城市财政支出⁵逐年增加，主要由一般公共预算支出和政府性基金支出构成。同期，盐城市地方财政自给率⁶分别为45.36%、43.61%和41.07%，财政自给程度一般。

图表5 盐城市财政收入、支出情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年
一般公共预算收入	381.00	383.00	400.10
其中：税收收入	305.06	294.98	300.40
非税收入	75.94	88.03	99.71
一般公共预算收入增速（%）	5.80	0.50	4.50
上级补助收入	313.03	316.76	326.12
政府性基金收入	357.13	389.65	633.71
财政收入	1051.16	1089.41	1359.93
一般公共预算支出	840.04	878.29	974.16
其中：刚性支出	422.62	437.67	-
上解上级支出	71.75	74.85	-
政府性基金支出	439.69	461.46	646.60
财政支出	1351.48	1414.60	-

资料来源：盐城市财政局，东方金诚整理

截至2020年末，盐城市地方政府债务余额为1370.19亿元，其中，一般债务余额602.41亿元，专项债务余额767.79亿元。

2021年上半年，盐城市全市完成一般公共预算收入257.4亿元，同比增长23.7%，其中税收收入200.8亿元，同比增长27.0%，占一般公共预算收入的比重78.0%。

2.响水县

近年来，响水县一般公共预算收入有所波动，政府性基金收入易受房地产市场及政府出让规划等影响，未来存在一定不确定性

2018年~2020年，响水县一般公共预算收入有所波动。同期，响水县以国有土地出让收入为主的政府性基金收入保持增长，其易受房地产市场及政府出让规划等影响，未来存在一定的不确定性

近年来响水县一般公共预算支出总体平稳。2018年~2020年，响水县财政自给率处于较低水平且有所下降。

截至2020年底，响水县地方政府债务余额为75.47亿元，其中一般债务35.54亿元，专项债务39.93亿元。

2021年1~5月，响水县全县完成一般公共预算收入12.44亿元，同比增长26.2%，税占比为82.2%。

⁵ 财政支出=一般公共预算支出+政府性基金支出+上解上级支出。

⁶ 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

图表 6 响水县财政预算收支情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年
一般公共预算收入	25.35	22.00	23.10
一般公共预算收入增速 (%)	6.1	-13.2	5.0
政府性基金收入	14.20	37.87	45.39
上级补助收入 (近似值) ⁷	36.19	42.47	32.13
一般公共预算支出	61.54	64.47	70.53
政府性基金支出	26.02	17.98	45.53
财政自给率 (%)	41.19	34.12	32.75

资料来源：公开资料，东方金诚整理

业务运营

经营概况

公司营业收入及毛利润均主要来自于项目代建、工程建设及贸易业务，近年来营业收入持续增长，贸易业务占比逐年上升

公司系响水经济区重要的基础设施建设主体，主要从事开发区范围内的基础设施建设等业务。

公司近三年营业收入持续增长，主要来自于项目代建、工程建设及贸易业务。根据项目建设委托方的不同，公司基础设施建设业务形成项目代建收入或工程建设收入；2018年，公司本部和子公司富达临港及新港建设新增不锈钢卷（坯）以及铝棒贸易业务，2020年收入大幅增加。

图表 7 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
项目代建	2.28	35.51	2.13	32.07	1.94	18.12
工程建设	3.14	48.89	2.74	41.39	1.48	13.83
贸易	1.00	15.59	1.76	26.54	6.67	62.23
其他	-	-	-	-	0.62	5.82
合计	6.42	100.00	6.63	100.00	10.72	100.00
业务板块	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
项目代建	0.34	15.04	0.32	15.03	0.26	13.49
工程建设	0.47	14.89	0.41	15.12	0.20	13.77
贸易	0.00 ⁸	0.15	0.00 ⁹	0.17	0.01	0.19
其他	-	-	-	-	0.62	100.00
合计	0.81	12.64	0.74	11.12	1.10	10.29

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

2018年~2020年，公司毛利润小幅波动，综合毛利率持续下降，主要是由于贸易业务毛利率很低。

⁷ 上级补助收入（近似值）：2018年及2019年数据使用一般公共预算支出-一般公共预算收入估算，2020年数据使用一般性转移支付收入+专项转移支付收入估算。

⁸ 14.91万元。

⁹ 29.98万元。

基础设施建设

作为响水经济区内重要的基础设施建设主体，公司主要承担响水经济区内的基础设施建设任务，业务具有较强的区域专营性

公司基础设施建设业务主要由子公司临港排水和新港建设负责，业务模式主要为委托代建，即公司与经济区管委会和响水县国城投资有限公司¹⁰（以下简称“国城投资”）等委托方签署项目代建协议，约定公司负责项目的投资建设以及项目管理等。建设阶段，公司通过招标等确定施工方，与施工方签订工程施工合同，由施工方负责具体的工程建设。项目建设的前期资金由公司负责筹集，委托方每年按项目工程进度与公司进行结算，结算金额按投资成本加成一定比例计算。其中，公司将与经济区管委会签订代建协议项目形成的收入确认为“项目代建收入”，与国城投资签订代建协议项目形成的收入确认为“工程建设收入”。

截至2020年末，公司完工的项目包括合金新材料产业园、中小企业产业园、污水处理和市政道路工程等。2018年~2020年，公司确认收入分别为5.42亿元、4.87亿元和3.43亿元。

图表8 2018年~2020年公司基础设施建设项目确认成本及收入明细（单位：万元）

项目名称	结转成本	确认收入	当期建设进度	项目业主
污水处理	12672.20	14908.46	完工	经济区管委会
合金新材料产业园	6710.98	7905.76	在建	经济区管委会
市政道路等基建	22302.4	26238.12	完工	国城投资
高端智能制造产业园	4429.81	5170.40	在建	国城投资
2018年小计	46115.39	54222.74	-	-
合金新材料产业园	18062.92	21258.18	在建	经济区管委会
高端智能制造产业园	23292.93	27442.45	在建	国城投资
2019年小计	41355.85	48700.63	-	-
合金新材料产业园	16805.47	19426.57	完工	经济区管委会
高端智能制造产业园	12791.05	14833.80	完工	国城投资
2020年小计	29596.52	34260.37	-	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力

截至2020年末，公司主要在建项目主要为本期债券募投项目浦港片区污水处理工程、浦港大道项目等，计划总投资额为13.82亿元，已累计完成投资4.16亿元，尚需投资9.66亿元。

¹⁰ 国城投资股东为响水县环境卫生管理所，依据响水县人民政府2015年1月22日出具的《关于委托响水县国城投资有限公司承担工程建设职能的通知》（响政发【2015】2号），委托国城投资作为响水县人民政府代表，完成响水经开区的工程建设任务。

图表 9 截至 2020 年末公司重点在建项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	累计投资	尚需投资
浦港片区污水处理工程	6.26	1.30	4.96
浦港大道、灌河五路、开创路、浦一路、 黄海大道及配套设施	2.56	0.91	1.65
黄海二路及配套设施	0.60	0.23	0.37
隆亨大道北延工程	0.70	0.15	0.55
灌河一路改造工程	1.20	0.64	0.56
道路、水利、供水基础设施建设	2.50	0.93	1.57
合计	13.82	4.16	9.66

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2020 年末，公司拟建项目为碧海银滩湿地公园项目和响水不锈钢交易市场一期工程项目，总投资为 5.30 亿元。总体来看，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

贸易业务

公司贸易业务为营业收入的重要补充，但该业务毛利率很低，对毛利润贡献比例很低

2018 年，公司新增贸易业务，由公司本部和子公司富达临港及新港建设负责，主要从事不锈钢钢坯、铝棒合金、重熔贸易。2019 年以来，公司贸易业务产品新增钢材、木材、水泥、石灰等，主要为建设园区的相关施工单位提供原材料。

不锈钢坯贸易业务模式：公司与下游公司沟通确定其需求型号、数量及需求时间等信息，根据各个子公司（富达临港、新港建设）的资金充足情况，选择具体的实施主体，由实施主体具体负责与供货方进行询价、询量、谈判等，达成意愿后，双方签订购销合同，合同中约定采购/销售商品名称、商标、型号、单价、重量及金额等信息。具体交货方式为由供方负责将货物运抵需方仓库，并承担运费。验收方面，对于存在质量异议的情况下，需方需在收到货物 7 天内以书面形式通知供方，超过 7 天未通知的视为产品合格。具体结算方式为按照实际到货量在 7 日内一次性付清货款。

铝棒合金、重熔棒贸易业务模式：公司与下游客户签订委托代购建材协议，约定委托公司代为采购铝棒合金、重熔棒等产品。公司与上游公司签订委托加工合同/销售合同，约定商品定价、材质、数量、规格等信息，具体运输及付款方式为根据与上游客户谈判的不同情况，以先款后货的方式结算，选择（1）付货款（定金）后上游客户安排生产、货款付清后上游客户将产品运输至公司指定地点，运费由上游客户承担，卸货由公司负责；或（2）付货款后上游客户直接发货至公司指定地点。在验收方面，选择（1）上游客户提供质量保证书，公司于货到当日予以验收，对质量有异议的应于收货三日内提出，超期视为产品合格；（2）上游客户提供货物的材质分析报告、产品合格证和料头，如因质量问题而发生争议的情况下，在公司所在地人民法院依法处理。

图表 10 2018 年~2020 年公司贸易业务上下游供应商、客户情况

	项目	名称
2018 年	上游供应商	恒生不锈钢
		荏平恒信铝业有限公司
	下游客户	天津二月兰科技有限公司
		响水德丰金属材料有限公司
2019 年	上游供应商	江苏隆基铝业有限公司
		恒生不锈钢
		盐城市紫透贸易有限公司
		滨海杜仕建材有限公司
	下游客户	上海盐荣实业有限公司
		盐城建盐商贸有限公司
		响水德丰金属材料有限公司
		江苏金贸建设有限公司响水分公司
2020 年	上游供应商	江苏隆基铝业有限公司
		盐城市鹰昂建材有限公司
		昆山市华泰市政工程有限公司
		盐城市萨帕金属贸易有限公司
	下游客户	上海盐荣实业有限公司
		滨海杜仕建材有限公司
		成都宏竞辉贸易有限公司
		盐城市迈拓供应链有限公司
2020 年	下游客户	响水县正创贸易有限公司
		响水熙叶金属制品有限公司
		江苏德丰金属材料有限公司
		江苏腾凯金属新材料有限公司
2020 年	下游客户	江苏龙尚重工有限公司

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年~2020 年，公司实现贸易收入分别为 1.00 亿元、1.76 亿元和 6.67 亿元，毛利率为 0.15%、0.17%和 0.19%，对毛利润贡献比例很低。

其他业务

2020 年公司新增其他业务收入，主要来源于出租业务

2020 年，公司新增其他业务收入，主要为出租业务收入及利息收入。

出租业务主要分为两类：产业园房产出租业务和养殖塘口出租业务。子公司新港建设将持有的产业园房产出租给当地入驻企业，获取一定的出租收入。依据《厂房租赁合同》，新港建设作为出租人将其持有的厂房出租给园区内企业，计划租赁期限一般为 5 年，租赁合同一年一签，租金标准为 80 元/平方米/年。公司所持有厂房配套的办公楼及宿舍亦出租给相关入驻企业，与相关单位签订《房屋租赁合同书》，租金标准为 140 元/平方米/年。2020 年，新港建设产业园房产出租业务获取收入为 460.51 万元。

新港建设将其持有的海产品养殖塘口 1~4 段对外进行出租，每年度获取相应的租金收入。2020 年度，新港建设养殖塘口出租收入为 2756.88 万元。

外部支持

公司作为响水经济区重要的基础设施建设主体，在增资、资产划拨和财政补贴等方面得到了股东及相关各方的大力支持

公司是响水经济区重要的基础设施建设主体。同时也是响水县重要的基础设施建设主体之一。除公司外，响水县灌江控股集团有限公司（以下简称“灌江控股”）为响水县另一家重要的基础设施建设公司，主要负责响水县除响水经济区外区域的基础设施建设。

增资方面，公司自成立以来不断获得股东增资，实收资本从成立之初的 0.05 亿元增加至 2021 年 6 月末的 10.00 亿元。

财政补贴方面，2018 年~2020 年，公司收到的财政补贴分别为 0.70 亿元、0.70 亿元和 0.70 亿元。

2020 年，公司获得无偿划拨取得的对恒生不锈钢债权，形成资本公积 6.10 亿元；划拨取得响水开投 55% 股权，形成资本公积 8.03 亿元；子公司新港建设划拨取得厂房和土地形成资本公积 11.84 亿元；子公司响水开投划拨取得土地形成资本公积 14.80 亿元。

考虑到公司未来将继续保持在盐城市响水经济区基础设施建设的专营地位，预计公司股东及相关各方对公司仍将保持较大的支持力度。

企业管理

产权结构

截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为人民币 10.00 亿元；响水县国资办为公司唯一股东和实际控制人。

治理结构

公司不设股东会，由响水县国资办行使股东权利。公司设立了董事会、监事会、总经理及经营管理机构。

董事会是公司经营管理的最高决策机构，由 5 人组成，其中职工代表 2 人，董事每届任期 3 年。董事会设董事长 1 人，由股东会指定产生。但董事会中的职工代表由公司职工通过职工大会或职工代表大会民主选举产生。

公司监事会设监事 5 人，其中职工代表 2 人，监事每届任期 3 年。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，由董事会聘任或者解聘，总经理统一负责公司的日常经营和管理。

管理水平

公司本部下设人力资源部、财务部、投资项目部、工程技术部、营销部和办公室 6 个职能部门，并制定了会计核算制度、建设工程合同管理办法、投融资管理办法、实物资产管理办法、现金管理制度和资金拆出等制度，对财务与资金管理、工程项目管理、投资经营与资产管理、工程项目和设备招投标管理、人力资源管理、文秘行政及后勤管理等作出明确规定。

综合来看，公司内部组织架构较为合理，管理制度较为健全。

财务分析

财务质量

公司提供了 2018 年~2020 年合并财务报表。中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年~2020 年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2020 年末，公司合并报表范围共有 8 家子公司，详见图表 1，2020 年 12 月，公司收到盐城市响水工业经济区管理委员会划转的响水开投 55% 股权，将其纳入合并范围。

资产构成与资产质量

公司资产规模逐年增加，资产以流动资产为主，但流动资产中变现能力较差的存货占比较大，资产流动性较低

2018 年~2020 年末，公司资产总额持续增长，流动资产占比分别为 84.12%、83.32% 和 59.60%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，2020 年末，上述四项占流动资产的比重分别为 10.03%、12.35%、5.63% 和 69.03%。

图表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
资产总额	58.46	64.41	115.04
流动资产	49.18	53.66	68.57
其中：货币资金	5.60	3.82	6.88
应收账款	7.04	9.97	8.47
其他应收款	3.68	3.78	3.86
存货	32.85	34.64	47.33
非流动资产	9.28	10.74	46.47
其中：长期应收款	0.00	0.00	6.22
长期股权投资	7.84	9.34	2.79
投资性房地产	-	-	32.69

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司货币资金有所波动，主要是银行存款和票据保证金及借款保证金，截至 2020 年末，使用权受限的货币资金为 5.15 亿元，受限比例很大。

公司应收账款主要应收江苏省响水县沿海经济区管委会和国城投资的基础设施建设项目结算款，2018 年~2020 年末小幅增加。2020 年末，公司应收国城投资结算款 3.17 亿元，应收江苏省响水县沿海经济区管委会结算款 3.30 亿元，账龄主要集中在 1 年以内及 1-2 年，均未提坏账准备。

公司其他应收款主要为与其他政府部门其关联方的往来款及借款保证金。2020 年末，公司其他应收款主要应收对象为响水县海洋投资有限责任公司、响水县港城建设有限公司、江南金融租赁股份有限公司、长江联合融资租赁有限公司、光大兴陇信托有限责任公司，分别为 2.74 亿元、0.98 亿元、0.05 亿元、0.05 亿元和 0.01 亿元，合计占公司其他应收款的比重为 99.50%。

公司存货主要由土地使用权和已完工项目成本构成，近三年持续增长，其中 2020 年末增长

36.66%，主要为当年度新增摘牌土地、合并子公司所致。同期末，公司存货中土地使用权合计 86 宗，主要为工业用地和商业用地。公司土地面积 1347.96 万平方米，合计账面价值 44.61 亿元，均已缴纳土地出让金，使用权类型为出让。另外，存货中已完工待结算项目成本 2.72 亿元。

公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资和投资性房地产构成，占总资产比重逐年增加。根据公司提供的资料，2020 年 5 月，响水经济区管委会将其对响水恒生不锈钢铸造有限公司的 5.5 亿元本金债权及利息转让公司，公司新增长期应收款 6.22 亿元，但该款项的收回及资金的实际使用权存在较大不确定性。近年来，公司长期股权投资为对响水开投、响水德力新材料科技有限公司和江苏库纳实业有限公司的股权投资，2020 年大幅下降，主要系将响水开投入合并范围后冲减长期股权投资科目所致。响水德力新材料科技有限公司主要从事新材料生产；江苏库纳实业有限公司主要从事铝材生产，公司投资以上公司主要为扶持园区内企业发展并获取投资收益。2020 年公司新增投资性房地产价值 32.69 亿元，主要系经开区管委会注入的两处厂房（账面价值 5.04 亿元）、公司将部分持有的用于对外出租的土地转入该科目（27.65 亿元，均为划拨取得）所致，均采用公允价值计量。

截至 2020 年末，公司受限资产包括存货 4.59 亿元、投资性房地产 10.03 亿元、固定资产 1.37 亿元以及货币资金 5.15 亿元，合计 21.14 亿元，占资产总额的比重为 18.38%。

资本结构

近年来，受分配利润的增长、收到划拨资产的影响，公司所有者权益大幅增加

2018 年~2020 年末，公司所有者权益有所增加，资本实力有所增强。从构成来看，公司实收资本未发生变化；资本公积主要为近年来公司划转取得的新港建设和响水开投股权、土地资产和转让债权等；未分配利润为公司历年经营产生的净利润累积，逐年有所增长。

图表 12 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
实收资本	10.00	10.00	10.00
资本公积	29.00	29.00	69.77
未分配利润	3.47	4.32	6.38
所有者权益合计	42.89	43.81	87.03

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司负债总额和全部债务增长较快，债务率处于较低水平，但公司短期债务集中兑付程度依然较高；随着在建项目推进和新项目开工，未来公司债务规模或将持续上升

公司负债总额呈增长态势。2018 年~2020 年末，公司流动负债占负债总额的比例分别为 29.59%、90.17%和 48.25%。

公司流动负债规模总体有所波动，因即将到行权日的应付债券转入一年内到期的非流动负债，2019 年末流动负债规模很大。

公司短期借款近三年小幅波动，2020 年末公司短期借款中抵押借款 0.60 亿元，保证借款 0.37 亿元；公司其他应付款于 2020 年末大幅加，主要为应付江苏响水沿海经济开发区管理委员会的拆借款 2.38 亿元；一年内到期的非流动负债大幅减小，主要系债券期限为 2+1 年的“18

兴海 01 债”和“18 兴海 02 债”于 2020 年回售实际偿还。

图表 13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
负债总额	15.58	20.60	28.01
流动负债	4.61	18.57	13.52
其中：短期借款	0.85	1.39	0.97
应付票据	1.02	2.29	5.15
其他应付款 ¹¹	0.55	0.40	2.53
一年内到期的非流动负债	0.80	11.34	0.92
非流动负债	10.97	2.03	14.50
其中：长期借款	0.77	1.86	7.85
应付债券	9.83	0.00	4.95
长期应付款	0.38	0.17	1.30

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款。2020 年末，公司长期借款为保证借款和抵押借款；应付债券系 2020 年发行的 4.95 亿元“20 兴海 02 债”；长期应付款为公司的融资租赁借款，2020 年末大幅增加，借款主体为新港建设。

有息债务和债务率方面，2018 年~2020 年末，公司全部债务呈增长态势。公司资产负债率和全部债务资本化比率于 2020 年末有所波动，债务率仍处于较低水平。随着公司工程项目的进一步开展，预计公司债务规模将有所增加。

截至 2021 年 6 月末，公司债务期限结构见下图，到期债务较为集中。2021 年 7~12 月公司需偿还债务 5.54 亿元，其中 2.80 亿元的应付票据有足额保证金。

图表 14 公司全部债务情况（单位：亿元、%）



项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
短期债务	2.67	15.02	7.04
长期债务	10.97	2.24	14.09
全部债务	13.64	17.25	21.13
资产负债率	26.64	31.98	24.35
全部债务资本化比率	24.13	28.25	19.54

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2020 年末，公司为响水城市资产投资控股集团有限公司提供担保 7.92 亿元，担保比

¹¹ 不含应付利息及应付股利。

率为 9.11%。

盈利能力

公司营业收入持续增长，但利润对政府补贴具有较大的依赖性，盈利能力较低

2018 年~2020 年，公司营业收入持续增长；期间费用主要为财务费用，对利润总额有一定侵蚀作用。

2020 年公司利润总额较上年末有所增长，主要系公允价值收益较大所致，补贴收入较为稳定，利润对政府补贴仍具有较大的依赖性。同期，公司总资本收益率、净资产收益率有所波动，盈利能力较低。

图表 15 公司盈利能力指标（单位：亿元）

科目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	6.42	6.63	10.72
营业利润率 (%)	12.41	10.55	9.90
期间费用	0.25	0.15	0.28
期间费用占比营业收入 (%)	3.83	2.20	2.58
利润总额	1.26	1.25	2.69
财政补贴	0.70	0.70	0.70
总资本收益率 (%)	2.04	1.55	2.14
净资产收益率 (%)	2.15	2.10	2.48

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

现金流

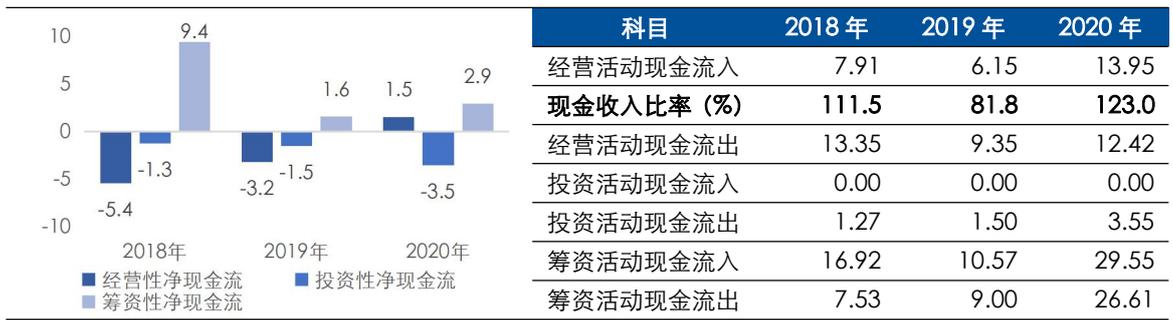
公司经营性净现金流有所波动，主要受工程结算款、财政补贴和往来款影响，存在一定不确定性，所需现金对外部融资依赖较大

公司经营活动现金流入主要来自于基础设施项目结算款和财政补贴等，主营业务获现能力有所波动；经营活动现金流出主要是支付的项目工程款、支付土地价款等形成的现金流出。近年来，公司经营性净现金流出规模减小并由负转正，主要受工程结算款、财政补贴和往来款影响，存在一定不确定性。

公司投资活动现金流出主要为购置固定资产及投资所支付的现金；同期，公司筹资活动现金流入主要为银行借款形成的现金流入用于项目建设，为现金的最主要来源。

2018 年~2020 年，公司现金及现金等价物净增加额分别为 2.67 亿元、-3.13 亿元和 0.92 亿元。

图表 16 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

科目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入	7.91	6.15	13.95
现金收入比率 (%)	111.5	81.8	123.0
经营活动现金流出	13.35	9.35	12.42
投资活动现金流入	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流出	1.27	1.50	3.55
筹资活动现金流入	16.92	10.57	29.55
筹资活动现金流出	7.53	9.00	26.61

偿债能力

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性, 得到了股东及相关部门的大力支持, 综合偿债能力很强

2018年~2020年, 公司流动比率和速动比率较高, 但是流动资产中存货和其他应收款等变现能力较差, 且货币资金受限比率较大, 流动资产对流动负债的保障能力一般。2020年末, 公司账面货币资金对短期债务覆盖程度较好, 但考虑到公司受限货币资金比例较高, 货币资金对短期债务的实际覆盖情况较差, 公司面临一定短期偿债压力。

图表 17 公司偿债能力主要指标 (单位: %)

科目	2018年	2019年	2020年
流动比率	1066.95	288.93	507.33
速动比率	354.17	102.45	157.12
现金比率	121.58	20.58	50.90
货币资金/短期有息债务	209.66	25.45	97.68
经营现金流流动负债比	-118.18	-17.27	11.31
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.01	1.29	2.32
全部债务/EBITDA (倍)	9.17	13.48	7.42

资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

从长期偿债能力来看, 公司 EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。同时, 公司经营活动现金流表现不佳, 对公司债务保障程度较低。

截至 2021 年 6 月末, 公司 2021 年内到期的债务合计 5.54 亿元, 偿还资金来源主要为账面可用资金、项目回款以及新增融资等。授信方面, 2020 年末, 公司各银行的贷款授信总额度为 8.67 亿元, 已使用 7.34 亿元, 尚未使用 1.33 亿元。

本期债券拟发行额为 7.00 亿元, 是公司 2020 年末全部债务和负债总额的 0.33 倍和 0.25 倍。以公司 2020 年末的财务数据为基础, 如不考虑其他因素, 本期债券发行后, 公司资产负债率和全部债务资本化比率将上升至 28.69%和 24.43%。

考虑到公司作为响水经济区重要的基础设施建设主体, 业务具有较强的区域专营性, 得到了股东及相关部门的大力支持。东方金诚认为, 综合偿债能力很强。

同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA 的城市开发建设主体,对 2020 年度地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比。

图表 18 同业对比情况 (单位: 亿元、%)

项目	江苏兴海控股集团 有限公司	盐城市亭湖城市资 产投资实业有限公 司	淄博市博山区公有 资产经营有限公司	泰州市高港高新区 开发建设有限责任 公司
地区	盐城市响水县	盐城市亭湖区	淄博市博山区	泰州市高港区
GDP	405.74	561.36	234.03	634.97
GDP 增速	6.1	4.0	3.6	4.1
人均 GDP	6.56	8.22	-	-
一般公共预算收入	23.10	39.00	14.80	46.40
一般公共预算支出	70.53	48.16	31.17	-
资产总额	115.04	121.59	98.38	138.40
所有者权益	87.03	47.15	34.40	54.50
营业收入	10.72	4.66	8.08	12.46
利润总额	2.69	2.00	1.81	1.21
资产负债率	24.35	61.22	65.03	60.63
全部债务资本化比率	19.54	57.77	-	-

注: 以上企业最新主体信用等级及展望均为 AA/稳定, 数据源自各企业公开披露的 2020 年数据, 东方金诚整理

与行业对比组企业相比, 响水县经济财政实力在对比组中处于中等水平。公司资产规模均位居中位, 所有者权益及利润总额最高, 营业收入规模较大, 债务率处于最低水平。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用信息报告(银行版), 截至 2021 年 7 月 12 日, 公司本部已结清信贷、未结清信贷中无不良或关注类贷款记录。截至本报告出具日, 公司于资本市场发行的各类债券均已按时支付本息。

抗风险能力

基于对盐城市及响水县地区经济及财政实力、公司业务区域专营优势、股东及相关方的支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断, 公司抗风险能力很强。

增信措施

根据江苏再担保集团出具的《担保函》, 江苏再担保集团为本期债券品种一的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 保证范围包括本期债券品种一的本金及利息, 以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。

江苏再担保集团的担保代偿能力极强, 对本期债券品种一提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证具有很强的增信作用

江苏再担保集团是江苏省委、省政府基于促进中小微企业和实体经济发展、支持创新创业、

服务中小企业、“三农”为经济目的而设立的省级政策性再担保机构。江苏再担保集团成立于2009年12月，由江苏省人民政府、江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏乾明投资有限公司、波司登股份有限公司和江苏雨润食品产业集团有限公司共同出资组建，初始注册资本为30.00亿元。经过多次股东增资和转增资本，截至2020年末，江苏再担保集团实收资本为88.17亿元，其中江苏省财政厅直接持股25.42%，为江苏再担保集团实际控制人。

江苏再担保集团以贷款担保、债券担保等融资性担保业务和再担保业务为主业，并以自有资金在监管许可范围内开展投资业务。同时，江苏再担保集团通过下属子公司开展多元化金融服务。截至2020年末，江苏再担保集团共有15家并表子公司，业务范围覆盖担保、再担保、融资租赁、小额贷款、资产管理、典当等金融服务领域。

截至2020年末，江苏再担保集团资产总额223.40亿元，净资产136.36亿元，融资性担保责任余额626.99亿元，融资性担保放大倍数5.01倍。2020年，江苏再担保集团实现营业收入21.57亿元，净利润为5.47亿元。

江苏省经济发展状况良好，2020年生产总值达到10万亿元以上，位居全国第二，财政实力雄厚，为融资担保行业的发展创造了良好的外部环境；江苏再担保集团承担着构建江苏省再担保体系的政策性职能，在业务发展、资本补充、风险补偿等方面能够获得省政府的大力支持；江苏再担保集团再担保业务主要与国担基金、省内国有背景担保机构合作，建立了完善的风险分担机制，整体风险控制情况较好，未来业务空间较大；通过持续增资，江苏再担保集团2020年末实收资本达到88.17亿元，在全国同业中处于较高水平，为担保代偿提供强力支撑。

受区域内部分中小企业经营承压影响，江苏再担保集团担保业务代偿风险有所上升，同时租赁业务和小贷业务资产质量亦有所下滑；江苏再担保集团直接担保业务、委托贷款业务和信托产品投资所涉及的融资主体都以江苏省内区县级及以上城投公司为主，客户集中度较高；江苏再担保集团投资资产规模较大，其中委托贷款、信托产品、权益工具等占比较高，面临的信用风险和流动性风险有所上升。

东方金诚评定江苏再担保集团的主体信用等级为AAA，评级展望稳定。江苏再担保集团的担保代偿能力极强，对本期债券品种一提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

苏州市融资再担保有限公司

根据苏州再担保出具的《担保函》，苏州再担保对本期债券品种二提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。苏州再担保的范围包括本期债券品种二债券本金及利息，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。

苏州再担保的综合财务实力很强，为本期债券品种二提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有较强的增信作用

苏州再担保成立于2011年8月，系由苏州国际发展集团有限公司（简称“苏州国发”）、苏州市农业融资担保有限公司、苏州营财投资集团有限公司等15家苏州市属国有企业共同出资设立，初始注册资本为6亿元。2017年6月，苏州国发对苏州再担保增资9亿元，使其注册资本增至15亿元。苏州再担保控股股东为苏州国发，实际控制人为苏州市人民政府国有资产监督

管理委员会（以下简称“苏州市国资委”）。苏州再担保为苏州市政策性再担保公司，目前主要开展融资性担保业务、非融资性担保业务和政策性再担保业务。

苏州再担保自成立以来不断完善治理架构，建立了由股东会、董事会、监事会和高级管理层组成的“三会一层”治理架构。苏州再担保董事、监事和高级管理层曾历任担保、银行或相关领域管理人员，均具有丰富的金融机构从业经验，管理能力较强。

苏州再担保以政策性再担保业务，为当地国有企业、中小企业融资提供直接担保为主营业务，服务于地方担保体系的建设及中小企业融资环境的改善。苏州再担保重点发展直接担保业务，再担保业务规模有所下降，而直接担保业务规模增长较快。从收入构成来看，苏州再担保营业收入主要来源于投资收益和直接担保业务收入。2018年四项配套制度颁布实施，苏州再担保逐步压降信托产品投资资产规模，带动投资收益下滑。与此同时，苏州再担保直接担保业务规模增长较快，驱动担保业务收入保持增长，具体为融资性担保业务收入得到提升。

苏州再担保直接担保业务以融资性担保业务为主，主要为贷款担保等间接融资性担保业务，以及债券担保等直接融资性担保业务。非融资性担保业务以履约保函担保业务为主。近年来受监管政策及自身业务结构调整影响，苏州再担保直接融资性担保业务、非融资性担保业务发展迅猛，间接融资性担保业务规模有所下滑。截至2020年末，苏州再担保直接融资性担保余额、间接融资担保余额和非融资性担保余额的占比分别为50.29%、19.18%和30.53%。

从资产构成来看，苏州再担保资产以货币资金、可供出售金融资产、持有至到期投资等为主，非流动资产的占比较高。截至2020年末，苏州再担保母公司口径资产总额为21.95亿元，其中流动资产和非流动资产的比重分别为37.81%和62.19%，其中流动资产占比较年初下降12.25个百分点，主要系苏州再担保将部分货币资金投资于债券和信托产品所致。截至2020年末，苏州再担保流动资产由货币资金、其他应收款、理财产品等组成。苏州再担保其他应收款主要系日常业务往来形成。苏州再担保非流动资产主要为对外投资与购买信托产品形成的可供出售金融资产、投资债券计入的持有至到期投资等。金融投资的资金流向以江苏省各国有企业为主，公开主体评级均在AA及以上，资产质量相对较好。

苏州再担保担保业务发展较快，资产负债率相对较低。苏州再担保负债以担保赔偿准备金和未到期责任准备金为主，其他部分包括日常业务往来形成的其他应付款、长期应付款、应付职工薪酬和应交税费等。截至2020年末，苏州再担保合计准备金计提规模为5.32亿元，准备金覆盖率为6.13%。

苏州再担保净资产主要来源于内源性利润积累，净资产规模增长缓慢。随着融资性担保业务规模提升，苏州再担保担保放大倍数上升至相对较高水平，未来随着债券担保业务拓展力度的加大，面临一定资本补充压力。

东方金诚认为苏州再担保担保业务客户质量较好，直接担保业务客户中江苏省内国有企业占有较大比重，担保代偿率处于行业较低水平；苏州再担保的投资资产以股权和债券投资为主，风险偏好相对较小，投资收益对收入形成良好的补充；作为市级政策性再担保机构，苏州再担保在苏州市担保体系建设中占据重要地位，能够获得股东和政府在本金注入以及业务拓展等方面的支持。

同时，东方金诚也关注到，苏州再担保融资担保业务区域、行业集中度偏高，易受当地政府财政收入及融资政策变化影响；随着融资性担保业务规模提升，苏州再担保担保放大倍数上升至相对较高水平，预计未来将面临补充资本的压力；受投资资产收益率下降、担保费率偏低、准备金新增计提影响，苏州再担保盈利能力较弱，处于行业较低水平。

综上所述，东方金诚评定苏州市融资再担保有限公司主体信用等级为 AA+，评级展望稳定。苏州再担保对本期债券品种二提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有较强的增信作用。

结论

东方金诚认为，近年来响水县地区经济保持增长，经济实力较强；公司是响水经济区内重要的开发建设主体，业务具有较强的区域专营性；公司在资产划拨和财政补贴等方面得到了股东及相关各方的大力支持。

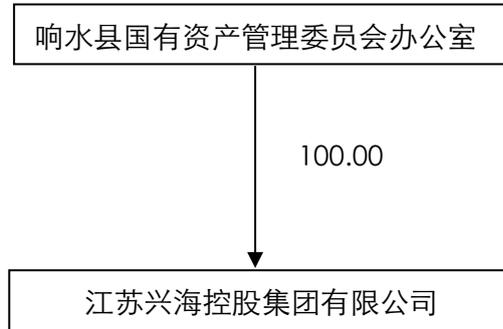
同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建基础设施项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性较低；公司经营性净现金流易受工程结算款、财政补贴和往来款影响，现金来源对外部融资依赖较大。

江苏省信用再担保集团有限公司为本期债券品种一提供的不可撤销连带责任保证具有很强增信作用；苏州市融资再担保有限公司为本期债券品种二提供的不可撤销连带责任保证具有较强的增信作用。

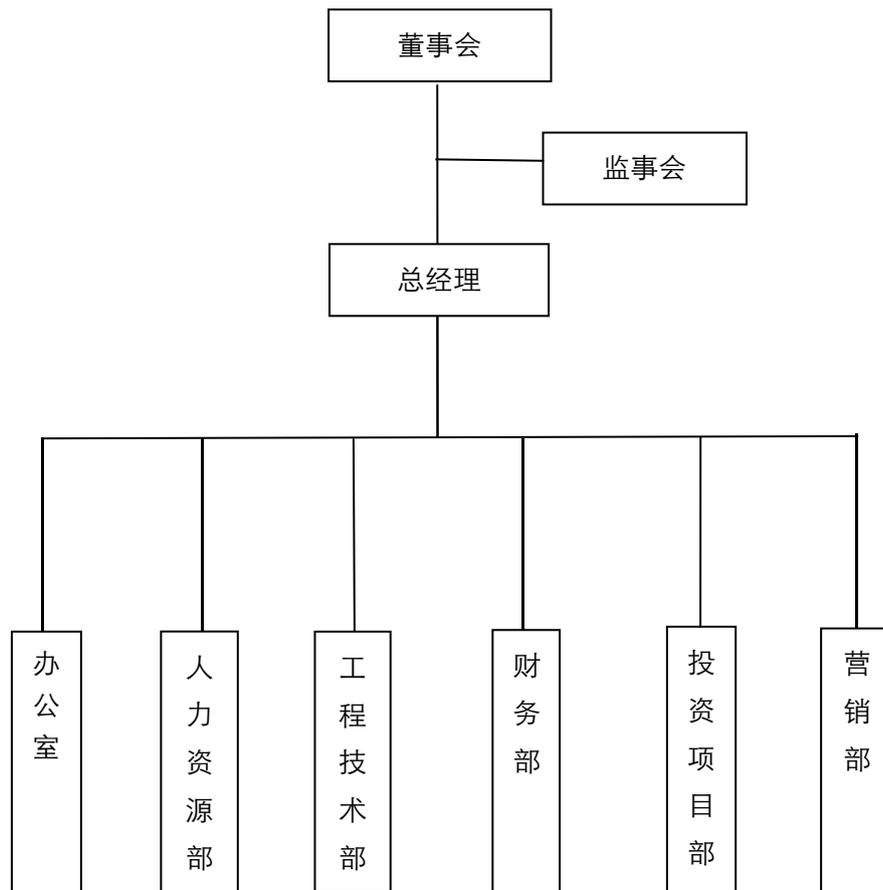
综上所述，公司主体信用风险很低，偿债能力很强，本期债券品种一到期不能偿还的风险极低；本期债券品种二到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2021 年 3 月末公司股权结构和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2018年	2019年	2020年
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	58.46	64.41	115.04
存货	32.85	34.64	47.33
投资性房地产	0.00	0.00	32.69
应收账款	7.04	9.97	8.47
货币资金	5.60	3.82	6.88
长期应收款	0.00	0.00	6.22
负债总额	15.58	20.60	28.01
长期借款	0.77	1.86	7.85
应付票据	1.02	2.29	5.15
应付债券	9.83	0.00	4.95
其他应付款	0.55	0.40	2.53
应交税费	1.22	1.73	1.98
全部债务	13.64	17.25	21.13
其中：短期有息债务	2.67	15.02	7.04
所有者权益	42.89	43.81	87.03
营业收入	6.42	6.63	10.72
利润总额	1.26	1.25	2.69
经营活动产生的现金流量净额	-5.45	-3.21	1.53
投资活动产生的现金流量净额	-1.27	-1.50	-3.55
筹资活动产生的现金流量净额	9.40	1.58	2.94
主要财务指标			
营业利润率（%）	12.41	10.55	9.90
总资本收益率（%）	2.04	1.55	2.14
净资产收益率（%）	2.15	2.10	2.48
现金收入比（%）	111.46	81.84	123.03
资产负债率（%）	26.64	31.98	24.35
长期债务资本化比率（%）	20.36	4.86	13.93
全部债务资本化比率（%）	24.13	28.25	19.54
流动比率（%）	1066.95	288.93	507.33
速动比率（%）	354.17	102.45	157.12
经营现金流动负债比（%）	-118.18	-17.27	11.31
EBITDA 利息倍数（倍）	4.01	1.29	2.32
全部债务/EBITDA（倍）	9.17	13.48	7.42

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务
 短期有息债务=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+其他短期有息债务
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“2022年江苏兴海控股集团有限公司绿色债券”的存续期内密切关注江苏兴海控股集团有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向江苏兴海控股集团有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，江苏兴海控股集团有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如江苏兴海控股集团有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司
2021年8月25日

