



江苏筑富实业投资有限公司及相关债券 2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



江苏筑富实业投资有限公司及相关债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

| | 本次评级 | 上次评级 |
|----------------|------|------|
| 主体信用等级 | AA | AA |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 16 苏筑富债/PR 苏筑富 | AA+ | AA+ |
| 20 筑富债/20 苏筑富债 | AAA | AAA |

评级观点

- 中证鹏元维持江苏筑富实业投资有限公司（以下简称“江苏筑富”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“16 苏筑富债/PR 苏筑富”的信用等级为 AA+，维持“20 筑富债/20 苏筑富债”的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性仍具有一定持续性，继续得到股东和当地政府的大力支持，此外，国有土地使用权和房地产抵押担保仍能有效提升“16 苏筑富债/PR 苏筑富”的安全性，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保仍能有效提升了“20 筑富债/20 苏筑富债”的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司贷款及担保业务面临一定的代偿及回收风险，资产流动性较弱，面临一定的资金压力和偿债压力，存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 06 月 27 日

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2022.03 | 2021 | 2020 | 2019 |
|---------------|---------|---------|---------|--------|
| 总资产 | 200.48 | 192.87 | 189.36 | 175.85 |
| 所有者权益 | 130.95 | 130.56 | 125.93 | 122.63 |
| 总债务 | 42.18 | 41.69 | 39.37 | 30.52 |
| 资产负债率 | 34.68% | 32.31% | 33.50% | 30.26% |
| 现金短期债务比 | 1.56 | 1.64 | 0.86 | 0.36 |
| 营业收入 | 1.77 | 10.10 | 10.03 | 10.03 |
| 其他收益 | 0.83 | 3.64 | 2.68 | 2.70 |
| 利润总额 | 0.40 | 1.87 | 2.05 | 2.00 |
| 销售毛利率 | 17.50% | 11.91% | 14.53% | 14.37% |
| EBITDA | -- | 4.54 | 4.06 | 3.50 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 2.02 | 2.11 | 2.39 |
| 经营活动现金流净额 | -1.11 | 3.75 | -1.96 | 4.98 |
| 收现比 | 105.65% | 114.23% | 108.10% | 71.77% |

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

优势

- **灌云县区位优势较为明显，主导产业发展迅速且财政实力稳步提升，为公司发展提供了良好的外部运营环境。**灌云县已形成包括港口、铁路、航空、高速公路及河运的立体交通网络体系，工业经济以临海化工、装备制造、新能源新材料、轻工纺织食品四大产业为支柱，近年来区域经济持续增长，财力稳步提升。
- **公司工程建设业务仍具有一定持续性。**公司作为灌云县主要的基础设施建设主体，主要从事灌云县内城市基础设施等项目的投资建设，目前工程建设项目总投资规模较高。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2021年公司共计获得地方政府财政补贴3.64亿元，有效提升了公司的利润水平。
- **国有土地使用权和房地产抵押担保仍能有效提升“16苏筑富债/PR苏筑富”的安全性。**公司以置换后评估价值31.69亿元国有土地使用权和房地产为本期债券提供抵押担保，最新一期评估基准日为2021年9月30日，抵押土地和房地产账款价值为债券余额的4.74倍，仍能有效提升“16苏筑富债/PR苏筑富”的安全性。
- **保证担保有效提升“20筑富债/20苏筑富债”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为AAA，其为“20筑富债/20苏筑富债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“20筑富债/20苏筑富债”的信用水平。

关注

- **公司担保及贷款业务面临代偿及回收风险。**公司子公司灌云县泰和融资担保有限公司（以下简称“泰和担保公司”）在保责任余额较高，发生担保代偿额较大；公司对外贷款对象主要为中小企业，已经出现损失贷款，面临回收风险。
- **公司资产流动性较弱。**截至2021年末，公司存货和其他应收款占资产总额比重较高。存货主要为待开发土地，受限比例较高；其他应收款主要为当地政府部门、单位及地方国有企业往来款，对公司营运资金形成较大占用。
- **公司面临一定的资金压力和偿债压力。**公司2021年经营活动现金流虽好转，但呈现波动趋势，主要在建和拟建项目尚需投资规模仍较大，且2021年公司总债务继续增长，随着在建项目投入，可能会继续扩充债务。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2021年末，公司担保余额为47.91亿元（不含子公司融资担保业务中的对外担保责任余额），担保对象为国企或政府部门，但均无反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|---------------|--------------------|
| 城投公司信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2019V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法 | cspy_ff_2019V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

| 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 | 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 |
|------|-----------------|------|--------|--------------|------|
| 业务状况 | 区域风险状况 | 中等 | 财务风险状况 | 有效净资产规模 | 6 |
| | GDP规模 | 2 | | 资产负债率 | 6 |
| | GDP增长率 | 5 | | EBITDA利息保障倍数 | 7 |
| | 地区人均GDP/全国人均GDP | 3 | | 现金短期债务比 | 5 |
| | 公共财政收入 | 2 | | 收现比 | 6 |
| | 区域风险状况调整分 | 0 | | | |
| | 经营状况 | 强 | | | |
| | 业务竞争力 | 6 | | | |
| | 业务持续性和稳定性 | 6 | | | |
| | 业务多样性 | 2 | | | |

| | | | |
|----------|---|----------|----|
| 业务状况等级 | 强 | 财务风险状况等级 | 很小 |
| 指示性信用评分 | | | aa |
| 调整因素 | 无 | 调整幅度 | 0 |
| 独立信用状况 | | | aa |
| 外部特殊支持调整 | | | 0 |
| 公司主体信用等级 | | | AA |

历史评级关键信息

| 主体评级 | 债项评级 | 评级日期 | 项目组成员 | 适用评级方法和模型 | 评级报告 |
|-------|------|------------|---------|--|----------------------|
| AA/稳定 | AA+ | 2021-06-28 | 秦风明、张旻燊 | 城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0) | 阅读全文 |
| AA/稳定 | AA+ | 2016-07-05 | 董斌、林心平 | 城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0) | 阅读全文 |

本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行规模 (亿元) | 债券余额 (亿元) | 上次评级日期 | 债券到期日期 |
|-----------------|-----------|-----------|------------|------------|
| 16 苏筑富债 /PR 苏筑富 | 16.00 | 6.40 | 2021-06-28 | 2023-07-20 |
| 20 筑富债/20 苏筑富债 | 8.00 | 8.00 | 2021-06-28 | 2027-06-10 |

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2016年7月20日发行7年期16亿元的“16苏筑富债/PR苏筑富”公司债券，募集资金原计划用于灌云县东城新区民营工业园区及规划区安置房建设工程项目（4.00亿元）、灌云县海滨大道建设工程项目（4.30亿元）、灌云县农村饮水安全工程项目（5.50亿元）和补充流动资金（2.20亿元）。根据公司2016年9月1日披露的《江苏筑富实业投资有限公司关于拟变更“16筑富债”募集资金用途的公告》，公司将原计划用于灌云县农村饮水安全工程项目的5.50亿元，改用于灌云县沂北片区中小河流治理工程项目。截至2022年4月13日，债券募集资金专项账户余额为8,690.87元。

公司于2020年6月10日发行7年期8亿元的“20筑富债/20苏筑富债”公司债券，其中6.00亿元用于灌云县综合物流中心项目，2.00亿元用于补充营运资金。截至2022年3月31日，债券募集资金专项账户余额为19,155.20元。

三、发行主体概况

2021年，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2021年末，公司注册资本和实收资本仍均为60,088.00万元，控股股东和实际控制人均为灌云县人民政府，持股比例为100%。公司股权结构图如附录二所示。

公司是灌云县主要城市基础设施建设和投融资主体，仍主要从事灌云县内的城市基础设施等项目的投资建设，另外还开展担保、小贷等金融类业务，2021年公司主营业务未发生变化。公司于2021年10月15日对公司法人、董事会成员、监事会成员以及高级管理人员做出调整，杨波不再担任公司法定代表人、董事长及总经理，李依原不再担任公司监事。由吴立国担任公司的法定代表人、董事长及总经理，新增李依原为公司职工董事，新增宋歌为公司职工监事。杨波为公司副董事长。公司又于2022年4月12日对公司章程中董事会人员构成、董事会成员和高级管理人员作出调整，公司章程修改公司董事会成员由5名增加至7名，其中股东委派2名、外部董事4名、职工董事1名。具体人员方面，免去王丽副董事长职务；免去陆晓燕、李依原职工董事成员职务，聘任熊章玲、温井坤、张晓磊、邱士林为外部董事；聘任陈金虎为职工董事，以上变更具体情况如下表1所示。上述人事变动相关工商变更登记手续已完成。公司《公司章程》也进行了修订。

表1 跟踪期内公司法人以及董监高人员变化情况

| 变更人员类型 | 变更人员名称 | 变更情况 | 公告日期 |
|--------|--------|------|------|
|--------|--------|------|------|

| | | | |
|--------|-----------------|---------------|------------|
| 法人 | 杨波 | 不再担任公司法人 | 2021-10-15 |
| 法人 | 吴立国 | 担任公司法人 | 2021-10-15 |
| 董事 | 杨波 | 不再任董事长，任副董事长 | 2021-10-15 |
| 董事 | 吴立国 | 任董事长 | 2021-10-15 |
| 董事 | 李依源 | 不在任公司监事、任职工董事 | 2021-10-15 |
| 监事 | 宋歌 | 任职工监事 | 2021-10-15 |
| 高级管理人员 | 吴立国 | 任总经理 | 2021-10-15 |
| 高级管理人员 | 杨波 | 不再任总经理 | 2021-10-15 |
| 董事 | 王丽 | 不再任副董事长 | 2022-04-12 |
| 董事 | 陆晓燕、李依原 | 不再任职工董事 | 2022-04-12 |
| 董事 | 熊章玲、温井坤、张晓磊、邱士林 | 任外部董事 | 2022-04-12 |
| 董事 | 陈金虎 | 任职工董事 | 2022-04-12 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表2 截止到 2022 年 4 月末，公司董事会成员情况

| 序号 | 姓名 | 任职情况 |
|----|-----|---------|
| 1 | 吴立国 | 董事长、总经理 |
| 2 | 杨波 | 副董事长 |
| 3 | 熊章玲 | 外部董事 |
| 4 | 温井坤 | 外部董事 |
| 5 | 张晓磊 | 外部董事 |
| 6 | 邱士林 | 外部董事 |
| 7 | 陈金虎 | 职工董事 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年合并范围子公司减少1家，截至2021年末，公司合并范围子公司合计16家（含1家二级子公司），具体情况如下表3所示：

表3 2021 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

| 年份 | 子公司名称 | 注册资本 | 主营业务 | 方式 |
|----------|----------------|----------|--|-----------------|
| 2021 年减少 | 灌云农环能源环境科技有限公司 | 8,000.00 | 有机废物处理、生物质能源综合利用的技术开发；生物质能源项目管理；环保技术研发及技术转让； | 持股比例下降 丧失控制权 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经

济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方

国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。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》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域环境

灌云县地处江苏省东北部，具有良好的交通条件。以临海化工、装备制造、新能源新材料、轻工纺织食品为主导产业，工业经济发展较好，近年来财政实力稳步提升，但财政自给程度较低

区位特征：灌云县地处江苏省东北沿海地区，已形成立体综合交通网络。灌云县隶属于江苏省连云港市，是国务院批准的首批对外开放县之一，下辖1个街道、12个镇以及2个省市属农盐场，另设有江苏省灌云经济开发区（以下简称“灌云经开区”）（省级开发区）和灌云县临港产业园（区级开发区）。根据第七次全国人口普查数据，灌云县常住人口为72.50万人，相比户籍人口102.67万人，呈人口净流出态势。灌云县位于江苏省东北部，东部濒临黄海，西部与宿迁市沭阳县及连云港市东海县相邻，南部与连云港市灌南县隔新沂河相望，北部与连云港市海州区接壤。公路方面，灌云县境内有汾灌高速公路、连徐高速公路、宁连高速公路、沿海高速公路4条高速公路以及G233、204、324、236、242、226等6条国省干道。铁路交通方面，连淮扬镇铁路、连盐铁路贯穿全境，连盐、连淮扬镇铁路开通运营。海运交通方面，东部沿海地区有39千米长的海岸线；拥有8条国家等级内河航道，燕尾港为江苏唯一的海河联运港和连云港南翼重要组合港，有3,000吨级、5,000吨级泊位各一座，向西通过灌河与大运河连接，灌云海河联运物流园获批省级示范物流园。空运方面，江苏第三大枢纽机场连云港市花果山机场距灌云县中心区不到20公里，已于2021年12月开始正式运营。灌云县已形成包括港口、铁路、航空、高速公路及河运的立体交通网络体系。

图1 连云港市行政区划图



资料来源：连云港市政府网站，中证鹏元整理

经济发展水平：灌云县近年经济实力逐步增强，但经济总量在连云港市6个区县排名靠后，整体经济发展水平仍较低。近年灌云县地区生产总值持续增长，增速较快，2021年灌云县GDP增速为11.5%，高于连云港市平均水平，但GDP总量在连云港市“三区三县”中排名靠后。2021年三次产业结构由2018年的18.4:42.4:39.1调整为2020年的20.9:34.6:44.5，经济结构转变为以第三产业为主，且占比持续提升。受疫情等因素影响，2020年灌云县固定资产投资及社会消费品零售总额均同比下降，2021年，随着社会消费需求回暖，社会消费品零售总额同比增长8.9%，此外，进出口总额同比增速达25.4%，有力拉动了经济增长按第七次全国人口普查的常住人口计算，2021年灌云县人均GDP为5.9万元，是同期全国人均GDP的72.35%，低于全国平均水平。

表4 连云港市 2021 年各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

| 区域名称 | GDP | GDP 增速 | 人均 GDP (万元) | 一般公共预算收入 | 政府性基金收入 |
|------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 海州区 | 740.0 | 10.0% | 8.1 | 57.0 | 0.0 |
| 连云区 | 255.3 | - | 16.0 | 21.0 | 3.8 |
| 赣榆区 | 700.0 | - | 7.0 | 34.8 | 48.3 |
| 灌南区 | 428.0 | 11.0% | 7.0 | 27.2 | 47.6 |
| 东海县 | - | 10.0% | - | 30 | 34.3 |
| 灌云县 | 425.0 | 11.5% | 5.9 | 25.3 | 31.0 |

注1：上表中GDP、GDP增速为各区政府工作报告中公布的预计数；除连云区外的5个区县人均GDP数据根据第七次全国人口普查常住人口数计算，连云区人均GDP数据来源于2022年政府工作报告。

注2：东海县2020年GDP总额553.81亿元，人均GDP为5.3亿元。

资料来源：各区县2022年政府工作报告、2021年财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表5 灌云县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021 年 | | 2020 年 | | 2019 年 | |
|----|--------|-----|--------|-----|--------|-----|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |

| | | | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 地区生产总值（GDP） | 425.00 | 11.5% | 381.64 | 4.4% | 359.19 | 6.4% |
| 固定资产投资 | - | - | 219.75 | -6.9% | 238.56 | - |
| 社会消费品零售总额 | 82.76 | 8.9% | 76.00 | -6.6% | 81.39 | - |
| 进出口总额（亿美元） | 2.48 | 25.4% | 1.98 | 3.2% | 1.92 | - |
| 人均 GDP（万元） | | 5.9 | | 4.8 | | 4.5 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | | 72.39% | | 65.84% | | 63.33% |

注：“-”表示数据未公布；2021 年人均 GDP 数据根据第七次全国人口普查常住人口数计算

资料来源：灌云县 2022 年政府工作报告、2020 年灌云县国民经济和社会发展统计公报及灌云县政府网站等，中证鹏元整理

产业情况：灌云县工业起步相对晚，但工业增速较快。产业以园区为载体，发展以临海化工、装备制造、新能源新材料、轻工纺织食品为主导产业的工业体系

灌云县是传统农业大县，工业起步较晚，近年来灌云县以园区为工业发展载体，加大招商引资力度，工业发展较为迅速，逐步形成了以临港产业区、经济开发区、中小企业园和乡镇工业集中区为重点的工业经济板块，以现代农业产业园区、现代渔业园区、农产品集中加工园区为重点的高效农业经济板块，以大伊山、伊甸园等国家 4A 级旅游景区、东城商贸区、临港物流园、空港产业园、杨集物流园、电商产业园为重点的服务业板块。

工业经济方面，近年灌云县逐步形成了以临海化工、装备制造、新能源新材料、轻工纺织食品四大支柱产业。临港产业园和经济开发区是灌云县工业投资的重点区域，其中临港产业园主要招引大型石化、海工装备、钢铁冶炼、生物医药、新能源等项目。化工行业受环保政策影响较大，近年来环保整治对全县经济发展产生了一定影响，但也加快了工业转型提档升级的步伐。灌云经开区为省级经济开发区，重点发展金属制品、机械制造、电子产品、农产品加工等产业，2021 年灌云经开区精密装备制造产业园获批省特色创新示范产业园区。2021 年全县完成国家级高新技术企业申报 30 家，通过科技型中小企业评价 161 家，入选 2021 年度全国科技创新百强县市，此外，主题服饰电商产业园等产城融合项目快速推进，华能海上风电等项目竣工投产。依托园区建设和重点投资项目拉动，2021 年灌云县预计完成规模以上工业总产值 130.2 亿元，同比增长 43%；完成工业应税销售收入 162.5 亿元，同比增长 29.5%。新材料、新能源产业应税销售收入分别增长 54.56%、77.13%。

财政及债务水平：近年来灌云县财力稳步提升，财政收入质量有所提升，但财政自给程度较低，政府债务余额不断扩张。2021 年，灌云县实现一般公共预算收入 25.33 亿元，其中税收收入 20.4 亿元，税收占一般公共预算收入的 80.6%，较上年提高 7.51 个百分点，财政收入质量有所提升，但财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 35.33%，财政自给能力较弱。受区域土地市场情况及房地产调控政策等因素影响，2019-2021 年灌云县政府性基金收入呈波动上涨趋势。近年来随着基础设施建设的不断推进，全县地方政府债务余额规模不断扩大，2021 年灌云县地方政府债务限额为 91.66 亿元，地方政府债务余额达 78.64 亿元。

表6 灌云县主要财政指标情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年 |
|----|--------|--------|--------|
|----|--------|--------|--------|

| | | | |
|----------|--------|--------|--------|
| 一般公共预算收入 | 25.33 | 22.61 | 22.59 |
| 税收收入占比 | 80.60% | 73.09% | 74.15% |
| 财政自给率 | 35.33% | 32.44% | 36.00% |
| 政府性基金收入 | 30.99 | 23.61 | 28.30 |
| 地方政府债务余额 | 78.64 | 68.32 | 54.22 |

资料来源：灌云县2019-2021年财政预决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2020 年末，灌云县的主要投融资主体有 3 家，分别为江苏筑富、连云港恒驰实业有限公司（以下简称“恒驰实业”）以及连云港祥云投资有限公司（以下简称“祥云投资”）。其中江苏筑富主要负责灌云县内城市基础设施等项目的投资建设、恒驰实业主要负责灌云县范围内的道路管网工程、市政工程、水利工程和保障性住房等项目建设等。祥云投资主要业务区域在灌云经开区，负责灌云经开区道路、水务管网、绿化等基础设施建设等，具体见下表。

表7 灌云县主要投融资主体情况（单位：亿元）

| 公司名称 | 控股股东 | 净资产 | 资产负债率 | 营业收入 | 总债务 | 职能定位 |
|------|-----------------------------------|--------|--------|-------|-------|---|
| 江苏筑富 | 灌云县人民政府 | 130.56 | 32.31% | 10.10 | 41.69 | 主要负责灌云县内城市基础设施等项目的投资建设 |
| 恒驰实业 | 灌云县人民政府 | 77.41 | 41.91% | 9.92 | 37.89 | 主要负责灌云县范围内的道路管网工程、市政工程、水利工程和保障性住房等项目建设等 |
| 祥云投资 | 灌云县人民政府 (由灌云经济开发区管理委员会履行出资人权责) | 77.63 | 33.89% | 5.85 | 27.67 | 主要负责灌云经开区道路、水务管网、绿化等基础设施建设 |

注：财务数据为 2021 年末/2021 年度，总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券，未考虑其他债务调整项。

资料来源：DM，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司为灌云县主要的基础设施项目建设和投融资主体，仍主要从事灌云县区域内的基础设施建设业务。从收入构成来看，公司 2020 -2021 年主营业务收入中工程建设收入占比分别为 97.49% 和 97.28%，工程建设收入仍为公司收入最主要来源。担保费收入、贷款利息收入等规模均相对较小，其他业务收入主要为物业租赁等收入组成。

毛利率方面，公司不同工程建设业务不同项目约定的代建管理费存在一定差异，但整体变化不大，其他业务收入毛利率下降较多，2021 年销售毛利率较上年下降 2.62 个百分点。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2021 年 | | 2020 年 | |
|----|--------|-----|--------|-----|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |

| | | | | |
|------------|------------|----------|------------|----------|
| 主营业务收入 | 97,240.21 | 10.66% | 94,139.14 | 10.48% |
| -工程建设收入 | 94,598.96 | 11.68% | 91,776.91 | 10.32% |
| -贷款利息收入 | 931.80 | 100.00% | 925.22 | 100.00% |
| -光伏发电收入 | 656.81 | 12.30% | 546.27 | -1.78% |
| -温泉收入 | 369.13 | -597.03% | 173.54 | -614.99% |
| -担保费等收入 | 293.43 | 76.65% | 286.12 | 89.10% |
| -保安服务费及安装费 | 149.35 | 28.03% | 217.66 | 37.73% |
| -贸易收入 | 146.62 | 100.00% | - | - |
| -开山岛研学收入 | 57.78 | 100.00% | 59.75 | 100.00% |
| -评审费收入 | 36.32 | 100.00% | 126.31 | 100.00% |
| -咨询服务收入 | - | - | 27.36 | 100.00% |
| 其他业务收入 | 3,722.36 | 44.59% | 6,137.62 | 76.62% |
| 合计 | 100,962.57 | 11.91% | 100,276.76 | 14.53% |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告和公司提供，中证鹏元整理

公司收入仍主要来自工程建设业务，在建项目规模较大，业务具有一定持续性，但受工程进度及政府财政资金安排影响较大，且后续资金投入规模较大，面临一定的资金压力

公司是灌云县主要的城市基础设施项目建设主体。公司承建的基础设施项目，分为自营和代建两种模式。自营项目主要是为能产生收益的项目，通过自身正常经营收回投资。对于不直接产生收益的项目，则通过代建模式2021年以来公司主要与灌云县新农村农业综合开发有限公司签订委托合同，由委托单位根据工程审计所核定的项目成本，加成一定比例确定收购价格并支付，公司根据按照施工进度确认相关收入，代建项目回款周期一般在一年内，具体到账时间存在一定的不确定性。

2021年公司建设了东方大道地块项目以及204国道灌云段改扩建工程项目。毛利率方面，由于具体项目的代建管理费存在一定差异，因此毛利率会有所不同，2021年整体毛利率略高于上年。

表9 2020-2021 年公司工程建设收入明细（单位：万元）

| 年份 | 项目名称 | 收入 | 毛利率 |
|--------|----------------|-----------|--------|
| 2021 年 | 东方大道地块项目 | 77,245.07 | 9.92% |
| | 204 国道灌云段改扩建工程 | 17,353.89 | 19.53% |
| | 合计 | 94,598.96 | 11.68% |
| 2020 年 | 灌云县综合物流中心项目 | 78,761.81 | 8.85% |
| | 204 国道灌云段改扩建工程 | 12,605.53 | 19.53% |
| | 灌云县海滨大道建设工程 | 409.56 | 8.85% |
| | 合计 | 91,776.91 | 10.32% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建项目较多，2021年末主要代建项目有下车镇仲集新型农村社区项目（南区）、小伊山空港小镇（一期）项目等重点在建项目，业务具有一定持续性。除此之外，公司还有衣趣小镇主题服饰电商产业园项目、学苑商务中心等自营项目，衣趣小镇主题服饰电商产业园项目占地147,151.00平方米，总

建筑面积260,293,32平方米，主要建设小镇客厅、小镇酒店、创业工作室以及物业管理用房等配套设施。自营项目未来主要依靠租金收入获得回报，未来运营情况存在一定不确定性。

截至2021年末，公司主要在建项目总投资规模36.75亿元，已投资金额12.28亿元，公司在建项目后期尚需投入24.55亿元，面临一定的资金压力。

表10 截至2021年末公司主要在建工程情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 预计总投资 | 已投资 | 类型 |
|-------------------|--------------|--------------|----|
| 下车镇仲集新型农村社区项目（南区） | 3.83 | 0.05 | 代建 |
| 小伊山空港小镇（一期）项目 | 3.25 | 3.07 | 代建 |
| 杨集镇镇东村新型农村项目 | 1.90 | 1.24 | 代建 |
| 灌云县城市粪便无害化处理场建设项目 | 0.08 | 0.08 | 代建 |
| 灌云县垃圾焚烧飞灰安全填埋场项目 | 0.57 | 0.59 | 代建 |
| 灌云县档案馆建设项目 | 0.27 | 0.33 | 代建 |
| 衣趣小镇主题服饰电商产业园项目 | 11.63 | 3.58 | 自营 |
| 学苑商务中心 | 6.56 | 0.97 | 自营 |
| 灌云县农村产业融合发展建设项目 | 5.64 | 0.67 | 自营 |
| 公安局地块安置房 | 3.02 | 1.70 | 自营 |
| 合计 | 36.75 | 12.28 | |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司担保及贷款业务收入规模较小，业务风险控制能力偏弱，需关注担保及贷款业务的代偿和回收风险

公司担保业务由控股子公司泰和担保公司经营，注册资本30,008.00万元，主要为灌云县的中小企业提供担保服务。公司的担保业务全部为融资担保，年担保费一般按担保额的1.4%收取。公司担保客户以工业企业为主，2021年公司确认担保费收入293.43万元，收入规模较小。

截至2021年末，公司在保责任余额24,920.00万元，计提的担保风险准备金合计5,052.06万元，在保企业主要分布于工业、农林牧渔和商业，单个客户担保额均不超过1,000万元。2021年公司发生担保代偿额为2,739.87万元，担保代偿规模较大。

表11 泰和担保公司担保业务情况

| 项目 | 2021年 | 2020年 |
|-------------|-----------|-----------|
| 期末在保余额（万元） | 24,920.00 | 25,730.00 |
| 期末担保笔数（笔） | 48 | 54 |
| 担保风险准备金（万元） | 5,052.06 | 5,049.58 |
| 担保代偿额（万元） | 2,739.87 | 2,214.08 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司贷款业务由子公司灌云县诚鑫科技小额贷款有限公司（以下简称“诚鑫小贷”）和灌云县金拓农村小额贷款有限公司（以下简称“金拓农贷”）负责经营。2021年，公司确认贷款利息收入为931.80

万元，贷款利息收入规模与上年基本持平，但规模不大。公司主要贷款对象为中小微企业，截至2021年末，公司贷款余额合计12,036.41万元，其中损失类贷款为910.00万元，已按规定计提100%的贷款损失准备。

表12 2021年末公司贷款业务情况表（单位：万元）

| 项目 | 账面余额 | 计提比例（%） | 贷款减值准备 | 账面价值 |
|-----------|------------------|----------|-----------------|------------------|
| 正常类贷款 | 8,652.00 | 0.00 | 0.00 | 8,652.00 |
| 关注类贷款 | 243.34 | 2.00 | 4.87 | 238.47 |
| 次级类贷款 | 819.00 | 25.00 | 204.75 | 614.25 |
| 可疑类贷款 | 1,412.07 | 50.00 | 706.04 | 706.03 |
| 损失类贷款 | 910.00 | 100.00 | 910.00 | 0.00 |
| 合计 | 12,036.41 | - | 1,825.65 | 10,210.76 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体来看，公司担保及贷款业务收入规模仍较小，担保业务继续出现代偿且规模较大，贷款业务已出现损失，公司风险控制能力偏弱，面临一定的代偿及回收风险。

公司新增温泉等收入对营业收入形成一定补充

2020年，公司新增温泉、咨询服务、开山岛研学等收入，2021年公司新增贸易收入，目前仍能对营业收入形成一定补充。温泉体验馆一期于2020年8月验收，在试运营期间产生收入较少，运营成本较大，导致毛利率为负。此外公司其他业务收入主要为租赁收入，公司目前租赁面积6.98万平方米，租赁率为78.43%，2021年总收入为3,722.36万元，同比减少39.35%，降幅较大，主要因公司配合当地政府在疫情期间对部分中小微企业进行了减租和免租。

跟踪期内，公司获得的外部支持力度仍较大

公司作为灌云县主要的基础设施项目建设和投融资主体，受当地政府支持力度仍较大。2021年度公司获得政府各项补贴共计36,393.66万元，有效提升了公司的利润水平。

六、财务分析

以下分析基于经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产继续增长，主要以存货为主，土地资产抵押比率较高，同时其他应收款对公司资金形成较大占用，整体资产流动性仍然较弱

公司资产规模持续增长。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主。

截至2021年末，公司货币资金余额169,070.82万元，其中受限货币资金合计为96,968.59万元，受限资金为银行定期存单和贷款担保的保证金存款，受限比例为57.35%，货币资金受限比例较高。

公司应收账款规模有所下降，截至2021年末应收账款期末账面价值50,820.92万元，主要系应收灌云县新农村农业综合开发有限公司的工程应收款，账龄在1-2年以内。近年公司其他应收款规模较大，截至2021年末，公司其他应收款账面价值225,961.78万元，其他应收款主要系与伊云湖应急水源项目建设处、灌云县下车镇人民政府、灌云县临港产业区管委会、连云港拓海实业有限公司和连云港金淮旅游开发有限公司的往来款，与以上单位往来款的合计余额占2021年末其他应收款余额比例为29.54%。2022年3月末，其他应收款进一步上升至334,582.23万元。整体来看，公司其他应收款主要系应收当地政府部门、单位及地方国有企业往来款，规模较大，但仍然存在部分民营企业款项，且回收时间存在一定的不确定性，对公司营运资金形成较大占用。

公司存货主要由工程施工、开发成本以及待开发土地构成，截至2021年末，公司存货账面价值1,278,513.02万元，其中待开发土地1,200,881.76万元、工程施工60,516.68万元、开发成本17,037.43万元以及低值易耗品77.14万元。工程施工主要系公司在建的基础设施项目，开发成本包含公司在建的公安局地块项目，存货中有价值651,134.17万元的存货用于抵押而受限，占存货资产账面价值的50.93%，同时存在8,075.20万元的待开发土地未办妥产权证书。土地集中变现存在一定的风险，存货流动性较弱。公司非流动资产占比较小，其中投资性房地产主要是公司持有的房屋和土地。总体上看，公司规模持续增长，但是公司资产中土地使用权占比较大，且抵押比率较高，其他应收款规模较大，占用了公司资金，且未来回收时间存在一定的不确定性，资产流动性仍较弱。

表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2022年3月 | | 2021年 | | 2020年 | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 155,059.42 | 7.73% | 169,070.82 | 8.77% | 88,328.78 | 4.66% |
| 应收账款 | 49,824.05 | 2.49% | 50,820.92 | 2.64% | 54,824.18 | 2.90% |
| 其他应收款 | 334,582.23 | 16.69% | 225,961.78 | 11.72% | 241,876.59 | 12.77% |
| 存货 | 1,255,943.07 | 62.65% | 1,278,513.02 | 66.29% | 1,350,628.79 | 71.32% |
| 流动资产合计 | 1,797,442.62 | 89.66% | 1,725,354.36 | 89.46% | 1,737,527.32 | 91.76% |
| 投资性房地产 | 58,652.41 | 2.93% | 58,810.02 | 3.05% | 46,344.42 | 2.45% |
| 非流动资产合计 | 207,321.89 | 10.34% | 203,319.80 | 10.54% | 156,100.78 | 8.24% |
| 资产总计 | 2,004,764.51 | 100.00% | 1,928,674.16 | 100.00% | 1,893,628.10 | 100.00% |

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表

收入质量与盈利能力

2021年公司收入和利润规模较为稳定，盈利能力有所下降，政府补助对利润总额贡献仍较大

2021年公司业务收入较为稳定，工程建设收入仍是公司主要收入来源。此外担保费收入、贷款利息

收入、保安服务费及安装费、光伏发电业务收入、评审费收入、温泉收入、开山岛研学收入、贸易收入规模均相对较小，其他业务收入主要为物业租赁等收入组成。

毛利率方面，2021年公司毛利率较去年有所下降。公司仍作为灌云县重要的城市建设实施主体，当地政府继续给予较大财政支持，2021年，公司获得政府各项补贴共计36,393.66万元，构成了公司的主要利润来源，政府补助对利润总额贡献仍较大。

表14 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 指标名称 | 2022年 1-3月 | 2021年 | 2020年 |
|-------|------------|------------|------------|
| 收现比 | 105.65% | 114.23% | 108.10% |
| 营业收入 | 17,652.53 | 100,962.57 | 100,276.76 |
| 营业利润 | 3,949.28 | 18,526.98 | 20,753.60 |
| 其他收益 | 8,250.00 | 36,393.66 | 26,756.80 |
| 利润总额 | 3,981.27 | 18,696.68 | 20,468.78 |
| 销售毛利率 | 17.50% | 11.91% | 14.53% |

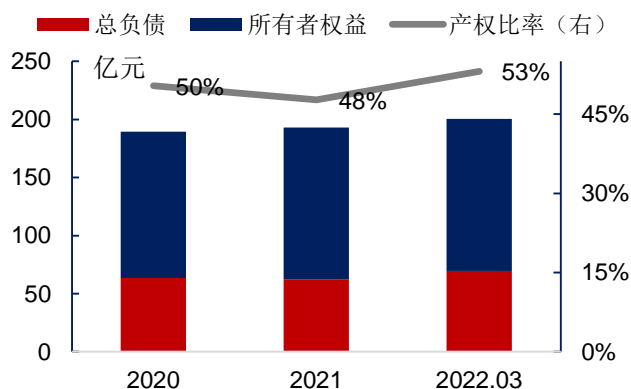
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司负债规模继续扩大，仍面临一定的偿债压力

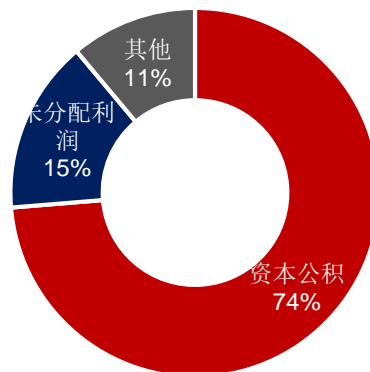
近年公司负债规模持续增长，2021年负债规模增长至623,103.84万元，负债增长速度较快；2021年末所有者权益规模总额1,305,570.31万元，产权比率为47.73%，较去年下降2.64个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所上升。2021年末，公司资本公积为9,622,46.06万元，占当期所有者权益的73.70%，主要为灌云县政府历年来注入的货币资金、土地、股权等资本性投入产生的其他资本公积。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 3 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年末短期借款27,460.00万元，借款类型包括质押借款、保证借款、抵押借款以及信用借款，公司短期借款整体成本不高。2020年末应付票据20,700.00万元，主要为商业承兑汇票，2021年末应付票据

规模下降至8,500.00万元，下降速度较快。2021年末应付账款账面价值42,392.57万元，应付账款主要为应付工程款，主要应付对象为南通路桥工程有限公司、江苏滨建集团有限公司、灌云县小伊乡人民政府，三者合计占应付账款总额的比例99.83%。截至2021年末，公司其他应付款137,191.73万元，主要为与连云港标德实业有限公司、灌云县人民医院、灌云县交通运输局、灌云恒泰水务有限公司、灌云永胜农业科技发展有限公司的往来款。截至2022年3月末，公司其他应付款进一步上升至201,276.96万元。

2021年末，公司长期借款期末余额119,160.00万元，其中抵押借款4,000.00万元，由土地使用权抵押担保；保证借款45,700.00万元，其余为抵押+保证借款。公司应付债券为16苏筑富债（2016年7月20日发行、7年期、面值16.00亿元）及2020年发行的20苏筑富债（2020年6月9日发行、7年期、面值8.00亿元）、20苏筑富实业ZR001/ZR002、21筑富实业MTN001、21筑富实业PPN001。

表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

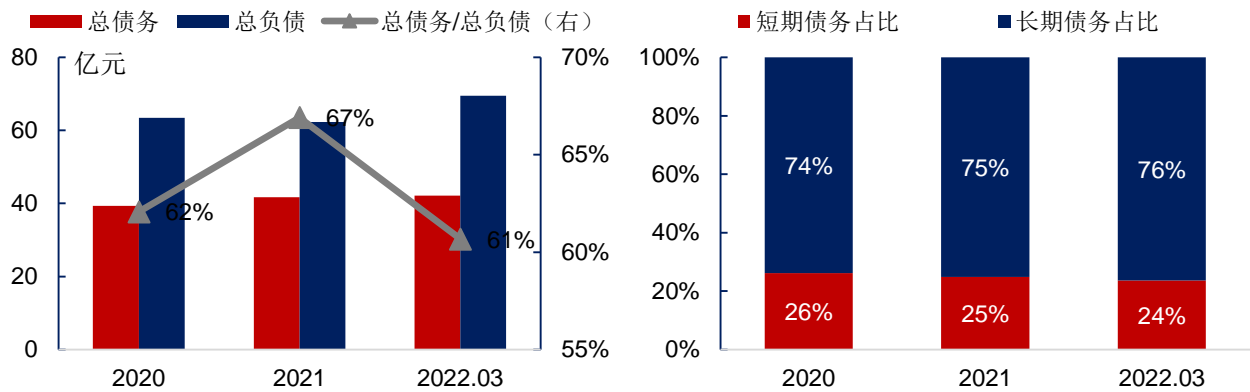
| 项目 | 2022年3月 | | 2021年 | | 2020年 | |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 28,460.00 | 4.09% | 27,460.00 | 4.41% | 23,000.00 | 3.63% |
| 应付票据 | 9,494.41 | 1.37% | 8,500.00 | 1.36% | 20,700.00 | 3.26% |
| 应付账款 | 42,602.94 | 6.13% | 42,392.57 | 6.80% | 54,486.40 | 8.59% |
| 其他应付款 | 201,276.96 | 28.95% | 136,486.27 | 21.90% | 160,272.81 | 25.27% |
| 一年内到期的非流动负债 | 61,690.00 | 8.87% | 67,440.00 | 10.82% | 59,500.00 | 9.38% |
| 流动负债合计 | 370,754.19 | 53.33% | 307,289.32 | 49.32% | 341,474.80 | 53.83% |
| 长期借款 | 124,840.00 | 17.96% | 119,160.00 | 19.12% | 122,700.00 | 19.34% |
| 应付债券 | 197,318.27 | 28.38% | 194,338.27 | 31.19% | 167,841.10 | 26.46% |
| 非流动负债合计 | 324,474.52 | 46.67% | 315,814.52 | 50.68% | 292,857.35 | 46.17% |
| 负债合计 | 695,228.71 | 100.00% | 623,103.84 | 100.00% | 634,332.15 | 100.00% |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务增长较快。截至2021年末，公司总债务规模为4,168,98.30万元，占负债总额比重的66.91%，其中短期债务占比24.80%，长期债务占比75.20%。整体来看，公司债务规模较大，面临一定的偿债压力。

图 4 公司债务占负债比重

图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债指标方面，截至2021年末，资产负债率为32.31%。得益于2021年公司货币资金规模的增长，公司2021年末现金短期债务比有一定上升。2021年末公司利润总额较上年有所下降，EBITDA利息保障倍数相比上年有所下降，息税折旧摊销前利润对利息的保障程度略有下降。

表16 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 |
|---------------|---------|--------|--------|
| 资产负债率 | 34.68% | 32.31% | 33.50% |
| 现金短期债务比 | 1.56 | 1.64 | 0.86 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 2.02 | 2.11 |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日2022年5月12日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，公司本部各项公开债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司担保余额为479,116.00万元，占2021年末公司所有者权益的36.70%，担保对象均为国企或政府部门，但均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表17 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保方 | 担保总额 | 担保余额 | 担保到期日 | 是否反担保 |
|--------------------|------------|------------|------------|-------|
| 灌云东胜基础设施建设工程投资有限公司 | 141,370.00 | 100,000.00 | 2034.10.19 | 否 |
| 连云港瑞农实业有限公司 | 69,525.00 | 69,525.00 | 2024.2.22 | 否 |

| | | | | |
|-----------------|-------------------|-------------------|------------|---|
| 连云港弘大旅游发展有限公司 | 64,000.00 | 64,000.00 | 2024.3.1 | 否 |
| 连云港标德实业有限公司 | 54,000.00 | 45,000.00 | 2027.3.31 | 否 |
| 连云港恒驰实业有限公司 | 33,500.00 | 33,500.00 | 2027.10.8 | 否 |
| 连云港鼎海实业有限公司 | 22,000.00 | 11,000.00 | 2024.12.8 | 否 |
| 连云港胜海自来水有限公司 | 22,000.00 | 11,000.00 | 2026.7.10 | 否 |
| 连云港恒驰实业有限公司 | 19,800.00 | 19,800.00 | 2022.12.8 | 否 |
| 连云港善文水务工程有限公司 | 14,234.00 | 14,234.00 | 2025.2.14 | 否 |
| 江苏郡泰公共交通有限公司 | 14,000.00 | 14,000.00 | 2027.7.5 | 否 |
| 灌云永胜农业科技发展有限公司 | 10,000.00 | 10,000.00 | 2026.3.26 | 否 |
| 连云港绿港旅游开发有限公司 | 10,000.00 | 10,000.00 | 2022.3.30 | 否 |
| 灌云新农村农业综合开发有限公司 | 9,200.00 | 9,200.00 | 2026.2.1 | 否 |
| 连云港恒驰实业有限公司 | 8,000.00 | 8,000.00 | 2022.5.6 | 否 |
| 连云港拓海实业有限公司 | 8,000.00 | 8,000.00 | 2022.3.12 | 否 |
| 连云港标德实业有限公司 | 6,600.00 | 6,600.00 | 2022.3.4 | 否 |
| 连云港弘大旅游发展有限公司 | 6,000.00 | 6,000.00 | 2022.11.26 | 否 |
| 灌云谷丰粮食购销有限公司 | 5,207.00 | 5,207.00 | 2022.5.25 | 否 |
| 连云港拓海实业有限公司 | 5,000.00 | 5,000.00 | 2022.1.21 | 否 |
| 连云港弘大旅游发展有限公司 | 4,800.00 | 4,800.00 | 2022.1.14 | 否 |
| 江苏省灌云县水利工程总队 | 4,000.00 | 4,000.00 | 2022.12.9 | 否 |
| 连云港标德实业有限公司 | 4,000.00 | 4,000.00 | 2022.11.8 | 否 |
| 灌云旭升建筑材料销售有限公司 | 3,500.00 | 3,500.00 | 2022.11.17 | 否 |
| 灌云新农村农业综合开发有限公司 | 3,500.00 | 3,500.00 | 2022.10.24 | 否 |
| 连云港标德实业有限公司 | 2,700.00 | 2,700.00 | 2022.8.6 | 否 |
| 江苏大伊山投资发展有限公司 | 2,000.00 | 2,000.00 | 2022.4.28 | 否 |
| 连云港信天游旅游开发有限公司 | 1,800.00 | 1,800.00 | 2022.1.11 | 否 |
| 连云港潮河湾有限公司 | 1,750.00 | 1,750.00 | 2022.3.23 | 否 |
| 连云港兴灌实业投资有限公司 | 1,000.00 | 1,000.00 | 2022.3.22 | 否 |
| 合计 | 551,486.00 | 479,116.00 | - | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司对外诉讼事项如下，以下均为子公司泰和担保公司对外诉讼情况。

表 18 截至 2021 年末公司子公司泰和担保公司对外诉讼事项情况（单位：万元）

| 序号 | 案件名称 | 被告单位 | 标的金额 | 案件进展情况 |
|----|---------|------------------|--------|-----------|
| 1 | 担保追偿权诉讼 | 江苏永超建设有限公司 | 952.60 | 法院调解，尚未归还 |
| 2 | 担保追偿权诉讼 | 连云港市锐远农业装备科技有限公司 | 541.43 | 等待判决 |
| 3 | 实现担保物权 | 连云港放明机械有限公司 | 534.12 | 已进入执行阶段 |
| 4 | 担保追偿权诉讼 | 连云港通泰工程器材有限公司 | 447.44 | 已进入执行阶段 |
| 5 | 担保追偿权诉讼 | 连云港市巨龙铸造有限公司 | 427.14 | 已进入执行阶段 |
| 6 | 担保追偿权诉讼 | 江苏亚飞特种玻璃有限公司 | 362.04 | 已申请强制执行 |

| | | | | |
|-----------|---------|---------------|-----------------|----------------------------|
| 7 | 担保追偿权诉讼 | 连云港市欣森木业有限公司 | 357.30 | 已进入执行阶段 |
| 8 | 担保追偿权诉讼 | 灌云县云成机械有限公司 | 348.08 | 等待判决 |
| 9 | 担保追偿权诉讼 | 灌云县振兴机械制造有限公司 | 346.57 | 等待判决 |
| 10 | 担保追偿权诉讼 | 连云港市巨龙铸造有限公司 | 343.03 | 已进入执行阶段，已收到法院执行款 451,090 元 |
| 11 | 担保追偿权诉讼 | 连云港万顺农业开发有限公司 | 341.59 | 已进入执行阶段 |
| 12 | 担保追偿权诉讼 | 灌云县天和胜铝型材有限公司 | 318.84 | 待申请执行 |
| 13 | 担保追偿权诉讼 | 连云港苏安门业有限公司 | 278.95 | 已申请强制执行 |
| 14 | 担保追偿权诉讼 | 胡金晶 | 244.73 | 已申请强制执行 |
| 15 | 担保追偿权诉讼 | 连云港华彩纺织有限公司 | 216.23 | 已申请执行 |
| 16 | 实现担保物权 | 连云港市欣森木业有限公司 | 206.48 | 已进入执行阶段 |
| 17 | 担保追偿权诉讼 | 耿云 | 10.84 | 已申请执行，耿云尚欠本息共计 68,354.03 元 |
| 合计 | | | 6,277.41 | -- |

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

灌云县地区经济保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境，且较大的外部支持力度有效提升了公司的资本实力和盈利水平。公司作为灌云县主要的投资建设主体，在建项目规模较大，业务具有一定的持续性。

但中证鹏元也关注到，公司资产以存货和其他应收款为主，其他应收款项回收时间不确定性较大，存货中土地资产变现能力欠佳，资产整体流动性较弱。公司主要在建项目尚需投入的资金规模较大，面临一定的资金压力，且公司总债务规模较大，面临一定的偿债压力。此外，公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

总体来看，公司抗风险能力尚可。

九、债券偿还保障分析

资产抵押仍有效提升了“16苏筑富债/PR苏筑富”的安全性

根据《2016江苏筑富实业投资有限公司公司债券募集说明书》显示，发行人原以其拥有的 26 宗国有土地使用权及部分房屋建筑物为本期债券提供抵押担保，以保障本期债券的本息按照约定如期偿还。土地登记用途全部为“其他商服”，土地面积合计 369.78 万平方米，使用权类型为出让。房产的土地登记用途为“其他商服”，占地面积为 1.62 万平方米，使用权类型为出让，房屋建筑物名称为影剧院，建筑面积为 0.80 万平方米。本期债券发行成功后，公司就抵押资产办妥抵了抵押登记手续，担保范围包括本期债券的未偿本金、利息、逾期利息、违约金、损害赔偿金以及实现抵押权的费用。

根据公司 2020 年 9 月 3 日签订的《2016 年江苏筑富实业投资有限公司债券抵押资产监管协议补充协

议》，公司将原抵押资产中的 16 项资产换出（评估价值144,185.46万元，评估基准日为2016年3月31日），换入经中联国际评估咨询有限公司以 2020 年 7 月 31 日为评估基准日评估的总价值为144,602.80 万元的 12 项土地使用权及部分房屋建筑物资产。换出及换入抵押资产明细如下表19、表20所示，变更后以23宗土地使用权及部分房屋建筑物为本期债券提供担保，以保障本期债券的本息按照约定如期偿还。

表19 公司换出抵押资产情况

| 不动产权证号 | 土地/建筑面积（平米） | 评估值（万元） |
|---------------------------------|---------------------|-------------------|
| 苏(2016)灌云县不动产权第 0002501 号 | 431,469.00 | 31,065.77 |
| 苏(2016)灌云县不动产权第 0002513 号 | 99,460.83 | 7,061.72 |
| 苏(2016)灌云县不动产权第 0002517 号 | 74,752.72 | 5,382.20 |
| 苏(2016)灌云县不动产权第 0002506 号 | 82,738.44 | 5,957.17 |
| 苏(2016)灌云县不动产权第 0002518 号 | 54,641.77 | 3,606.36 |
| 苏(2016)灌云县不动产权第 0004452 号(土地部分) | 16,216.22 | 2,756.76 |
| 苏(2016)灌云县不动产权第 0004452 号(房屋部分) | 8,039.63 | 3,131.44 |
| 苏(2016)灌云县不动产权第 0002505 号 | 98,931.70 | 7,024.15 |
| 苏(2016)灌云县不动产权第 0002516 号 | 99,147.39 | 7,039.46 |
| 苏(2016)灌云县不动产权第 0002510 号 | 99,480.52 | 6,565.71 |
| 苏(2016)灌云县不动产权第 0002525 号 | 99,352.83 | 6,557.29 |
| 苏(2016)灌云县不动产权第 0002524 号 | 98,945.96 | 6,530.43 |
| 苏(2016)灌云县不动产权第 0002507 号 | 95,055.48 | 6,273.66 |
| 苏(2016)灌云县不动产权第 0002522 号 | 98,213.70 | 6,482.10 |
| 苏(2016)灌云县不动产权第 0002527 号 | 457,237.00 | 32,921.06 |
| 苏(2016)灌云县不动产权第 0002520 号 | 80,974.76 | 5,830.18 |
| 合计 | 1,994,657.95 | 144,185.46 |

资料来源：《2016江苏筑富实业投资有限公司公司债券偿债保障措施发生变更的公告》，中证鹏元整理

表20 公司换入抵押资产情况

| 不动产权证号 | 土地面积（平米） | 建筑面积（平米） | 评估值（万元） |
|---------------------------|------------|-----------|-----------|
| 苏（2015）灌云县不动产权第 0000038 号 | 93,839.20 | - | 13,325.17 |
| 苏（2015）灌云县不动产权第 0000039 号 | 91,483.52 | - | 12,990.66 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0005744 号 | 74,473.00 | - | 10,575.17 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0005745 号 | 79,631.00 | - | 11,307.60 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0005751 号 | 97,198.00 | - | 13,802.12 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0005757 号 | 79,784.00 | - | 11,329.33 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0005758 号 | 70,917.00 | - | 10,070.21 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0004548 号 | 267,015.25 | - | 37,916.17 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0004395 号 | 379,224.00 | - | 7,963.70 |
| 苏（2020）灌云县不动产权第 0006345 号 | | 5,694.78 | 3,587.71 |
| 苏（2020）灌云县不动产权第 0006346 号 | 30,494.70 | 12,318.23 | 6,627.21 |
| 苏（2020）灌云县不动产权第 0006348 号 | | 10,015.19 | 5,107.75 |

合计 1,264,059.67 28,028.20 144,602.80

资料来源：《2016江苏筑富实业投资有限公司公司债券偿债保障措施发生变更的公告》，中证鹏元整理

根据公司与中國工商银行股份有限公司连云港分行（以下简称“乙方”或“债权代理人”）签订的《资产抵押协议》和《抵押资产监管协议》，本期债券存续期间，抵押人应保证抵押比率不低于1.5倍，抵押比率是指抵押资产价值总额与本期债券未偿本金及一年利息之和的比率。本期债券履行期尚未届满时，抵押资产发生被征用等情形，公司因此获得的相关补偿，均视同为抵押资产，乙方代理本期债券全体债券持有人享有优先受偿权；如上述补偿不足以覆盖抵押资产价值时，公司应就差额部分提供同等价值的其他资产以设定新的担保。置换后全部抵押资产明细如下表所示，根据公司提供的中联国际评字【2022】第TYMPZ0060号的《江苏筑富实业投资有限公司拟确认企业债存续期间抵押物价值涉及土地使用权及房地产价值资产评估报告》，最新抵押资产评估日期为2021年9月30日，抵押资产评估值总额为31.69亿元，抵押比率为4.74，满足相关条款的要求。中证鹏元认为该变更对公司日常管理和生产经营及偿付能力不会产出重大不利影响，仍能有效提升本期债券安全性。

表21 置换后全部抵押资产明细情况

| 不动产权证号 | 用地性质 | 土地用途 | 土地面积 (平方米) | 评估值 (万元) |
|---------------------------|------|--------|---------------|-------------|
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0002526 号 | 出让 | 其他商服用地 | 445,858.46 | 44,139.99 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0002509 号 | 出让 | 其他商服用地 | 99,253.67 | 10,223.13 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0002512 号 | 出让 | 其他商服用地 | 99,345.06 | 10,232.54 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0002508 号 | 出让 | 其他商服用地 | 97,905.54 | 10,084.27 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0002521 号 | 出让 | 其他商服用地 | 99,178.86 | 10,215.42 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0002514 号 | 出让 | 其他商服用地 | 94,878.22 | 9,772.46 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0002515 号 | 出让 | 其他商服用地 | 92,279.50 | 9,504.79 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0002519 号 | 出让 | 其他商服用地 | 95,153.39 | 9,800.80 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0002504 号 | 出让 | 其他商服用地 | 95,320.63 | 9,818.02 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0002511 号 | 出让 | 其他商服用地 | 94,511.71 | 9,734.71 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0002846 号 | 出让 | 其他商服用地 | 413,751.00 | 32,686.33 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0005744 号 | 出让 | 其他商服用地 | 74,473.00 | 11,096.48 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0005745 号 | 出让 | 其他商服用地 | 79,631.00 | 11,865.02 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0005757 号 | 出让 | 其他商服用地 | 79,784.00 | 11,887.82 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0005758 号 | 出让 | 其他商服用地 | 70,917.00 | 10,566.63 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0004548 号 | 出让 | 其他商服用地 | 267,015.25 | 39,518.26 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0005751 号 | 出让 | 其他商服用地 | 97,198.00 | 14,482.50 |
| 苏（2015）灌云县不动产权第 0000038 号 | 出让 | 其他商服用地 | 93,839.21 | 13,982.04 |
| 苏（2015）灌云县不动产权第 0000039 号 | 出让 | 其他商服用地 | 91,483.52 | 13,631.04 |
| 苏（2016）灌云县不动产权第 0004395 号 | 出让 | 仓储用地 | 379,224.00 | 8,077.47 |
| 苏（2020）灌云县不动产权第 0006345 号 | 出让 | 商服用地 | 30,494.70 | 3,610.49 |
| 苏（2020）灌云县不动产权第 0006346 号 | 出让 | 商服用地 | | 6,750.39 |

| | | | |
|---------------------------|----|------|---------------------|
| 苏（2020）灌云县不动产权第 0006348 号 | 出让 | 商服用地 | 5,217.91 |
| 合计 | - | - | 2,991,495.72 |
| | | | 316,898.51 |

注：苏（2020）灌云县不动产权第 0006345/006346/006347 号为建筑物，建筑面积合计 28,028.20 平方米，占地面积 30,494.70 平方米。

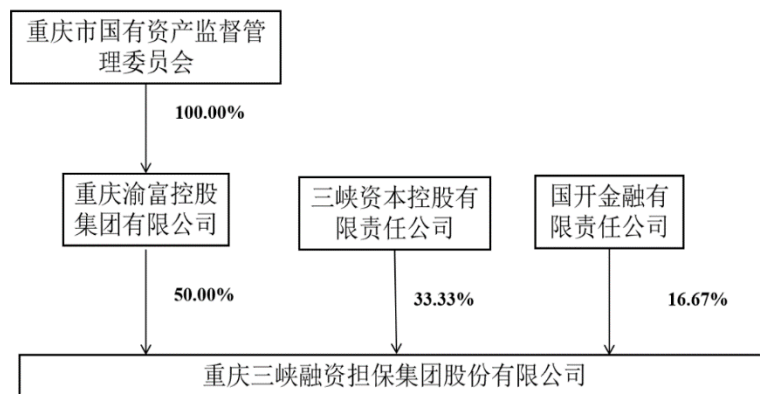
资料来源：《2016 江苏筑富实业投资有限公司公司债券偿债保障措施发生变更的公告》以及评估报告，中证鹏元整理

三峡担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升“20 筑富债/20 苏筑富债”的安全性

公司发行的8亿元“20筑富债/20苏筑富债”公司债券，由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括本次债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金和实现债权的费用，保证期间为本期债券存续期间及债券到期之日起两年。债券持有人在此期间未要求三峡担保承担保证责任的，担保人免除保证责任。

三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于2006年4月，由重庆渝富资产管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）出资设立，初始注册资本为5.00亿元。三峡担保2018年6月更名为现名。2018年6月，渝富资管将持有三峡担保的50.00%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）。截至2021年末，三峡担保注册资本及实收资本均为48.30亿元，控股股东为渝富集团，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆国资委”）。

图6 截至2021年末三峡担保股权结构图



资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事融资担保、非融资担保、小额贷款、自有资金投资、投资咨询及财务顾问等业务。担保业务收入、利息净收入和投资收益是三峡担保的主要收入来源，2021年实现营业收入12.95亿元，其中已赚担保费、利息净收入和投资收益分别占当期营业收入的69.81%、25.64%和1.24%。随着担保业务规模的上升，2021年三峡担保已赚担保费大幅增长30.64%，但受资产结构调整和执行新金融工具准则影响，债券收益由投资收益科目调整至利息净收入，投资收益下滑明显而利息净收入规模有所增长。

表22 三峡担保营业收入构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年 | | 2020年 | | 2019年 | |
|-----------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 已赚担保费 | 9.04 | 69.81% | 6.92 | 64.45% | 6.41 | 57.69% |
| 利息净收入 | 3.32 | 25.64% | 2.18 | 20.31% | 2.66 | 23.99% |
| 投资收益 | 0.16 | 1.24% | 1.11 | 10.30% | 1.44 | 13.00% |
| 其他收入 | 0.50 | 3.86% | 0.53 | 4.94% | 0.59 | 5.32% |
| 合计 | 12.95 | 100.00% | 10.74 | 100.00% | 11.11 | 100.00% |

资料来源：三峡担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保担保业务包括债券担保、借款类担保、非融资担保等，以债券担保为主，2021年当期担保发生额为658.33亿元，同比增加131.52%，主要系借款类担保和债券担保业务大幅增长所致。

表 23 母公司担保业务开展情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 当期担保发生额 | 658.33 | 284.35 | 252.82 |
| 当期解除担保额 | 605.66 | 276.97 | 218.93 |
| 期末在保余额 | 901.12 | 848.44 | 841.06 |
| 其中：融资担保 | 818.55 | 757.49 | 781.02 |
| 发行债券担保 | 651.32 | 619.81 | 664.81 |
| 借款类担保 | 165.98 | 135.27 | 112.62 |
| 其他融资担保 | 1.25 | 2.41 | 3.59 |
| 非融资担保 | 82.57 | 90.96 | 60.04 |
| 融资担保责任余额 | 480.20 | 356.28 | 294.29 |
| 当期担保代偿项目数 | 32 | 41 | 26 |
| 当期担保代偿额 | 5.88 | 3.68 | 3.71 |
| 当期担保代偿率 | 0.97% | 1.33% | 1.69% |
| 累计担保代偿额 | 41.52 | 35.64 | 31.96 |
| 累计担保代偿率 | 1.35% | 1.44% | 1.46% |
| 累计代偿回收额 | 16.97 | 12.41 | 11.22 |
| 累计代偿回收率 | 40.87% | 34.81% | 35.09% |
| 融资担保放大倍数 | 8.49 | 6.33 | 5.45 |

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

债券担保业务方面，三峡担保在保债券绝大部分为企业债，另有部分中期票据以及少量私募债、PPN等债券品种。2021年三峡担保债券担保业务规模大幅增长，当期担保发生额同比上升334.79%，在保余额同比增长5.08%。三峡担保的债券担保业务客户主要分布在重庆、湖北、江西、四川、山东和湖南等地，截至2021年末，三峡担保债券担保业务前五大客户的担保余额为56.08亿元，占母公司净资产的91.95%；在保债券主要为城投类企业发行的企业债，发行人主体信用级别以AA为主；反担保措施一般为不动产抵押、第三方连带责任保证等。

三峡担保借款类担保主要为银行贷款担保。为支持中小微企业和三农企业的发展，2018年以来三峡担保加大业务投入和产品创新力度，陆续开发推出速贷保、结算流量贷、政府采购贷等标准化产品。标

标准化产品坚持小额分散原则，单笔担保金额一般在500万元以下。2020年以来三峡担保加快标准化产品担保业务的推广，与重庆农商行合作，面向“三农”、小微客户推出了“旺农贷-渝农贷”互联网贷款担保产品，业务上线以来累计为近30万户“三农”、小微客户提供普惠金融服务，借款类担保业务规模进一步上升，2021年母公司借款类担保发生额为192.48亿元，同比增加334.79%；截至2021年末借款类担保余额为165.98亿元，同比增长22.71%。

三峡担保非融资担保业务主要为履约保函担保和诉讼保全担保等。2020年三峡担保加入重庆市公共资源交易中心的重庆市电子招投标系统，开始开展电子投标保函业务，于当年4月初开具首单电子投标保函。2021年非融资担保发生额为150.62亿元，同比增长10.78%；非融资担保的担保余额有所下降，截至2021年末担保余额为82.57亿元，同比下降9.23%。

担保业务质量方面，三峡担保担保代偿项目主要为借款类担保项目，2021年当期担保代偿额整体较上年有所增加，但受2021年当期解保规模大幅增加的影响，2021年当期担保代偿率同比下降了0.36个百分点至0.97%，累计担保代偿率同比下降了0.09个百分点至1.35%。三峡担保的担保代偿回收情况有所改善，2021年累计代偿回收额为16.97亿元，累计代偿回收率为40.87%，同比上升6.06个百分点。截至2021年末三峡担保应收代偿款账面价值为9.28亿元，较年初上升了27.22%。代偿项目主要来自制造业、建筑业、租赁和商务服务业等行业。在新冠疫情加大宏观经济下行压力的背景下，中小企业经营压力上升，需持续关注三峡担保在保项目的风险情况和代偿项目回收情况。

截至2021年末三峡担保的总资产规模为110.25亿元，较2019年末下降了13.78%，主要系重庆市小微企业融资担保有限公司股权划出所致。资产结构方面，截至2021年末货币资金余额为18.09亿元，其中受限货币资金余额为2.39亿元，主要为开展担保业务而质押给银行的定期存款。应收代偿款账面价值为9.28亿元，同比增长27.22%；已累计计提坏账准备10.45亿元，计提比例为52.97%，需关注应收代偿款的回收风险。三峡担保债权投资主要是委托贷款，截至2021年末净值为8.29亿元，同比增长24.29%，已计提1.26亿元减值准备，需关注委托贷款的回收风险。三峡担保发放贷款主要为小额贷款业务，2021年末净值为4.56亿元，较上年末小幅增加，需关注小额贷款的回收风险。截至2021年末三峡担保其他债权投资账面价值为18.47亿元，同比增长33.65%，投资资产配置以债券为主。从资产分类来看，截至2021年末三峡担保母公司I级资产占比为57.64%、I级和II级资产合计占比为80.78%，III级资产占比为18.09%，均满足相关监管规定，整体资产流动性较好。

负债和所有者权益方面，截至2021年末，三峡担保负债总额为43.40亿元，包括未到期责任准备金16.21亿元、担保赔偿准备金11.05亿元、应付债券5.87亿元和存入保证金2.53亿元，合计占负债总额的比例为82.16%。截至2021年末三峡担保所有者权益66.85亿元，其中实收资本仍为48.30亿元，一般风险准备5.28亿元。截至2021年末三峡担保融资担保放大倍数为8.49，整体而言，融资担保放大倍数处于较高水平。

盈利能力方面，随着在保规模的上升，2021年三峡担保已赚担保费大幅增长30.56%，带动当年三峡

担保的营业收入同比增长20.60%。三峡担保营业支出主要为提取担保赔偿准备金、业务及管理费和信用减值损失，2021年计提的信用减值损失有所上升，主要系应收代偿款减值损失增加所致；2021年三峡担保利润规模有所增加，利润总额同比增长了34.01%，净资产收益率同比上升1.27个百分点至5.57%，近年整体盈利能力持续增强。

表24 近年三峡担保主要财务数据（亿元）

| 项目 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|--------------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 12.95 | 10.74 | 11.11 |
| 其中：已赚担保费 | 9.04 | 6.92 | 6.41 |
| 利息收入 | 3.32 | 2.18 | 2.66 |
| 投资收益 | 0.16 | 1.11 | 1.44 |
| 营业支出 | 7.59 | 6.69 | 7.92 |
| 其中：提取担保赔偿准备金 | 2.14 | 1.93 | 2.10 |
| 业务及管理费 | 1.83 | 1.85 | 2.26 |
| 信用减值损失 | 2.25 | 0.00 | 0.00 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 2.03 | 3.28 |
| 营业利润 | 5.36 | 4.05 | 3.18 |
| 利润总额 | 5.32 | 3.97 | 3.20 |
| 净利润 | 3.76 | 2.95 | 2.85 |
| 净资产收益率 | 5.57% | 4.30% | 4.13% |

资料来源：三峡担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，控股股东为渝富集团，实际控制人为重庆国资委，股东实力强。截至2021年末，渝富集团总资产规模2,343.82亿元，实收资本168.00亿元，2021年实现营业总收入145.50亿元，实力雄厚，能在资金和业务等方面给予三峡担保较大力度支持。

综上，三峡担保的控股股东背景强，可提供有力支持，此外三峡担保担保业务发展基础好，资本实力较强，近年整体盈利能力持续增强，资产整体流动性较好。同时中证鹏元也关注到，三峡担保代偿规模仍较大，在保项目的风险情况需持续关注，委托贷款存在一定回收风险等风险因素。

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“20筑富债/20苏筑富债”的安全性。

十、结论

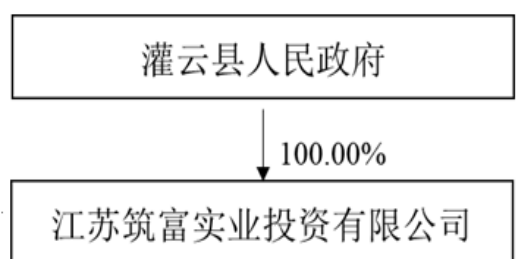
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“16苏筑富债/PR苏筑富”的信用等级为AA+，维持“20筑富债/20苏筑富债”的信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|---------------|---------|---------|---------|--------|
| 货币资金 | 15.51 | 16.91 | 8.83 | 5.32 |
| 其他应收款（合计） | 33.46 | 22.60 | 24.19 | 24.10 |
| 存货 | 125.59 | 127.85 | 135.06 | 128.15 |
| 流动资产合计 | 179.74 | 172.54 | 173.75 | 163.88 |
| 非流动资产合计 | 20.73 | 20.33 | 15.61 | 11.97 |
| 资产总计 | 200.48 | 192.87 | 189.36 | 175.85 |
| 短期借款 | 2.85 | 2.75 | 2.30 | 2.65 |
| 其他应付款（合计） | 20.13 | 13.65 | 16.03 | 16.16 |
| 一年内到期的非流动负债 | 6.17 | 6.74 | 5.95 | 10.06 |
| 流动负债合计 | 37.08 | 30.73 | 34.15 | 37.19 |
| 长期借款 | 12.48 | 11.92 | 12.27 | 6.27 |
| 应付债券 | 19.73 | 19.43 | 16.78 | 9.54 |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动负债合计 | 32.45 | 31.58 | 29.29 | 16.03 |
| 负债合计 | 69.52 | 62.31 | 63.43 | 53.22 |
| 总债务 | 42.18 | 41.69 | 39.37 | 30.52 |
| 营业收入 | 1.77 | 10.10 | 10.03 | 10.03 |
| 所有者权益 | 130.95 | 130.56 | 125.93 | 122.63 |
| 营业利润 | 0.39 | 1.85 | 2.08 | 2.01 |
| 其他收益 | 0.83 | 3.64 | 2.68 | 2.70 |
| 利润总额 | 0.40 | 1.87 | 2.05 | 2.00 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -1.11 | 3.75 | -1.96 | 4.98 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 0.00 | -5.08 | -2.15 | -0.73 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -0.46 | 3.93 | 6.60 | -4.65 |
| 财务指标 | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
| 销售毛利率 | 17.50% | 11.91% | 14.53% | 14.37% |
| 收现比 | 105.65% | 114.23% | 108.10% | 71.77% |
| 资产负债率 | 34.68% | 32.31% | 33.50% | 30.26% |
| 现金短期债务比 | 1.56 | 1.64 | 0.86 | 0.36 |
| EBITDA（亿元） | -- | 4.54 | 4.06 | 3.50 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 2.02 | 2.11 | 2.39 |

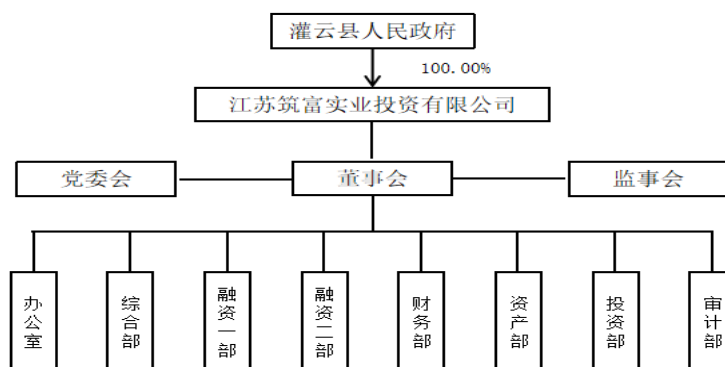
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

| 公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | 主营业务 | 层级 |
|-------------------|-----------------|---------|---|----|
| 灌云县泰和融资担保有限公司 | 30,008.00 | 84.98% | 融资性担保业务、贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保；其他 | 一级 |
| 连云港易安居保障性住房开发有限公司 | 17,000.00 | 100.00% | 保障性住房开发、经营；商住用房开发、经营 | 一级 |
| 江苏伊水温泉开发有限公司 | 16,800.00 | 100.00% | 旅游景区开发；水上旅客运输；游览景区管理；园林绿化工程、景观与绿地设施工程施工、水资源 | 一级 |
| 连云港灌山云水实业投资有限公司 | 11,745.4 万美元 | 53.00% | 实业项目投资；地基与基础工程、土石方工程、建筑装饰工程、建筑幕墙工程等 | 二级 |
| 灌云县诚鑫科技小额贷款有限公司 | 10,000.00 | 40.00% | 面向科技型中小企业发放贷款、创业投资、提供融资性担保 | 一级 |
| 灌云县金拓农村小额贷款有限公司 | 10,000.00 | 40.00% | 面向“三农”和中小企业发放贷款、提供融资性担保、开展金融机构业务代理 | 一级 |
| 江苏源逸农业开发有限公司 | 10,000.00 | 100.00% | 农业规划服务；农村河湖整治工程服务等 | 一级 |
| 江苏旺河淌农场有限公司 | 10,000.00 | 55.00% | 谷物、蔬菜、水果、花卉、中药材种植、销售 | 一级 |
| 连云港振灌实业投资有限公司 | 6,049.00 万美元 | 50.41% | 土砂石开采；建筑用石加工；普通货物道路运输 | 一级 |
| 灌云县现代粮食储备有限公司 | 6,000.00 | 64.00% | 粮食仓储服务；粮食收购；饲料零售 | 一级 |
| 连云港拓富贸易有限公司 | 5,000.00 | 100.00% | 农副产品、饲料、纺织品、服装、鞋帽、体育用品等销售 | 一级 |
| 连云港鸿昇建筑安装工程有限公司 | 5,000.00 | 100.00% | 建筑安装工程、房屋建筑工程、建筑装饰工程、园林绿化工程等施工 | 一级 |
| 灌云开山岛红色旅游发展有限公司 | 5,000.00 | 100.00% | 旅游景区开发；水上旅客运输；游览景区管理；园林绿化工程、景观与绿地设施工程施工等 | 一级 |
| 连云港富云新能源有限公司 | 2,000.00 | 100.00% | 新能源、新材料领域内的技术研发、技术咨询、技术推广服务等 | 一级 |
| 连云港市英立物业服务有限公司 | 2,000.00 | 100.00% | 物业管理服务；保洁服务等 | 一级 |
| 灌云县蓝盾保安服务有限公司 | 111.00 | 100.00% | 门卫、巡逻、安装维护保安设备等 | 一级 |

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|--|
| 销售毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 收现比 | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 现金短期债务比 | $\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$ |
| 现金类资产 | $\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$ |
| EBITDA | $\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$ |
| EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| 短期债务 | $\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$ |
| 长期债务 | $\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$ |
| 总债务 | $\text{短期债务} + \text{长期债务}$ |

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B | 债务安全性低，违约风险高。 |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C | 债务无法得到偿还。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| C | 不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

| 类型 | 定义 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |