



2016年江苏筑富实业投资有限公司公司债券 2023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与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。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。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、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：

2016年江苏筑富实业投资有限公司公司债券2023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+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到灌云县近年来经济实力持续增强，为江苏筑富实业投资有限公司（以下简称“江苏筑富”或“公司”）发展提供了良好的外部运营环境，公司在建代建项目较多，业务具有可持续性，且近年来持续受到当地政府较大力度的外部支持，有效提升公司的利润水平；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。同时中证鹏元也关注到公司担保代偿规模大幅增加，贷款业务出现损失，资产受限比例较高，流动性较弱，在建项目后期尚需投入一定规模资金，短期债务规模较大，面临一定的资金支出压力，存在一定或有负债风险等风险因素。

未来展望

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

评级日期

2023年6月20日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	202.38	192.84	192.87	189.36
所有者权益	132.42	132.19	130.56	125.93
总债务	--	43.79	41.69	39.37
资产负债率	34.57%	31.45%	32.31%	33.50%
现金短期债务比	--	0.43	1.64	0.86
营业收入	2.68	9.74	10.10	10.03
其他收益	0.50	3.48	3.64	2.68
利润总额	0.40	1.67	1.87	2.05
销售毛利率	15.33%	12.41%	11.91%	14.53%
EBITDA	--	4.37	4.54	4.06
EBITDA利息保障倍数	--	1.87	2.02	2.11
经营活动现金流净额	-2.05	3.16	3.75	-1.96

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- 灌云县区位优势较为明显，主导产业发展较快且近年来经济实力逐步增强，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，工业发展增速较快，2022年多个重大项目签约落地，2022年灌云县GDP增速按可比价格计算同比增长率高于连云港市平均水平。
- 公司在建代建项目较多，业务具有可持续性。公司作为灌云县主要的基础设施建设主体，2022年末主要在建项目包括代建和自营两种模式，预计总投资规模35.83亿元，已投资金额15.78亿元。
- 公司作为灌云县主要的基础设施建设和投融资主体，继续获得当地政府较大力度支持。2022年度公司获得政府各项补贴共计3.48亿元，有效提升了公司的利润水平；基于公司在灌云县的重要地位，预计外部支持仍具有可持续性。
- 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价值为债券余额的9.48倍，仍能有效提升“16苏筑富债/PR苏筑富”的安全性。

关注

- 公司风控能力偏弱，担保代偿规模大幅增加，贷款业务出现损失。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”）在保责任余额较高，在保企业主要为小微型企业，2022年公司代偿规模大幅增至0.95亿元，代偿风险急剧增加，贷款业务出现损失，需进一步关注担保及贷款业务的代偿和回收风险。
- 公司资产以待开发土地、对区域内国企及部分民企的其他应收款项及项目结转对委托方的应收款项为主，资产受限比例较高，资产流动性较弱。2022年末，公司存货中待开发土地规模占比95.59%，集中变现存在一定难度，其他应收款对公司营运资金形成占用，部分款项回收存在一定风险，应收款项受政府财政资金安排影响回款进度不确定性较大，受限资产占同期净资产比重的59.00%。
- 公司在建项目后期尚需投入一定规模资金，短期债务占比提升，面临一定的资金支出压力和较大的短期偿债压力。2022年末，公司在建项目尚需投入20.05亿元；同期公司债务规模有所提升，一年内到期债务规模急速增长，现金短期债务比下滑，面临较大的短期偿债压力。
- 公司存在一定或有负债风险。截至2022年末，公司担保余额为52.75亿元（不含子公司融资担保业务中的对外担保责任余额），占同期净资产比重的39.90%，担保对象均为国有企业，均无反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
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	192.84	132.19	9.74
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	183.83	120.66	9.71
祥云投资	主要负责灌云经开区道路、水务管网、绿化等基础设施建设	124.67	81.83	5.54

注：（1）恒驰实业为连云港恒驰实业有限公司的简称、祥云投资为连云港祥云投资有限公司的简称；（2）以上各指标均为2022年末/2022年度数据。

资料来源：Wind、各平台公开评级报告、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

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_2022V1.0

外部特殊支持评价方法和模型

cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	6/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					1
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

外部特殊支持

- 公司是灌云县重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，灌云县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与灌云县政府的联系非常紧密以及对灌云县政府非常重要。同时，中证鹏元认为灌云县政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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+/16 苏筑富债	2022-06-27	刘书芸、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+/16 苏筑富债	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	3.20	2022-06-27	2023-7-20

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16.00亿元的“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2023年4月7日，债券募集资金专项账户余额为7,994.17元。

三、发行主体概况

2022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2022年末，公司注册资本和实收资本仍均为6.01亿元，控股股东和实际控制人均为灌云县人民政府，持股比例为100.00%，公司股权结构图如附录二所示。2022年合并范围无变化，2022年末合并范围子公司合计16家，具体明细见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，

尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、

高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

灌云县具备“海、陆、空、铁、河”的立体综合交通网络，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，工业发展增速较快；近年来综合财力有一定波动，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，已形成包括“海、陆、空、铁、河”的立体综合交通网络。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），县域面积1,538平方公里。经统计，2022年末全县常住人口71.33万人，比年初减少0.61万人。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。灌云县已形成包括“海、陆、空、铁、河”的立体交通网络体系。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。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，已正式获批对外开放。空运方面，江苏第三大枢纽机场连云港市花果山机场位于灌云县小尹乡，距灌云县中心城区不到20公里，已于2021年12月开始正式运营。

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，2022年灌云县GDP增速按可比价格计算同比增长3.0%，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。三次产业结构变化不大，由2020年的20.9:34.6:44.5调整为2022年的19.36:36.98:43.66，整体以第三产业为主。从推动经济发展的因素看，近年来固定资产投资规模有所上升，2022年小幅增长0.9%，社会消费品零售总额2022年再次转为负增长，此外，进出口总额2021-2022年保持高速增长，对经济发展起到一定支撑作用。2022年灌云县人均GDP为6.30万元，是同期全国人均GDP的73.54%，低于全国平均水平。

表1 连云港市 2022 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	740.24	0.20%	7.98	44.71	0.00
赣榆区	740.00	1.00%	7.37	33.49	53.13
东海县	-	5.60%	-	30.03	31.52
灌南县	480.42	2.20%	7.86	23.61	46.35
灌云县	451.48	3.00%	6.30	23.78	26.74
连云区	265.30	0.80%	16.44	21.56	14.58

注：人均GDP除灌云县外的5个区县采用2021年末常住人口数计算，灌云县人均GDP数据来源于2022年国民经济和社会发展统计公报。

资料来源：各区县2023年政府工作报告、2022年财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表2 灌云县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	451.48	3.00%	425.00	11.5%	381.64	4.4%
固定资产投资	244.56	0.90%	242.38	10.30%	219.75	-6.9%
社会消费品零售总额	79.19	-2.30%	82.76	8.9%	76.00	-6.6%
进出口总额（亿美元）	3.37	32.80%	2.48	25.4%	1.98	3.2%
人均 GDP（万元）		6.30		5.87		4.77
人均 GDP/全国人均 GDP		73.54%		72.49%		65.84%

资料来源：灌云县 2023 年政府工作报告、2020-2022 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，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，2022年多个重大项目签约落地

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。2022年临港产业区化工集中区区域规划环评成功获批，省级化工园区升格顺利通过省化治办复核预审，正加快成为连云港万亿石化产业集群的重要新增长极。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。2022年多个重大项目签约落地，投资158亿元的盛邦新材芳纶项目开工，投资58.3亿元的连云港碱厂搬迁升级改造项目开工建设，投资168亿元的嘉澳生物航煤项目正式签约。依托园区建设和重点投资项目拉动，2022年灌云县全年完成规上工业总产值158.9亿元，增长18.5%。

财政及债务水平：近年来灌云县综合财力有一定波动，财政收入质量有所下降，财政自给程度较低，政府债务余额不断扩张。2020-2022年，灌云县一般公共预算收入及政府性基金收入呈现波动上升的趋势。近年财政收入质量有所下降，2022年税收收入在一般公共预算收入中占比70.27%，较上年降低10.33个百分点，财政自给率为34.37%，财政自给能力较弱。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，2022年灌云县地方政府债务限额为94.77亿元，地方政府债务余额达81.85亿元。

表3 灌云县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	23.78	25.33	22.61
税收收入占比	70.27%	80.60%	73.09%
财政自给率	34.37%	35.33%	32.44%
政府性基金收入	26.74	30.99	23.61
地方政府债务余额	81.85	78.64	68.32

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；地方综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入
 资料来源：灌云县2020-2022年财政预决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至2022年末，灌云县的主要投融资主体有3家，分别为江苏筑富、恒驰实业以及祥云投资。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4 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	132.19	31.45%	9.74	43.79	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	120.66	34.36%	9.71	44.05	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）	81.83	34.36%	5.54	30.51	主要负责灌云经开区道路、水管网、绿化等基础设施建设

注：除恒驰实业、祥云投资除总债务为 2021 年末数据外，其他数据均为 2022 年末/2022 年度数据。
 资料来源：Wind，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是灌云县内重要的基础设施建设主体，2022年继续获得灌云县政府较大力度支持；2022年公司工程建设收入规模较平稳，担保、利息等其他业务对公司营收贡献有限，且面临较大代偿和回收风险；公司在建项目后续投入规模较大，业务具备一定可持续性但也面临一定的资金支出压力

公司仍是灌云县主要的城市基础设施建设和投融资主体。从收入构成来看，工程建设收入仍是公司主要的收入来源，担保费、贷款利息等其他业务营收规模均相对较小，2022年公司收入规模有所下降。受工程建设业务毛利率上升影响，2022年公司销售毛利率较上年提升0.49个百分点。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务	9.44	96.90%	12.57%	9.72	96.31%	10.66%
工程建设收入	9.25	95.00%	13.78%	9.46	93.70%	11.68%
贷款利息收入	0.08	0.87%	100.00%	0.09	0.92%	100.00%
光伏发电收入	0.06	0.66%	13.95%	0.07	0.65%	12.30%
保安服务费及安装费收入	0.02	0.19%	21.85%	0.01	0.15%	28.03%
担保费等收入	0.01	0.07%	70.67%	0.03	0.29%	76.65%
其他	0.01	0.11%	-1800.95%	0.06	0.60%	-321.89%
其他业务	0.30	3.10%	7.34%	0.37	3.69%	44.59%
合计	9.74	100.00%	12.41%	10.10	100.00%	11.91%

注：主营业务中其他业务包括贸易收入、温泉收入、开山岛研学收入、评审费收入
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程建设业务

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

工程建设业务收入是公司主要的收入来源，公司承建的工程建设项目分为自营和代建两种模式。2022年公司新增的委托代建合同系后补合同，委托方主要系灌云县财政局及其指定的灌云县新农村农业综合开发有限公司（以下简称“新农村公司”），按照成本加成法确定代建管理费，项目总投资成本包

括工程成本（包含土地）、拆迁补偿成本、其他待摊成本（利息资本化等），初步商定代建管理费率为18%。

2022年公司确认收入的项目包括小伊空港小镇（一期）项目、灌云特色农业种植区农产品加工厂房、灌云县洋桥农场地块工程、灌云县东城区长安东路北侧地块工程，收入较上年有所下降。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，2022年整体毛利率略高于上年。

表6 2021-2022年公司工程建设收入明细（单位：亿元）

年份	项目名称	确认收入	毛利率
2022年	小伊空港小镇（一期）项目	3.60	14.72%
	灌云特色农业种植区农产品加工厂房	2.49	11.02%
	灌云县洋桥农场地块工程	2.22	14.94%
	灌云县东城区长安东路北侧地块工程	0.95	14.72%
	合计	9.25	13.78%
2021	东方大道地块项目	7.72	9.92%
	204国道灌云段改扩建工程	1.74	19.53%
	合计	9.46	11.68%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建代建项目较多，建设主体包括子公司连云港易安居保障性住房开发有限公司（以下简称“易安居保障”）、连云港灌山云水实业投资有限公司（以下简称“灌山云水”）、连云港振灌实业投资有限公司（以下简称“振灌实业”）、江苏源逸农业开发有限公司（以下简称“源逸农业”），2022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、杨集镇镇东村新型农村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、灌云县农村产业融合发展建设项目、公安局地块安置房等自营项目，衣趣小镇主题服饰电商产业园项目占地14.72万平方米，总建筑面积26.03万平方米，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。2022年，公司募投项目灌云县农村产业融合发展建设项目确认收入2.49亿元，“16苏筑富债/PR苏筑富”、“20筑富债/20苏筑富债”募投项目均已完工。

截至2022年末，公司主要在建项目总投资规模35.83亿元，已投资金额15.78亿元，公司在建项目后期尚需投入20.05亿元，面临一定的资金压力。

表7 截至2022年末公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	建设单位	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）	易安居保障	3.83	0.45	代建
小伊山空港小镇（一期）项目	易安居保障	3.25	3.07	代建
杨集镇镇东村新型农村项目	易安居保障	1.90	1.44	代建
衣趣小镇主题服饰电商产业园项目	灌山云水	11.63	5.13	自营

学苑商务中心	振灌实业	6.56	0.97	自营
灌云县农村产业融合发展建设项目	源逸农业	5.64	2.76	自营
公安局地块安置房	易安居保障	3.02	1.95	自营
合计		35.83	15.78	

注：灌云县农村产业融合发展建设项目系 22 筑富专项债 01 募投项目
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）其他业务

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，2022年公司代偿规模大幅增加，需进一步关注担保及贷款业务的代偿和回收风险；温泉、租赁等业务对公司营收贡献有限

公司担保业务由控股子公司泰和担保经营，注册资本3.00亿元¹，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1.40%收取。2022年公司确认担保费收入0.01亿元²，收入规模较小。

截至2022年末，公司在保责任余额2.01亿元，均无反担保措施，计提的担保风险准备金合计0.50亿元，在保企业主要为小微企业及少部分个体工商户和事业单位，单个客户担保额均不超过0.10亿元。2022年公司发生担保代偿额为0.95亿元，担保代偿额大幅增加。

表8 泰和担保公司担保业务情况

项目	2022年	2021年
期末在保余额（万元）	20,083.00	24,920.00
期末担保笔数（笔）	57	48
担保风险准备金（万元）	4,955.40	5,052.06
担保代偿额（万元）	9,512.54	2,739.87

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。2022年，公司确认贷款利息收入为0.08亿元，贷款利息收入规模较上年有所下降。公司主要贷款对象为中小微企业，截至2022年末，公司贷款余额合计0.75亿元，其中损失类贷款为0.06亿元，已按规定计提100.00%的贷款损失准备。

总体来看，公司担保及贷款业务收入规模仍较小，担保业务代偿风险急剧增加且代偿规模较大，贷款业务已出现损失，公司风险控制能力偏弱，面临较大的代偿及回收风险。

表9 2022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	1,090.00	0.00	0.00	1,090.00

¹ 注册资本 30,008.00 万元。

² 728,063.21 元。

关注类贷款	1,197.22	2.00	23.94	1,173.27
次级类贷款	619.31	25.00	154.83	464.48
可疑类贷款	3,924.90	50.00	1,962.45	1,962.45
损失类贷款	640.00	100.00	640.00	0.00
合计	7,471.43	-	2,781.22	4,690.20

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司2020年新增温泉、开山岛研学等收入，2021年新增贸易收入，其他业务收入主要为租赁收入，目前租赁面积6.98万平方米，租赁标的物系投资性房地产中房屋、建筑物，2022年公司上述业务收入均有所下降，其中温泉业务大幅亏损。

公司作为灌云县主要的基础设施建设和投融资主体，继续获得当地政府较大力度的外部支持

公司作为灌云县主要的基础设施建设和投融资主体，继续受到灌云县政府较大力度的支持。2022年公司获得政府各项补贴共计3.48亿元，有效提升了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的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2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年合并范围无变化，截至2022年末，公司合并范围内共16家子公司，具体见附录四。

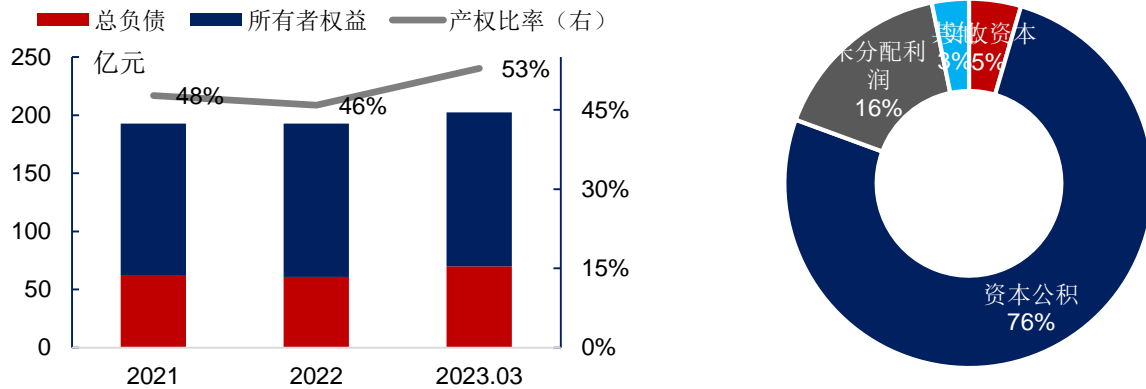
资本实力与资产质量

公司资本实力基本保持稳定，资产以待开发土地、对区域内国企及部分民企的其他应收款项及项目结转对委托方的应收款项为主，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，部分应收款项存在回收风险，整体资产流动性仍然较弱

公司所有者权益规模及结构基本保持稳定，2022年公司无偿受让丰灌（国际）投资有限公司持有的振灌实业49.59%的股权、美云（国际）投资有限公司持有的灌山云水47.00%的股权，公司资本公积增加4.31亿元，2022年末主要以灌云县政府历年来注入的货币资金、土地、股权等形成的资本公积、未分配利润及实收资本为主。同期资产负债规模保持稳定，财务杠杆率尚可。

图 2 公司资本结构

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产中流动性资产占比近90.00%，以待开发土地、对区域内国企及部分民企的其他应收款项及项目结转对委托方的应收款项为主，其中待开发土地抵押率较高，其他应收款规模较大，对公司营运资金形成占用，资产整体受限比例较高，资产流动性较弱。

公司存货主要由待开发土地、工程施工、开发成本构成，截至2022年末，公司存货中待开发土地117.40亿元、工程施工3.47亿元、开发成本1.95亿元。工程施工主要系公司在建的基础设施项目，待开发土地包括早期政府注入及后期出让取得，用途多样，包括仓储、城镇住宅、其他商服用地等，其中66.11亿土地已用于抵押，占比56.31%，土地集中变现存在一定的风险。公司代建项目结转形成对委托方新农村公司及灌云县财政局的应收账款，二者合计占比99.45%，受政府财政资金安排影响，回款进度不确定。

2022年末其他应收款中前五大应收对象包括连云港标德实业有限公司、连云港拓海实业公司、连云港金淮旅游开发有限公司、连云港弘大旅游发展有限公司、灌云临港产业区管委会，合计占比32.39%，存在对民企及个人的应收款项，包括对被担保对象追偿款项，占比超过10.00%，存在一定回收风险，对公司经营资金形成占用。

受限资产以存货及无形资产中土地使用权、货币资金为主，2022年末受限资产规模77.99亿元，占同期净资产比重59.00%、总资产比重40.44%，受限比例较高。

表10 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元)

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.64	3.78%	7.56	3.92%	16.91	8.77%
应收账款	10.41	5.14%	7.74	4.01%	5.08	2.64%
其他应收款	39.41	19.47%	29.52	15.31%	22.60	11.72%
存货	120.42	59.50%	122.81	63.68%	127.85	66.29%
流动资产合计	179.74	88.82%	169.45	87.87%	172.54	89.46%

固定资产	3.67	1.81%	4.53	2.35%	4.75	2.46%
在建工程	6.38	3.15%	6.09	3.16%	4.55	2.36%
发放贷款及垫款	0.33	0.16%	0.47	0.24%	1.02	0.53%
其他权益工具投资	5.48	2.71%	5.48	2.84%	3.57	1.85%
投资性房地产	6.19	3.06%	6.22	3.23%	5.88	3.05%
非流动资产合计	22.64	11.18%	23.39	12.13%	20.33	10.54%
资产总计	202.38	100.00%	192.84	100.00%	192.87	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司收入规模略有下降，在建项目规模尚可，后续需继续投入，业务具有一定可持续性；政府补助有效提升公司利润

公司仍是灌云县主要的城市基础设施建设主体，2022年公司营收规模略有下滑，得益于工程建设业务毛利率提升，公司销售毛利率同比上升。收入主要来源于工程建设收入，担保费、贷款利息及租赁等业务收入规模均较小，对公司营收贡献有限。公司尚有一定规模的在建项目，业务具有一定可持续性。外部支持方面，公司持续获得灌云县财政局较大力度的财政补贴，有效提升了公司利润。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
营业收入	2.68	9.74	10.10
营业利润	0.37	1.69	1.85
其他收益	0.50	3.48	3.64
利润总额	0.40	1.67	1.87
销售毛利率	15.33%	12.41%	11.91%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模同比有所提升，以债券融资为主，长期债务占比有所下降，现金短期债务比大幅下降，短期偿债压力较大

2022年公司债务规模同比有所提升，长期债务占比降至59.48%，公司融资以债券融资为主，2022年公司新发“22筑富01”、“22筑富02”，2022年末公司债券融资占比61.73%，其中1年内到期10.01亿元；债务到期压力看，1年内到期的债务规模较大，主要系应付债券，包括“16苏筑富债”、“20苏筑富实业ZR001”、“20苏筑富实业ZR002”、“2020苏筑富债”、“21筑富实业PPN001”，短期偿债压力较大。

表12 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资余额	1年以内	1年以上
------	------	------	------

银行借款	14.51	5.57	8.94
债券融资	26.01	10.01	16.00
非标融资	1.62	0.51	1.11
合计	42.14	16.09	26.05

注：融资余额与总债务规模差额系应付票据

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.47	3.53%	2.37	3.91%	2.75	4.41%
应付账款	2.23	3.19%	2.37	3.90%	4.24	6.80%
应付票据	2.45	3.50%	1.65	2.72%	0.85	1.36%
其他应付款	15.90	22.73%	10.71	17.66%	13.65	21.90%
一年内到期的非流动负债	13.63	19.48%	13.72	22.63%	6.74	10.82%
流动负债合计	40.40	57.75%	34.37	56.67%	30.73	49.32%
长期借款	10.33	14.76%	8.94	14.75%	11.92	19.12%
应付债券	16.00	22.87%	16.00	26.38%	19.43	31.19%
长期应付款	3.00	4.29%	1.11	1.82%	0.00	0.00%
非流动负债合计	29.56	42.25%	26.28	43.33%	31.58	50.68%
负债合计	69.96	100.00%	60.65	100.00%	62.31	100.00%
总债务	--	--	43.79	72.21%	41.69	66.91%
其中：短期债务	--	--	17.74	29.26%	10.34	16.59%
长期债务	--	--	26.05	42.95%	31.35	50.31%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年末，公司资产负债率同比略有下降，货币资金规模大幅下降，同时公司1年内到期的债务规模较大，现金类资产对短期债务的保障程度大幅下降，处于较低水平，公司EBITDA对利息保障程度有所降低但仍处于较好水平，整体看公司短期偿债压力较大。截至2022年末，公司银行授信余额13.48亿元，尚有部分可抵押资产，有一定融资弹性。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年 3 月	2022 年	2021 年
资产负债率	34.57%	31.45%	32.31%
现金短期债务比	--	0.43	1.64
EBITDA 利息保障倍数	--	1.87	2.02

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

根据公开数据及公司所提供信息，中证鹏元认为公司ESG治理未见明显不利因素

环境方面，根据《关于受评对象是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，公司2022年未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚，未因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚。

社会方面，根据《关于受评对象是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司截至2023年4月末不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，公司及高级管理人员最近36个月内未因违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚，公司最近36个月未存在违反工商税收、土地、环保、海关等方面的法规而受处罚情形，公司及高级管理人员最近12个月未受到证券交易所公开谴责、通报批评等处分，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构，具体组织架构见附录三。根据中共灌云县纪律检查委员会网站³2023年3月7日公告，公司资产部负责人张正庆涉嫌严重违法，目前正接受监察调查，2023年3月8日公司发布监事变动公告，查永梅不再担任公司职工监事，任公司监事会主席，龚秋阳任公司监事、葛昊龙任公司职工监事，张正庆不再担任公司监事会主席及监事，牛永康不再担任公司监事。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司合计对外提供的担保余额为52.75亿元，占同期净资产比重的39.90%，公司担保对象均为国有企业，具体明细如附录五所示。公司对外担保均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。截至2022年末，公司对外诉讼事项如附录六所示，均为子公司泰和担保公司对外诉讼。

八、外部特殊支持分析

公司是灌云县政府下属重要企业，灌云县政府直接持有公司100.00%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，灌云县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

³ 【案件通报】江苏筑富实业投资有限公司资产部负责人张正庆接受监察调查-中共灌云县纪律检查委员会(gylzw.gov.cn)。

(1) 公司与灌云县政府的联系非常紧密。公司业务基本来源于灌云县政府及其相关单位，认为灌云县政府对公司拥有绝对控制权，近年来受到灌云县政府的支持次数多且力度较大，预计未来与政府的联系比较稳定。

(2) 公司对灌云县政府非常重要。公司最主要的目标是为灌云县提供公共产品和服务，业务不具有区域专营性，对灌云县政府经济发展贡献很大，公司在公开市场上发行过债券，违约会对当地融资环境产生实质性影响。

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15 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16 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

根据公司与中国工商银行股份有限公司连云港分行（以下简称“乙方”或“债权人”）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》，最新抵押资产评估基准日为 2021 年 9 月 30 日⁴，抵押资产评估值总额为 31.69 亿元，抵押比率为 9.48，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17 置换后全部抵押资产明细情况

⁴ 公司 2022 年末按公司债券募集说明书要求按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。

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		3,610.49
苏(2020)灌云县不动产权第0006346号	出让	商服用地	30,494.70	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

十、结论

灌云县区位优势较为明显，主导产业近年来发展较快且经济实力逐步增强，2022年灌云县GDP增速高于连云港市平均水平，为公司发展提供了良好的外部运营环境；公司作为灌云县主要的城市基础设施建设主体，在建代建项目较多，业务建设具有可持续性，2022年继续获得当地政府较大力度支持，预计未来仍将持续，同时中证鹏元也关注到，公司2022年担保代偿规模大幅增加，贷款业务出现损失，需进一步关注担保及贷款业务的代偿和回收风险，资产受限比例较高，流动性较弱，在建项目后期尚需投入一定规模资金，面临一定的资金支出压力，且短期债务急速增加，现金短期债务比大幅下降，存在较大

的短期偿债压力和一定或有负债风险。综合看，公司抗风险能力尚可。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。

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+。

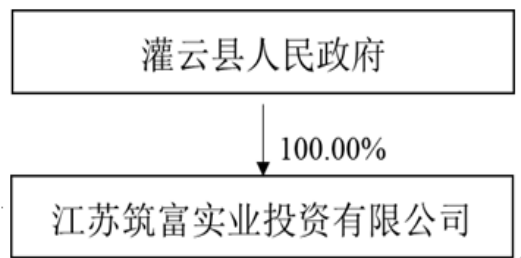
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	7.64	7.56	16.91	8.83
应收账款	10.41	5.14%	7.74	4.01%
其他应收款	39.41	29.52	22.60	24.19
存货	120.42	122.81	127.85	135.06
流动资产合计	179.74	169.45	172.54	173.75
固定资产	3.67	4.53	4.75	6.08
在建工程	6.38	6.09	4.55	2.08
发放贷款及垫款	0.33	0.16%	0.47	0.24%
其他权益工具投资	5.48	2.71%	5.48	2.84%
投资性房地产	6.19	3.06%	6.22	3.23%
非流动资产合计	22.64	23.39	20.33	15.61
资产总计	202.38	192.84	192.87	189.36
短期借款	2.47	2.37	2.75	2.30
应付账款	2.23	2.37	4.24	5.45
应付票据	2.45	3.50%	1.65	2.72%
其他应付款	15.90	10.71	13.65	16.03
一年内到期的非流动负债	13.63	13.72	6.74	5.95
流动负债合计	40.40	34.37	30.73	34.15
长期借款	10.33	8.94	11.92	12.27
应付债券	16.00	16.00	19.43	16.78
长期应付款	3.00	1.11	0.00	0.00
非流动负债合计	29.56	26.28	31.58	29.29
负债合计	69.96	60.65	62.31	63.43
其中：短期债务	--	17.74	10.34	10.32
总债务	--	43.79	41.69	39.37
所有者权益	132.42	132.19	130.56	125.93
营业收入	2.68	9.74	10.10	10.03
营业利润	0.37	1.69	1.85	2.08
其他收益	0.50	3.48	3.64	2.68
利润总额	0.40	1.67	1.87	2.05
经营活动产生的现金流量净额	-2.05	3.16	3.75	-1.96
投资活动产生的现金流量净额	-0.26	-3.85	-5.08	-2.15
筹资活动产生的现金流量净额	3.35	-1.59	3.93	6.60
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	15.33%	12.41%	11.91%	14.53%
资产负债率	34.57%	31.45%	32.31%	33.50%

短期债务/总债务	--	40.52%	24.80%	26.21%
现金短期债务比	--	0.43	1.64	0.86
EBITDA（亿元）	--	4.37	4.54	4.06
EBITDA 利息保障倍数	--	1.87	2.02	2.11

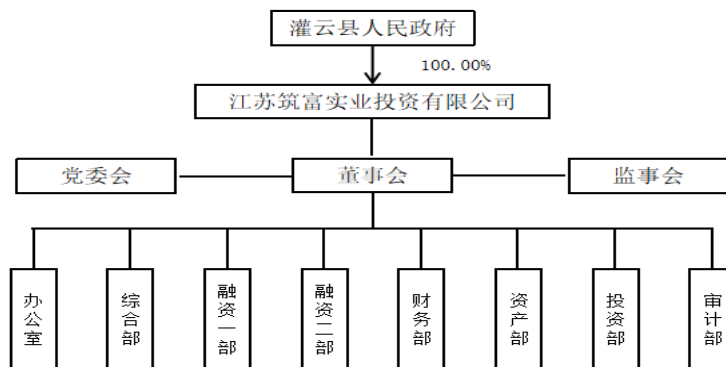
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



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 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司⁵情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
灌云县泰和融资担保有限公司	3.00	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；其他业务
连云港易安居保障性住房开发有限公司	1.70	100.00%	保障性住房开发、经营；商住用房开发、经营
灌云县诚鑫科技小额贷款有限公司	1.00	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
灌云县金拓农村小额贷款有限公司	1.00	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
连云港富云新能源有限公司	0.20	100.00%	新能源、新材料领域的技术研发、技术咨询、技术推广服务等
灌云县蓝盾保安服务有限公司	0.01	100.00%	门卫、巡逻、安装维护保安设备等
连云港灌山云水实业投资有限公司	7.49	100.00%	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
连云港拓富贸易有限公司	0.50	100.00%	农副产品、饲料、纺织品、服装、鞋帽、体育用品等销售
江苏源逸农业开发有限公司	3.00	100.00%	农业规划服务；农村河湖整治工程服务等
连云港鸿飏实业发展有限公司	0.50	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
江苏旺河淌农场有限公司	1.00	55.00%	谷物、蔬菜、水果、花卉、中药材种植、销售
连云港市裕丰农业开发有限公司	0.50	100.00%	建设工程施工、农产品的生产等
连云港振灌实业投资有限公司	4.00	100.00%	土砂石开采；建筑用石加工；普通货物道路运输
灌云县现代粮食储备有限公司	0.60	64.00%	粮食仓储服务；粮食收购；饲料零售
江苏伊水温泉开发有限公司	1.68	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
灌云开山岛红色旅游发展有限公司	0.50	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

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

⁵ 灌云县诚鑫科技小额贷款有限公司、灌云县金拓农村小额贷款有限公司持股比例不超过 50% 纳入合并报表系两家公司董事会仅设执行董事一名，执行董事由公司总经理杨波担任，另两名股东不参与两家公司的经营管理。

附录五 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
灌云永胜农业科技发展有限公司	0.90	2026.3.26	否
灌云永胜农业科技发展有限公司	0.80	2030.6.10	否
灌云永胜农业科技发展有限公司	0.58	2032.7.10	否
灌云永胜农业科技发展有限公司	0.40	2032.7.10	否
灌云永胜农业科技发展有限公司	0.30	2023.12.21	否
灌云永胜农业科技发展有限公司	0.25	2023.3.4	否
灌云永胜农业科技发展有限公司	0.18	2030.6.10	否
灌云旭升建筑材料销售有限公司	0.35	2023.11.8	否
连云港标德实业有限公司	0.80	2023.3.3	否
连云港标德实业有限公司	0.20	2023.3.4	否
连云港恒驰实业有限公司	2.35	2027.10.8	否
连云港恒驰实业有限公司	1.00	2023.3.7	否
连云港恒驰实业有限公司	0.98	2023.11.15	否
连云港恒驰实业有限公司	0.80	2023.5.6	否
连云港鼎海实业有限公司	1.00	2024.12.8	否
连云港鼎海实业有限公司	0.25	2023.12.10	否
江苏郡泰公共交通有限公司	0.80	2027.7.5	否
江苏郡泰公共交通有限公司	0.50	2028.12.5	否
连云港胜海自来水有限公司	0.65	2026.7.10	否
连云港胜海自来水有限公司	0.55	2027.12.16	否
连云港标德实业有限公司	0.70	2027.3.31	否
连云港标德实业有限公司	0.50	2027.9.30	否
连云港标德实业有限公司	0.50	2025.3.31	否
连云港标德实业有限公司	0.50	2023.9.30	否
连云港标德实业有限公司	0.20	2028.9.20	否
连云港标德实业有限公司	0.20	2028.9.20	否
连云港标德实业有限公司	1.20	2027.3.31	否
连云港兴灌实业投资有限公司	0.10	2023.4.26	否
连云港兴灌实业投资有限公司	0.10	2023.5.11	否
连云港兴灌实业投资有限公司	0.10	2023.5.29	否
连云港兴灌实业投资有限公司	0.10	2023.8.30	否
连云港兴灌实业投资有限公司	0.10	2023.8.18	否
灌云新农村农业综合开发有限公司	0.85	2025.4.6	否
灌云新农村农业综合开发有限公司	0.85	2025.5.18	否
连云港祥云投资有限公司	0.70	2023.12.12	否
灌云新农村农业综合开发有限公司	0.34	2023.10.21	否
连云港拓海实业有限公司	0.80	2023.3.25	否

连云港拓海实业有限公司	1.50	2025.5.30	否
连云港拓海实业有限公司	0.77	2025.7.30	否
连云港拓海实业有限公司	0.48	2023.1.21	否
连云港拓海实业有限公司	0.20	2023.6.22	否
灌云东胜基础设施建设工程投资有限公司	0.75	2026.1.13	否
灌云东胜基础设施建设工程	0.42	2025.4.15	否
灌云东胜基础设施建设工程	0.08	2031.12.20	否
灌云东胜基础设施建设工程	0.07	2031.12.20	否
灌云东胜基础设施建设工程	0.01	2026.1.13	否
连云港信天游旅游开发有限公司	0.18	2023.12.20	否
连云港潮河湾有限公司	0.18	2023.3.20	否
江苏原野生态农业有限公司	0.80	2030.7.31	否
江苏燕尾港港口物流有限公司	0.50	2025.5.14	否
灌云新农村农业综合开发有限公司	0.92	2026.2.1	否
灌云恒润水利工程处	0.40	2023.11.3	否
连云港善文水务工程有限公司	1.42	2025.2.14	否
灌云东胜基础设施建设工程投资有限公司	14.14	2034.10.19	否
连云港瑞农实业有限公司	6.95	2024.2.22	否
连云港兴灌实业投资有限公司	0.76	2024.12.31	否
连云港兴灌实业投资有限公司	0.76	2024.12.31	否
合计	52.75		

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录六 截至 2022 年末子公司泰和担保公司对外诉讼事项情况（单位：亿元）

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	胡金晶	0.02	已申请强制执行
2	担保追偿权诉讼	连云港苏安门业有限公司	0.03	已申请强制执行
3	担保追偿权诉讼	江苏亚飞特种玻璃有限公司	0.04	已申请强制执行
4	担保追偿权诉讼	灌云县天和胜铝型材有限公司	0.04	已申请强制执行
5	担保追偿权诉讼	连云港华彩纺织有限公司	0.02	已申请强制执行
6	担保追偿权诉讼	耿云	0.00 ⁶	已申请执行,耿云尚欠本、息共计 68354.03 元
7	担保追偿权诉讼	连云港市巨龙铸造有限公司	0.04	破产清算阶段
8	担保追偿权诉讼	连云港市巨龙铸造有限公司	0.03	破产清算阶段
9	实现担保物权	连云港放明机械有限公司	0.05	已进入执行阶段
10	实现担保物权	连云港市欣森木业有限公司	0.02	已进入执行阶段
11	担保追偿权诉讼	连云港市欣森木业有限公司	0.04	已进入执行阶段
12	担保追偿权诉讼	连云港通泰工程器材有限公司	0.04	已进入执行阶段
13	担保追偿权诉讼	连云港万顺农业开发有限公司	0.03	已进入执行阶段
14	担保追偿权诉讼	灌云县云成机械有限公司	0.03	申请强制执行
15	担保追偿权诉讼	灌云县振兴机械制造有限公司	0.03	申请强制执行
16	担保追偿权诉讼	连云港市锐远农业装备科技有限公司	0.05	申请强制执行
17	担保追偿权诉讼	孙孝东	0.00 ⁷	申请强制执行
18	担保追偿权诉讼	连云港市千年翠钻珠宝有限公司	0.08	等待判决
19	担保追偿权诉讼	连云港华尔创电力工程有限公司	0.10	连云港市中级人民法院
合计			0.72	

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

⁶ 标的金额 108,355.03 元。

⁷ 标的金额 102,028.28 元。

附录七 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录八 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

四、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。