

信用评级公告

联合〔2022〕501号

联合资信评估股份有限公司通过对淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司及其拟发行的 2022 年淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司县城新型城镇化建设专项企业债券的信用状况进行综合分析和评估，确定淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司主体长期信用等级为 AA，2022 年淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司县城新型城镇化建设专项企业债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月一日

2022 年淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司 县城新型城镇化建设专项企业债券信用评级报告

评级结果：

偿债主体长期信用等级：AA

担保方信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：9.30 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：按年付息，分期还本，从第三个计息年度起每年按照发行总额的 20% 偿还本金

募集资金用途：项目建设及补充营运资金

担保方式：由江苏省信用再担保集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2022 年 7 月 1 日

偿债主体本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司（以下简称“公司”）是江苏省淮安市盱眙县重要的城市基础设施投资建设主体。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司外部环境良好，业务具有区域专营性优势，并在持续获得外部支持。同时，联合资信也关注到公司资产流动性较弱、投资压力较大、债务负担较重以及存在或有负债风险等因素可能对其信用水平产生的不利影响。

本期债券发行后，对公司现有债务规模影响不大，公司经营现金流入量和 EBITDA 对长期债务的保障指标表现较弱。江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，江苏再担保主体长期信用的等级为 AAA，评级展望为稳定。江苏再担保的担保能力极强，其担保显著提升了本期债券偿还的安全性。

未来，随着公司代建项目的持续推进以及业务转型发展，公司经营状况有望保持稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

偿债主体本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：陈 婷 邹 洁

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

优势

- 外部发展环境良好。**2019—2021 年，盱眙县地区生产总值保持增长，分别为 418.56 亿元、435.30 亿元和 501.94 亿元；同期，盱眙县一般公共预算收入保持增长，分别为 19.09 亿元、19.29 亿元和 20.60 亿元，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司业务具有区域专营性优势。**公司是盱眙县重要的城市基础设施投资建设主体，业务具有区域专营性优势。
- 公司持续获得外部支持。**公司在资本注入、股权划拨、税金返还和财政补贴等方面持续得到外部支持。2020—2021 年，国联集团分别对公司注入资本金 10.00 亿元和 4.66 亿元；2020 年，公司无偿受让盱眙金谷粮食集团有限公司股权；2019—2021 年，公司分别获得政府财政补贴 1.05 亿元、2.01 亿元和 1.14 亿元。
- 增信措施。**江苏再担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期债券的偿付安全性。

关注

- 资产流动性较弱。**公司以土地、项目投入为主的存货及应收类款项规模大，截至2021年底，公司存货和应收类款项合计占资产总额比重83.83%，对资金形成占用；公司资产流动性较弱。
- 公司投资压力较大。**截至2021年底，公司在建及拟建的基础设施项目未来仍需投入27.06亿元，公司将面临较大的资本支出压力。
- 债务负担较重。**2019—2021年末，公司负债规模持续增长，债务负担较重。截至2021年底，公司全部债务126.34亿元，较上年底增长5.10%；同期，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为58.39%和51.96%。未来随着在建及拟建项目的推进，公司债务负担或将进一步加重。
- 存在或有负债风险。**截至2021年底，公司对外担保规模较大，对外担保比率为74.49%，公司有少量对民营企业的担保，存在较高的或有负债风险。

5. 募投项目未来收益实现存在不确定性。募投项目尚处于建设阶段，且运营收入预测系基于一定假设，未来募投项目实际建设情况以及运营情况较预期可能存在一定差异，未来募投项目实际收益情况存在一定不确定性。

偿债主体主要财务数据：

合并口径			
项目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	29.08	27.35	19.36
资产总额（亿元）	235.52	262.18	280.69
所有者权益（亿元）	96.11	107.64	116.80
短期债务（亿元）	15.40	21.49	23.65
长期债务（亿元）	84.54	98.72	102.69
全部债务（亿元）	99.95	120.21	126.34
营业总收入（亿元）	8.77	14.44	15.76
利润总额（亿元）	1.46	2.03	2.25
EBITDA（亿元）	2.44	2.59	2.68
经营性净现金流（亿元）	0.51	-26.61	-8.18
营业利润率（%）	9.72	5.71	8.07
净资产收益率（%）	1.37	1.82	1.78
资产负债率（%）	59.19	58.95	58.39
全部债务资本化比率（%）	50.98	52.76	51.96
流动比率（%）	392.22	452.69	455.67
经营现金流流动负债比（%）	0.95	-51.18	-14.54
现金短期债务比（倍）	1.89	1.27	0.82
EBITDA 利息倍数（倍）	0.50	0.40	0.43
全部债务/EBITDA（倍）	41.05	46.47	47.06
公司本部（母公司）			
项目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	207.66	241.06	257.21
所有者权益（亿元）	84.11	98.44	108.28
全部债务（亿元）	58.43	65.06	77.03
营业总收入（亿元）	8.52	8.59	8.10
利润总额（亿元）	1.81	2.50	2.97
资产负债率（%）	59.50	59.17	57.90
全部债务资本化比率（%）	40.99	39.79	41.57
流动比率（%）	271.79	263.29	303.37
经营现金流流动负债比（%）	14.32	-23.25	-17.90

注：1. 2019-2021 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；
 3. 报告合并口径中将长期应付款中有息部分计入长期债务核算
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

偿债主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2022/06/14	陈婷 邹洁	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
AA	稳定	2015/11/30	周潇 竺文彬	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

2022 淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司 县城新型城镇化建设专项企业债券信用评级报告

一、主体概况

淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司是淮安市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“淮安市国资委”）根据《市政府关于组建淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司的批复》（淮政复〔2007〕第37号），于2008年1月出资设立的国有独资有限责任公司，初始注册资本1000.00万元。2015年7月，公司股东由淮安市国资委变更为盱眙县人民政府。2016年，经盱眙县人民政府批准，公司股东由盱眙县人民政府变更为盱眙国有联合资产经营集团有限公司（以下简称“国联集团”）。2020—2021年，国联集团分别对公司增资10.00亿元和4.66亿元。截至2021年底，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元，国联集团为公司唯一股东，盱眙县人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“盱眙县国资办”）为公司实际控制人。

公司经营范围：房地产开发；根据政府授权，经营盱眙县城市有形资产（国有土地、广场、道路、公园、桥梁、绿地、其它国有资产）以及由此衍生的无形资产（冠名权、收费权、设施经营权、广告发布权等）；农业基础设施建设和农业综合开发。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）一般项目：污水处理及其再生利用；水污染治理；水污染防治服务；酒店管理；低温仓储（不含危险化学品等需许可审批的项目）；农副产品销售；水产品批发；水产品零售（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。

截至2022年5月底，公司本部内设10个职能部门，包括办公室、财务部、合约部、内审部、融资部、人力资源部、工程部、投资部、安全办和创建办。截至2021年底，公司纳入合

并范围一级子公司14家。

截至2021年底，公司合并资产总额280.69亿元，所有者权益116.80亿元（含少数股东权益0.27亿元）；2021年，公司实现营业总收入15.76亿元，利润总额2.25亿元。

公司注册地址：盱眙县十里营大街90号（山水商务大厦23楼）；法定代表人：杜威。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划注册并发行 2022 年淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司县城新型城镇化建设专项企业债券（以下简称“本期债券”），发行规模为 9.30 亿元，期限为 7 年，每年付息一次。同时，本期债券设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3 年起，每年按照发行总额的 20%偿还本金。

江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募投项目概况

（1）募集资金用途

本期债券拟募集资金为 9.30 亿元，其中 6.65 亿元用于全球龙虾交易中心项目（扣除酒店建设部分）（以下简称“募投项目”）建设，2.65 亿元用于补充公司营运资金。募集资金使用分配情况见下表：

表 1 本期债券募集资金使用情况

项目名称	总投资额 (万元)	拟使用募集 资金(万元)	拟使用募集 资金占项目总投 比例(%)
全球龙虾交易中心项目(扣除酒店建设部分)	95610.30	66500.00	69.55
补充营运资金	--	26500.00	--
合计	--	93000.00	--

资料来源：公司提供

（2）募投项目建设内容

募投项目位于淮安市盱眙县盱城街道科技路西侧，占地面积13.23万平方米（约198.52亩），拟建设综合服务区（含展厅、办公用房、公寓式酒店、服务中心）、综合交易区、冷链仓储区以及停车区等功能区，同时配套建设电子商务、物流管理、电子结算等信息化平台等。

（3）募投项目建设进度

募投项目计划总投资为9.56亿元，项目资金来源为发行债券（6.65亿元）及自有资金（2.91亿元）。募投项目建设期拟定为24个月。项目已经于2020年11月开工建设，预计于2022年10月完工¹。截至2021年底，募投项目已投资金额约为2.94亿元，其中1.20亿元为土地费用。施工进度为11栋交易中心用房已完成一层二次结构，一栋基础土方已开挖完成，施工进度约为37.00%。项目建设期第1年由项目资本金投入建设，本期债券募集资金6.65亿元拟在建设期的第2年投入。

（4）募投项目审批情况

截至本报告出具日，本期债券募投项目已通过了相关部门的审批，具体批复文件如下表所示。

表2 本期债券募投项目审批文件情况

文件名称	文号	发文机关	印发时间
土地证	苏（2020）盱眙县不动产权第0008152	盱眙县自然资源和规划局	2020年5月11日
江苏省投资项目备案证	盱审批复（2020）551号	盱眙县行政审批局	2020年8月21日
建设项目环境影响评价表	202032083000000255	盱眙县环保局	2020年10月25日
项目社会稳定风险评估报告	无	盱眙县维护稳定领导小组办公室	2020年10月30日
关于全球龙虾交易中心项目节能报告的审查意见	盱审批（经）（2020）01080号	盱眙县行政审批局	2020年11月13日

资料来源：公司提供

（5）募投项目社会效益和经济效益

募投项目的实施有利于加快推进盱眙城

镇化建设过程中“补短板、强弱项”工作，将盱眙建设成为新型城镇化示范区、产城融合先导区。

根据江苏春天工程设计院有限公司出具的《全球龙虾交易中心项目可行性研究报告》，募投项目可产生房屋出租收入、停车服务收入、充电桩服务收入、房屋销售收入、装卸货收入、冷链物流车辆运输费及物业收入，运营期可累计实现收入16.62亿元，本期债券存续期内（本期债券存续期为7年）累计可形成收入12.01亿元（扣除公寓式酒店收入）。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速²（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务

¹ 募投项目实际建设进度有所延误，预计将延迟完工。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

领域受到较大冲击。

表 3 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30（4.95）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50（6.79）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60（2.90）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30
房地产投资（%）	25.60（7.60）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70
基建投资（%）	29.70（2.30）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50
制造业投资（%）	29.80（-2.00）	19.20（2.00）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60
社会消费品零售（%）	33.90（4.14）	23.00（4.39）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70（4.53）	12.00（5.14）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。

消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。

2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。

2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。

2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。

生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

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

2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，城投企业融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企

业逐步开始规范转型。

(2) 行业监管与政策

2021 年以来,政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势,延续了“坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路,城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43 号),财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预〔2014〕351 号),对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理,并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离,未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来,国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理,建立了地方政府举债融资机制,要求坚决遏制隐性债务增量,并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年开始,国内经济下行压力加大,2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响,基建投资托底经济的作用再次凸显,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时,政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持,发挥基建逆经济周期调节作用。

2021 年,随着国内疫情得到有效控制,宏观经济有序恢复,抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作,全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策,强调把防风险放在更加突出的位置,坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量,同时重申清理规范地方融资平台公司,剥离其政府融资职能,对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算,城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月,沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件,明确指出发行公司债券不得新增政府债务,并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月,银保监会(2021)15 号文及补充通知要求切实把控

好金融闸门,从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理,并明确隐性债务主体认定标准,承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来,经历了国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”,国内外环境复杂性不确定性加剧,宏观经济下行压力进一步加大,“稳增长”压力凸显。在此背景下,中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资,保证财政支出强度的同时加快支出进度等,通过政策的“靠前发力”来充分发挥对“稳增长”的支撑作用。2022 年 4 月,中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》,强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下,加大对重点项目资金支持力度,合理购买地方政府债券,按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,不得盲目抽贷、压贷或停贷,保障在建项目顺利实施。2022 年 5 月,中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》,对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署,为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看,积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时,政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022 年 5 月,财政部通报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例,再次强调了“坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路,进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

(3) 行业发展

在“稳增长”背景下,城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间。但在对隐性债务“控增量、化存量”以

及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，需重点关注短期偿债压力大及出现负面事件的尾部城投企业的信用风险。

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

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区的城投企业的债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标债务逾期等负面事件的尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济及政府财力

2019—2021年，盱眙县地区生产总值和一般公共预算收入均保持增长，地方政府债务负担一般，为公司发展提供了良好的外部环境。

（1）区域经济

盱眙县是江苏省淮安市下辖县，地处长江三角洲地区，位于淮安西南部，东与金湖县、滁州市天长市相邻，南、西分别与南京市六合区、滁州市来安县和明光市交界，北至东北分别与泗洪县、洪泽区接壤。

近年来，盱眙区域经济回暖，综合实力有所增强，目前已形成轴承制造、凹土生产、龙虾养殖、旅游和新能源等多个支柱性特色产业。

其中，轴承产业实施中弘国际高端轴承等一批10.00亿元以上龙头项目，并发展骨干企业，着重培植百亿级钢管轴承产业；凹土产业依托中科院盱眙凹土应用技术研发与产业化中心的科研优势，开展对外合作，突破技术瓶颈，引进大中型企业，加快凹土科技园建设，形成完整产业链；龙虾产业以龙虾节为依托推动龙虾大规模养殖批发销售“一条龙”发展；旅游产业依托天泉湖、龙泉湖、铁山寺和明祖陵等现代化管理历史文化遗产景区，实施传统观光游向休闲度假、养生养老、康体健身和文化创意型产业转型；新能源产业围绕国电龙源电力低风速风力发电项目、中节能太阳能发电项目及中电电气等一批重大项目建设运营。

2019—2021年，盱眙县分别实现地区生产总值418.56亿元、435.30亿元和501.94亿元。2021年，盱眙县地区生产总值同比增长11.20%。其中，第一产业实现增加值77.29亿元，同比增长5.20%；第二产业实现增加值188.41亿元，同比增长11.50%；第三产业实现增加值236.24亿元，同比增长13.10%。三次产业结构调整为15.4:37.5:47.1。2021年，盱眙县完成固定资产投资（含房地产）155.59亿元，同比增长17.10%。其中第一产业完成投资9.31亿元，第二产业完成投资107.59亿元，第三产业（不含房地产）完成投资14.16亿元，三次产业投资结构比为7.10:82.10:10.80。

（2）政府财力

2019—2021年，盱眙县一般公共预算收入保持增长，分别为19.09亿元、19.29亿元和20.60亿元。2021年，盱眙县一般公共预算收入同比增长7.00%。其中，税收收入16.60亿元，税收占比为80.60%。2019—2021年，盱眙县一般公共预算支出逐年增长，分别为58.68亿元、64.38亿元和66.21亿元。2021年，盱眙县一般公共预算支出同比增长2.89%，财政自给率为31.11%，财政自给率低。2019—2021年，盱眙县政府性基金预算收入波动较大，分别为40.01亿元、28.47亿元和40.72亿元。政府债务方面，截至

2021年底，盱眙县地方政府债务限额72.77亿元，地方政府债务余额63.70亿元，整体债务负担一般。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年底，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元。国联集团是公司唯一股东，盱眙县国资办为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是盱眙县重要的城市基础设施投资建设主体，主要负责盱眙县内城区基础设施建设，业务具有区域专营优势。

作为盱眙县重要的城市基础设施投资建设主体，公司业务涉及城市基础设施和保障房建设、国有资产运营等。城市基础设施建设业务运营主体是公司本部及子公司盱眙交通旅游产业控股有限公司（以下简称“盱眙交产”），房产销售业务运营主体为公司本部。

盱眙县内政府平台公司包括公司、盱眙县天源控股集团有限公司（以下简称“天源控股”）和盱眙城投交通建设有限公司（以下简称“城投交建”）。其中，公司业务主要集中在城市基础设施建设、保障房建设和国有资产运营领域；天源控股主要业务包括水利水电工程施工项目建设、城乡水务一体化建设及管理（不包括污水处理）和水库租赁等；城投交建是盱眙县国资办全资子公司，主要负责道路桥梁建设、旧城改造、市政园林绿化投资建设等。三家公司职能划分明确，主营业务无交叉。

表 4. 2021 年（底）盱眙县主要平台公司概况

公司简称	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	营业总收入（亿元）	利润总额（亿元）	全部债务（亿元）
天源控股	323.49	167.71	9.26	1.60	99.81
公司	280.69	116.80	15.76	2.25	126.34

注：城投交建数据未获取

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 人员素质

公司高管人员大多具有政府相关部门工作经历，有助于公司开展日常工作；员工构成基本能够满足公司业务经营需求。

截至本报告出具日，公司共有高级管理人员5人。其中，董事长兼总经理1人、财务负责人1人、副总经理3人。

杜威先生，本科学历；曾任淮安市国有联合投资发展集团有限公司兼淮安市城市资产经营有限公司融资处处长助理，淮安市创业投资有限公司副总经理，淮安市城建开发建设有限公司副总经理及公司副总经理；2021年12月起任公司法定代表人、董事长及总经理。

邓刚，大专学历；曾任职于盱眙民众公交有限公司（以下简称“民众公交”）和盱眙城交广告传媒有限公司等公司；现任公司财务负责人及职工董事。

截至2021年底，公司本部拥有员工13人。按照学历水平分类，本科及以上学历5人，大专学历6人，中专及高中2人。按照年龄分类，30~50岁7人，50岁以上6人。

4. 企业信用记录

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

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码：91320830672012151T），截至2022年5月17日，公司本部有2笔已结清不良贷款，根据江苏盱眙农村商业银行及中国银行盱眙支行出具的征信说明，上述已结清不良款项分别系主办行结息汇款较迟及系统误操作所致；公司本部无其他未结清及已结清不良信贷记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司法人治理结构相对完善，管理制度较为健全，能够保障公司日常经营管理工作的正常运行。

1. 法人治理结构

公司依据《公司法》及其他有关法律、法规的规定，制定了公司章程，形成了股东、董事会、监事会和经理层的法人治理结构。

公司不设股东会，国联集团履行出资人职责；包括决定公司的经营方针和投资计划，任命和更换董事、监事，决定董事、监事的报酬事项，审批公司年度财务预算方案、决算方案，审批公司年度利润分配方案和弥补亏损方案，对发行债券作出决定等公司章程规定的职权。

董事会是公司的决策机构，由3名成员组成，其中董事长1人，由董事会选举产生；职工董事1人，股东代表董事由股东任命产生，职工董事由公司职工通过职工大会选举产生，董事的任期每届为三年，任期届满可以连选连任。董事会职权包括决定公司的经营计划和投资方案，制定公司的利润分配方案和弥补亏损方案，决定公司内部管理机构的设置，决定聘任或解聘公司经理及其报酬事项等。

公司监事会由5人组成，其中监事会主席1人，由监事会选举产生；职工监事2人，股东代表监事由股东委派产生，职工监事由公司职工代表大会选举产生。监事任期每届三年，可连选连任。

公司设总经理，总理由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

2. 管理水平

公司根据经营和管理需要制定了一系列管理制度。

财务管理方面，公司根据国家有关财务管理法规制度和公司章程有关规定，制定了《财

务管理制度》，分别从会计计算、财务人员管理、资产及负债管理、财务档案等方面进行规范，编制了《财务机构及人员管理制度》

《财务基础工作规范管理制度》《资产管理制度》《负债管理制度》《财务报告与评估制度》和《内部审计制度》等日常管理制度。

融资管理方面，公司制定了《融资管理制度》，对融资决策、融资执行、融资资金管理、融资担保管理等方面进行了规范。公司融资管理实行“统一决策、规划先行、集中管理、分级授权”的融资管理模式，融资部负责重点项目的长期负债融资方案、流动性融资管理等。

对外担保方面，公司根据有关法律及实际情况，制定了《对外担保管理办法》，对审批权限及程序、担保合同的审查及订立、担保日常管理等方面进行了规范。审批程序方面，对外担保的主办部门为财务部门，对外担保事项由总经理组织公司财务部门依照相关法律、行政法规、规范性文件及本管理办法进行审查，审查通过后由总经理以议案的形式提交董事会审议。担保合同审查方面，未经公司股东大会或者董事会决议通过，董事、总经理以及公司的分支机构不得擅自代表公司签订担保合同，财务部门不得越权签订担保合同，也不得在主债权合同中以保证人的身份签字或盖章。

资金管理方面，公司制定了《财务部资金管理办法》，对资金使用范围、库存现金金额等进行限定，对账户管理、支票管理、支出流程和监控管理等方面进行规范。公司资金管理实施内部稽核制，会计定期或不定期检查出纳工作，财务主管监控财务核算的全过程。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责盱眙县的城市基础设施建设和安置房、商品房的销售，2020年新增粮油销售业务。2019—2021年，公司主营业务

收入保持增长，毛利率持续下降。

2019—2021 年，公司主营业务收入保持增长，年均复合增长 34.46%。其中，工程建设收入是公司的主要收入来源，占比保持在 50.00% 以上；房产销售收入受项目结转进度影响波动较大；2020 年，公司新增粮油销售业务，成为

公司收入增长的重要支撑。

2019—2021 年，公司工程建设业务毛利率均为 13.04%，房产销售毛利率持续下降，粮油销售业务毛利率水平相对较低，其收入占比不断提升导致公司主营业务毛利率持续下降。

表 5 公司主营业务收入及毛利率情况

项目	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）
工程建设	82733.97	94.89	13.04	78146.86	58.59	13.04	80191.84	51.85	13.04
房产销售	4458.05	5.11	11.16	27791.64	20.84	8.50	14221.50	9.19	4.42
粮油销售	--	--	--	27430.05	20.57	3.88	60257.84	38.96	4.78
合计	87192.01	100.00	12.95	133368.54	100.00	10.21	154671.18	100.00	9.03

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

(1) 工程建设

2019—2021 年，公司工程建设收入有所波动，回款情况尚可；截至 2021 年底，公司在建及拟建项目投资规模较大，存在较大的资本支出压力。

公司城市基础设施建设业务运营主体是公司本部及子公司盱眙交产，盱眙县人民政府及城投交建和公司签订委托代建协议，按照协议约定，公司负责办理与施工建设相关的各项审批手续，组织协调拆迁安置工作，与各设计、施工、监理等单位签订各类承包合同并支付承包费，筹集并管理项目资金。委托建设管理费方面，公司与政府签订的代建协议约定委托建设管理费按每年发生建设费用的 15.00% 计算，于每个会计年末按实际工程投资支付进度与

盱眙县财政局进行结算；与城投交建签订的协议约定委托建设费用按实际发生工程项目支出总成本加成 15.00%~25.00% 支付。

2019—2021 年，公司工程建设分别确认收入 8.27 亿元、7.81 亿元和 8.02 亿元，主要来自 2017 年棚户区（城中村）改造一期项目和盱眙县 2018 年棚户区（危旧房）改造工程一期项目。回款方面，截至 2021 年底，公司累计确认收入 35.01 亿元，累计收到回款 27.19 亿元，回款情况尚可。

在建项目

截至 2021 年底，公司主要在建项目共计 14 个。其中，全球龙虾交易中心项目（扣除酒店建设部分）为公司自营建设的项目。公司主要在建项目计划总投资 62.15 亿元，已完成投资 35.88 亿元，尚需投资 26.26 亿元。

表 6 截至 2021 年底公司主要在建项目情况

项目名称	业务模式	计划总投资金额（亿元）	已投资金额（亿元）	尚需投资规模（亿元）
盱眙县 2017 年棚户区（城中村）改造工程（一期）项目	委托代建	15.47	11.88	3.58
盱眙城北片区基础配套一期工程	委托代建	0.86	0.70	0.16
盱眙城北片区土地储备开发项目	委托代建	10.00	2.66	7.34
泽兰路西侧旧城改造项目	委托代建	2.00	1.38	0.62
基础教育提升项目二（崇文府配套幼儿园、万达配套幼儿园、盱眙诺迪高端幼儿园）	委托代建	1.50	0.13	1.37
龙虾广场升级改造	委托代建	0.36	0.23	0.13
盱汉线路改造	委托代建	1.00	0.28	0.72

盱眙县档案馆	委托代建	1.20	0.50	0.70
棚户区改造一期工程	委托代建	7.00	4.99	2.01
棚户区改造二期工程	委托代建	10.00	9.86	0.14
老年大学	委托代建	1.00	0.00	1.00
盱眙餐厨垃圾处理	委托代建	1.00	0.28	0.72
黄花塘国防教育培训中心	委托代建	1.20	0.05	1.15
全球龙虾交易中心项目（扣除酒店建设部分）	自营	9.56	2.94	6.62
合计		62.15	35.88	26.26

资料来源：公司提供

拟建项目

截至2021年底，公司主要拟建项目共1个，为环龙泉湖接线农村道路项目，计划总投资规模0.80亿元。

截至2021年底，公司主要在建及拟建的基础设施项目未来仍需投入27.06亿元，公司将面临较大的资本支出压力。

（2）房地产销售

公司房地产销售项目涉及商品房及安置房，2019—2021年，房产销售收入及毛利率均持续下降；截至2021年底，在建及拟建项目仍存在较大的投资压力。

公司房产销售业务的运营主体为公司本部（公司负责房产的开发建设，委托国联集团子公司盱眙茂昌房地产开发有限公司进行销售），公司通过招拍挂取得土地，自筹资金进行房产施工，建造完成并验收合格后交付客户。2019—2021年，公司房地产业务分别确认收入0.45亿元、2.78亿元和1.42亿元，主要为中央御景园项目、都梁现代城和临淮新寓项目的收入结转。毛利率方面，公司房产销售毛利率持续下降。其中，2020年公司处置不良楼盘及中央御景园尾盘销售导致该板块毛利率下降；2021年主要系公司房产销售以安置房项目为主，安置房销售价格受限价政策影响，售价较低所致。

截至2021年底，公司在建房地产项目包括“国联淮水湾安置小区项目”“国联淮水苑安置小区项目”“枕水人家安置房（农房）项目”和“壹山镜安置房项目”，项目计划总投资18.70亿元，已投资7.69亿元，仍需投资11.01亿元，

存在一定投资压力。截至2021年底，公司拟建房地产项目为“淮水苑二期项目”，项目计划总投资9.00亿元。

（3）粮油销售业务

2020年，公司新增粮油销售业务板块，对公司营业收入形成补充。

2020年，公司新增粮食销售业务板块，系新增子公司盱眙金谷粮食集团有限公司（以下简称“粮食集团”）的主营业务。粮食集团每年向农户进行粮食收购，部分按照上级有关政策要求进行储备，2~3年后出售，其余部分在当年销售给粮食加工企业，主要销售品类为灿稻、小麦、混合麦、白麦和稻谷。2020—2021年，该业务分别实现营业收入2.73亿元和6.03亿元，2021年收入同比大幅增长119.68%，主要系为应对新冠疫情，国家储备粮计划增加粮食储备，盱眙各地粮食仓库需求增加所致。

3. 未来发展

未来，公司将加大对保障房等基础设施建设的投资，同时扩展其他的特许经营权业务。

未来，公司将按盱眙县委、县政府及公司股东的工作部署，加大对保障房等基础设施建设的投资，同时扩展其他的特许经营权业务。管理方面，公司将推动专业化和集团化的管理，并通过市场化的运作，提升现有业务的经营效率。同时，公司将利用现有的产业优势，在成熟性板块进行适时的区域外的扩张，依靠市场化收益来支撑自身发展。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021年度合并财务报告，2019年财务报告由中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，2020年和2021年财务报告由亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2021年底，公司纳入合并范围的一级子公司14家。其中，2019年，公司合并范围新增2家一级子公司，均为新设立子公司；2020年，公司新增3家一级子公司，分别为粮食集团、盱眙国联建设有限公司和盱眙第一山古城运行管理有限责任公司。其中，粮食集团2020年实现收入2.78亿元，占合并报表收入的比重为

19.25%；2021年，公司合并范围较上年无变化。公司合并范围的变化对财务数据可比性有一定的影响。

2. 资产质量

2019—2021 年末，公司资产规模持续增长，均以流动资产为主。公司存货和应收类款项规模大，对资金形成占用，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2019—2021 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 9.17%，主要来自流动资产的增长。截至 2021 年底，公司合并资产总额 280.69 亿元，较上年底增长 7.06%，主要系其他应收款和存货增长所致。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 8 公司主要资产构成情况

项 目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	211.25	89.69	235.35	89.77	256.42	91.35
货币资金	28.48	12.09	27.35	10.43	19.16	6.83
应收账款	3.58	1.52	4.36	1.66	8.56	3.05
其他应收款	81.81	34.74	112.50	42.91	130.41	46.46
存货	85.66	36.37	87.70	33.45	96.33	34.32
非流动资产	24.27	10.31	26.83	10.23	24.28	8.65
投资性房地产	12.28	5.22	17.34	6.61	14.57	5.19
固定资产	7.26	3.08	3.82	1.46	3.53	1.26
在建工程	1.15	0.49	2.11	0.81	2.58	0.92
资产总额	235.52	100.00	262.18	100.00	280.69	100.00

注：其他应收款为其他应收款项、应收股利和应收利息合计项，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（1）流动资产

2019—2021年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长10.17%。截至2021年底，公司流动资产较上年底增长8.95%，主要系存货和其他应收款增长所致。从构成看，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2019—2021 年末，公司货币资金持续下降，年均复合下降 17.96%。截至 2021 年底，公司货币资金较上年底下降 29.93%，主要系当

期偿还债务支出及工程项目支出较多所致。货币资金中有 1.99 亿元受限资金，受限比例为 10.39%，主要因借款、票据保证金受到限制。

2019—2021年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长54.69%。截至2021年底，公司应收账款8.56亿元较上年底增长96.05%，主要系应收工程款增加所致。公司应收账款前五名应收对象分别为盱眙县财政局、城投交建、淮安市恒晟房地产开发有限公司、盱眙县住房和城

乡建设局和金湖县金久米业有限公司，合计余额占97.74%，集中度很高。

表 9 2021 年底公司应收账款前五名情况

单位名称	金额(亿元)	占比(%)	款项性质
盱眙县财政局	4.48	51.83	工程款
城投交建	3.47	40.11	工程款
淮安市恒晟房地产开发有限公司	0.43	4.92	购房款
盱眙县住房和城乡建设局	0.05	0.62	工程款
金湖县金久米业有限公司	0.02	0.26	粮油款
合计	8.45	97.74	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019—2021年末，公司其他应收款持续增长，年均复合增长26.26%，主要为公司对盱眙县财政局等单位的往来款。截至2021年底，公司其他应收款较上年底增长15.92%，主要系往来款增长所致。公司其他应收款主要为应收土地款及应收往来款，前五名应收对象分别为盱眙县财政局、盱眙县经济开发区管理委员会、盱眙茂昌房地产开发有限公司、国联集团和淮安市盱眙新区实业有限公司，合计余额合计占43.59%，集中度较低。

表 10 2021 年底公司其他应收款前五名情况

单位名称	金额(亿元)	占比(%)	款项性质
盱眙县财政局	29.36	22.10	土地款
盱眙县经济开发区管理委员会	12.11	9.19	往来款
盱眙茂昌房地产开发有限公司	6.11	4.63	往来款
国联集团	5.24	3.97	往来款
淮安市盱眙新区实业有限公司	4.88	3.70	往来款
合计	57.48	43.59	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019—2021 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 6.05%。截至 2021 年底，公司存货较上年底增长 9.84%，主要系当期公司招拍挂获得土地所有权所致。存货主要由库存商品 3.90 亿元和开发成本 90.57 亿元构成，公司未计提存货跌价准备。

(2) 非流动资产

2019—2021 年末，公司非流动资产规模有所波动。截至 2021 年底，公司非流动资产较上年底下降 9.50%。从构成看，公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和在建工程构成。

2019—2021 年末，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 8.91%。截至 2019 年底，公司新增投资性房地产 12.28 亿元，主要系公司将部分持有并准备增值后转让的土地使用权转入投资性房地产核算所致；截至 2020 年底，公司投资性房地产 17.34 亿元，较上年底增长 41.20%，主要系自用房地产转入或合并转入所致，公司投资性房地产按照公允价值计量。截至 2021 年底，公司投资性房地产较上年底下降 16.00%，主要系当期公司处置了土地使用权 2.19 亿元所致。从构成看，公司投资性房地产由 8.37 亿元房屋及建筑物和 6.20 亿元的土地使用权构成。

2019—2021年末，公司固定资产持续下降，年均复合下降30.27%。截至2020年底，公司固定资产3.82亿元，较上年底下降47.38%，主要系2020年公司将道路等公益性资产从固定资产转入存货底减少所致。截至2021年底，公司固定资产为3.53亿元，较上年底下降7.64%。

2019—2021年末，公司在建工程持续增长，年均复合增长49.86%。截至2021年底，公司在建工程2.58亿元，较上年底增长21.87%，主要系污水处理工程的投入增加所致。

截至 2021 年底，公司受限资产总额为 5.66 亿元，占资产总额的比重为 2.02%，公司资产受限比例很低。其中，受限货币资金 1.99 亿元、受限存货 3.05 亿元和受限投资性房地产 0.62 亿元。

资产流动性方面，2019—2021 年末，公司应收类款项（应收账款+其他应收款）占资产总额的比重分别为 36.25%、44.57%和 49.51%，对公司资金占用较大。同期，公司存货占资产总额的比重分别为 36.37%、33.45%和 34.32%。

整体看，公司资产流动性较弱。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019—2021 年末，受股东增资及利润积累等因素影响，公司所有者权益持续增长，实收资本和资本公积占比较高，公司权益稳定性较好。

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 10.24%。截至 2021 年底，公司所有者权益 116.80 亿元，较上年底增长 8.51%，主要系实收资本增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.77%，少数股东权益占比为 0.23%。所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 17.12%、67.94% 和 9.91%。所有者权益结构稳定性较好。

2019—2021 年末，公司实收资本持续增长，年均复合增长 93.56%。截至 2020 年底，公司资本公积 15.34 亿元，较上年底增长 10.00 亿元，主要系国联集团增资所致。截至 2021 年底，公司

实收资本 20.00 亿元，较上年底大幅增长 30.40%，主要系国联集团对公司增资 4.66 亿元所致。

2019—2021 年末，公司资本公积变动不大。截至 2021 年底，公司资本公积 79.36 亿元，较上年底增长 3.93%，主要系当期政府拨款转增资本公积 3.00 亿元所致。公司资本公积主要为国联集团投资款、政府投资基建工程款和土地整理费用等。

2019—2021 年末，公司其他综合收益波动增长，年均复合增长 16.02%，主要系投资性房地产评估增值所致。截至 2021 年底，公司其他综合收益 4.05 亿元，较上年底下降 10.95%，主要系当期投资性房地产计提公允价值变动所致。

2019—2021 年末，公司未分配利润持续增长，年均复合增长 19.27%。截至 2021 年，未分配利润 11.57 亿元，较上年底增长 17.48%，主要系经营累积所致。

表 11 公司主要所有者权益构成情况

项 目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
实收资本	5.34	5.55	15.34	14.25	20.00	17.12
资本公积	78.29	81.46	76.36	70.94	79.36	67.94
其他综合收益	3.01	3.13	4.55	4.23	4.05	3.47
未分配利润	8.13	8.46	9.85	9.15	11.57	9.91
所有者权益合计	96.11	100.00	107.64	100.00	116.80	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

(2) 负债

2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，以非流动负债为主；有息债务方面，公司长、短期债务均持续增长，债务负担较重，2022 年面临一定集中偿债压力。随着建设项目的投资，公司未来债务负担或将进一步加重。

2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 8.43%，主要来自非流动负债的增长。截至 2021 年底，公司负债总额 163.90 亿元，较上年底增长 6.05%。其中，流动负债占 34.33%，非流动负债占 65.67%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

表 12 公司主要负债构成情况

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	53.86	38.63	51.99	33.64	56.27	34.33
短期借款	7.61	5.46	12.04	7.79	11.63	7.10

其他应付款	31.24	22.41	22.95	14.85	23.75	14.49
一年内到期的非流动负债	3.97	2.85	7.85	5.08	10.54	6.43
非流动负债	85.55	61.37	102.55	66.36	107.62	65.67
长期借款	76.02	54.53	72.92	47.18	81.08	49.47
应付债券	7.17	5.15	17.85	11.55	16.62	10.14
长期应付款	1.35	0.97	8.45	5.47	6.74	4.11
负债总额	139.41	100.00	154.54	100.00	163.90	100.00

注：其他应付款为其他应付款、应付利息和应付股利合计数，下同；长期应付款为长期应付款及专项应付款合计数，下同

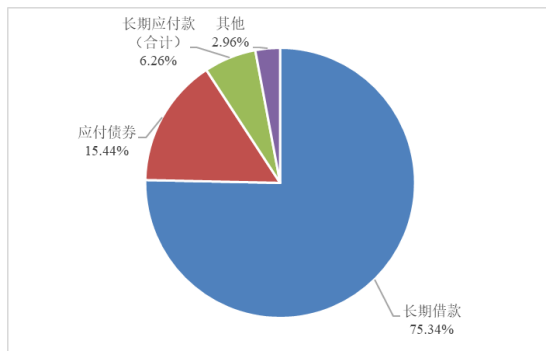
资料来源：根据公司审计报告整理

2019—2021年末，公司流动负债波动增长，年均复合增长2.22%。截至2021年底，公司流动负债56.27亿元，较上年底增长8.24%。公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2019—2021年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长23.59%。截至2021年底，公司短期借款11.63亿元，较上年底下降3.41%，较上年底变动不大，主要由保证借款7.56亿元和信用借款3.74亿元构成。

2019—2021年末，公司其他应付款波动下降，年均复合下降12.81%。截至2021年底，公司其他应付款23.75亿元，较上年底增长3.48%，较上年底变动不大。从前五大应付对象看，主要为应付淮南市盱眙新城资产经营有限公司、淮南市盱眙新开实业发展有限公司、盱眙经发市政建设有限公司、盱眙县天源投资有限公司和江苏国联龙信建设科技有限公司的往来款等。前五大占比合计78.06%，集中度较高。

图1 截至2021年底公司非流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019—2021年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长62.92%。截至

2021年底，公司一年内到期的非流动负债10.54亿元，较上年底增长34.19%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

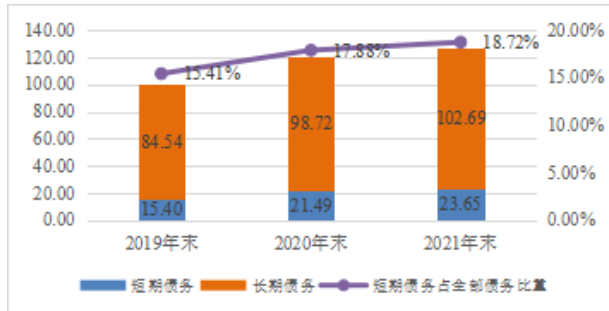
2019—2021年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长12.16%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至2021年底，公司非流动负债107.62亿元，较上年底增长4.94%。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2019—2021年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长3.28%。截至2021年底，公司长期借款81.08亿元，较上年底增长11.20%。长期借款（包括一年内到期的长期借款）主要由保证借款43.19亿元、抵押借款21.31亿元、信用借款12.85亿元和质押借款10.20亿元构成。

2019—2021年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长52.20%。截至2021年底，公司应付债券16.62亿元，较上年底下降6.92%，主要系当期偿还“16盱眙债/PR盱眙债”部分本金所致。

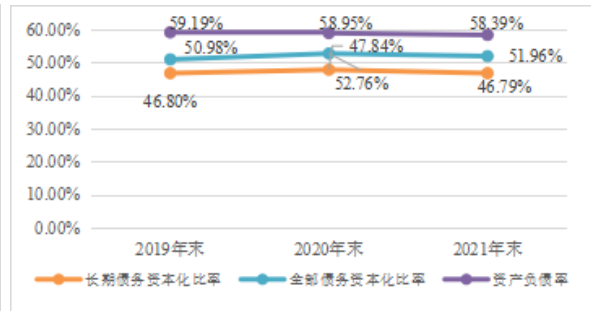
2019—2021年末，公司长期应付款波动增长，年均复合增长123.40%。截至2020年底，公司长期应付款8.45亿元，较上年底增加7.10亿元，主要系融资租赁款大幅加所致。截至2021年底，公司长期应付款6.74亿元，较上年底下降20.26%，主要系融资租赁借款减少所致。其中，长期应付款4.99亿元；专项应付款1.75亿元。公司长期应付款以融资租赁款为主，已纳入长期债务核算。公司专项应付款主要为盱眙港口粮食和物资产业园建设项目和扩建仓库项目应付款。

图2 2019—2021年末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

图3 2019—2021年末公司债务杠杆水平



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

有息债务方面，将长期应付款有息部分计入有息债务核算。2019—2021年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长12.43%。从债务指标来看，2019—2021年末，公司资产负债率分别为59.19%、58.95%和58.39%，随所有者权益的增长逐年下降；全部债务资本化比率分别为50.98%、52.76%和51.96%；长期债务资本化比率分别为46.80%、47.84%和46.79%。从债务构成看，2019—2021年末，公司债务均以长期债务为主，截至2021年底，公司全部债务126.34亿元，较上年底增长5.10%。其中，短期债务23.65亿元，占18.72%；长期债务102.69亿元，占81.53%。

从债务期限分布情况来看，以截至2021年底的全部债务作为测算基准，2022年、2023年及2024年，公司分别需要偿还的有息债务金额为22.17亿元、10.66亿元及3.11亿元，公司2022年将面临一定的集中偿付压力。

表13 截至2021年底公司有息债务期限分布情况

项目	2022年	2023年	2024年	2025年及以后	合计
偿还金额（亿元）	22.17	10.66	3.11	88.91	124.86
占比（%）	17.75	8.54	2.49	71.21	100.00

注：未包含应付票据期限分布情况

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2019—2021年，公司营业总收入持续增长，公司期间费用的控制能力有所下降；财政补贴对利润总额的贡献较大，公司整体盈利能力较强。

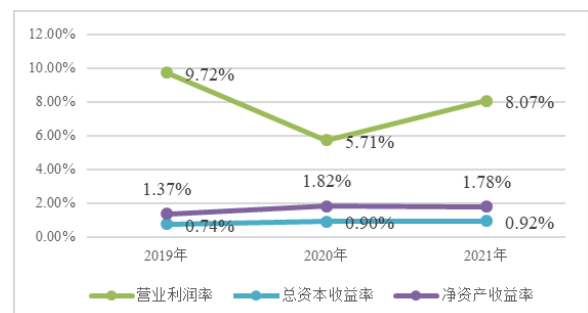
2019—2021年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长34.11%。2021年，公司实现营业总收入15.76亿元，同比增长9.20%，主要系粮油收入大幅增长所致。2019—2021年，公司营业成本持续增长，年均复合增长36.89%。2019—2021年，公司营业利润率分别为9.72%、5.71%和8.07%。

从期间费用来看，2019—2021年，公司期间费用波动增长，年均复合增长62.90%，主要系管理费用快速增加所致。同期，公司期间费用率分别为3.94%、7.33%和5.81%，公司费用控制能力有所下降。

2019—2021年，公司分别收到财政补贴和税收返还1.12亿元、2.01亿元和1.14亿元，计入“其他收益”和“营业外收入”。同期，公司分别实现利润总额1.46亿元、2.03亿元和2.25亿元，财政补贴对利润总额的贡献较大。

盈利指标方面，2019—2021年，公司总资产收益率持续增长；净资产收益率波动增长，公司各盈利指标均有所提升。整体看，公司盈利能力较强。

图4 2019—2021年公司盈利指标情况



资料来源：根据公司审计报告整理

5. 现金流

2019—2021年,公司收入实现质量持续下降,受项目投入及往来款变动影响,经营活动现金流量净额波动较大;筹资活动现金净流入规模波动下降,考虑到公司在建、拟建项目需投入金额较大,仍存在较大的融资需求。

经营活动方面,公司经营活动现金流入主要为工程施工收入及往来款,2019—2021年,公司经营活动现金流入持续增长,年均复合增长20.03%。2021年,公司经营活动现金流入34.53亿元中,收到其他与经营活动有关的现金22.34亿元,主要为往来款。同期,经营活动现金流出波动增长,年均复合增长34.94%。2019—2021年,公司经营活动现金净额分别为0.51亿元、-26.61亿元和-8.18亿元,公司经营活动净现金流波动较大。2019—2021年,公司现金收入比分别为115.48%、101.25%和76.94%,收现质量持续下降,收入实现质量尚可。

投资活动方面,2019—2021年,公司投资活动现金流入规模较小且持续下降,年均复合下降86.25%。同期,投资活动现金流出波动下降,年均复合下降14.19%。2019—2021年,公司投资活动现金净额分别为-0.98亿元、-0.21亿元和-0.88亿元,公司投资活动现金净流量持续小幅净流出。

2019—2021年,公司筹资活动前现金流量净额分别为-0.47亿元、-26.81亿元和-9.06亿元,波动较大。

筹资活动方面,2019—2021年,公司筹资活动现金流入波动增长,年均复合增长13.08%;2021年,公司筹资活动现金流入同比下降35.65%,主要系取得借款收到的现金减少所致。同期,筹资活动现金流出波动增长,年均复合增长34.84%;2021年公司筹资活动现金流出同比下降19.28%,主要系偿还债务本息支付的现金减少所致。2019—2021年,公司筹资活动现金净额分别为12.91亿元、20.09亿元和5.20亿元,年均复合下降36.53%,净流入规模波动下降。

表 14 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入	23.97	31.88	34.53
经营活动现金流出	23.46	58.49	42.71
经营活动产生的现金流量净额	0.51	-26.61	-8.18
投资活动现金流入	0.22	0.60	0.00
投资活动现金流出	1.20	0.81	0.88
投资活动产生的现金流量净额	-0.98	-0.21	-0.88
筹资活动前现金流量净额	-0.47	-26.81	-9.06
筹资活动现金流入	33.87	67.31	43.31
筹资活动现金流出	20.96	47.21	38.11
筹资活动产生的现金流量净额	12.91	20.09	5.20
现金收入比 (%)	115.48	101.25	76.94

资料来源: 根据公司审计报告整理

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标表现较强, 长期偿债能力指标表现较弱, 间接融资渠道有待拓宽; 公司对外担保规模较大, 存在较高的或有负债风险。

从短期偿债能力指标看, 2019—2021年末, 公司流动比率持续增长; 同期, 公司速动比率持续增长。公司流动资产对流动负债的保障程度好; 2020—2021年, 公司经营现金流呈净流出状态, 对流动负债无法形成保障。2019—2021年末, 公司现金短期债务比分别为1.89倍、1.27倍和0.82倍, 持续下降, 现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看, 公司短期偿债能力指标表现较强。

从长期偿债指标看, 2019—2021年, 公司EBITDA持续增长。EBITDA利息倍数波动下降, EBITDA对利息的覆盖程度较弱。全部债务/EBITDA持续增长, EBITDA对全部债务的覆盖程度较弱; 2020—2021年, 公司经营现金流呈净流出状态, 经营现金对利息支出不具备保障能力。整体看, 公司长期债务偿债指标表现较弱。

表 15 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率 (%)	392.22	452.69	455.67
	速动比率 (%)	233.18	284.00	284.49

	经营现金/流动负债（%）	0.95	-51.18	-14.54
	经营现金/短期债务（倍）	0.03	-1.24	-0.35
	现金类资产/短期债务（倍）	1.89	1.27	0.82
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	2.44	2.59	2.68
	全部债务/EBITDA（倍）	41.05	46.47	47.06
	经营现金/全部债务（倍）	0.01	-0.22	-0.06
	EBITDA/利息支出（倍）	0.50	0.40	0.43
	经营现金/利息支出（倍）	0.10	-4.10	-1.32

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：根据公司审计报告

截至 2021 年底，公司对外担保余额 87.00 亿元，担保比率 74.49%。公司主要担保对象为天源控股、民众公交、盱眙城资建设有限公司等。截至 2021 年底，公司子公司淮安市盱眙经济开发区有限公司存在对民营企业的担保。联合资信将持续关注公司担保代偿风险。整体看，公司被担保企业绝大部分为区域内国有平台企业，有少量对民营企业担保，公司担保规模较大，存在较高的或有负债风险。

截至 2021 年底，公司共获得银行授信 156.12 亿元，已使用 120.65 亿元，尚未使用额度 35.47 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 母公司分析

母公司资产、权益及利润总额占合并口径的比例均很高。

截至 2021 年底，母公司资产总额 257.21 亿元，较上年底增长 6.70%。其中，流动资产 230.48 亿元（占 89.61%），非流动资产 26.73 亿元（占 10.39%）。从构成看，流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货构成。母公司资产占合并口径资产总额的 91.63%，占比很高。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 108.28 亿元，较上年底增长 10.00%。在所有者权益中，实收资本为 20.00 亿元（占 18.47%）、资本公积合计 70.69 亿元（占 65.28%）、未分配利润合计 13.31 亿元（占 12.29%）、盈余公积合计 1.55 亿元（占 1.44%），母公司所有者权益较稳定。母公司所有者权益占合并报表所有者权益的 92.71%，占比很高。

截至 2021 年底，母公司负债总额 148.93 亿元，较上年底增长 4.42%。其中，流动负债 75.97 亿元（占 51.01%），非流动负债 72.95 亿元（占 48.99%）。从构成看，母公司负债主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成。母公司负债占合并口径的 90.87%，占比很高。

2021 年，母公司营业总收入为 8.10 亿元，营业总收入为 8.10 亿元，利润总额为 2.97 亿元。同期，母公司投资收益为 0.02 亿元。母公司占合并报表利润总额的 132.24%，超过合并报表利润总额。

九、外部支持

2019—2021 年，公司在资本注入、股权划拨、税金返还和财政补贴等方面持续获得有力的外部支持。

1. 资本金注入

2020—2021 年，国联集团分别对公司注入资本金 10.00 亿元和 4.66 亿元，均计入“实收资本”。2021 年，公司收到政府拨款 3.00 亿元，计入“资本公积”。

2. 股权划拨

2020 年，公司无偿受让粮食集团股权。

3. 税收返还

2019 年，公司获得土地出让金返还 0.07 亿元，计入“营业外收入”。2021 年，公司收到税收返还 308.57 万元，计入“营业外收入”。

4. 财政补贴

2019—2021 年，公司分别获得政府财政补贴 1.05 亿元、2.01 亿元和 1.14 亿元，计入“其他收益”。

十、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券的发行对公司现有债务规模影响不大。

本期债券计划发行规模为9.30亿元，相当于2021年底公司长期债务和全部债务的9.06%和7.36%，对公司现有债务规模影响不大。

以2021年底财务数据为基础进行测算，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由58.39%、51.96%和46.79%上升至59.72%、53.73%和48.95%，公司负债水平将有所上升，债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券发行后，公司经营现金流入和EBITDA对长期债务的保障指标表现较弱。

从指标上看，本期债券发行后，2021年，公司经营现金流入和EBITDA对长期债务的保障表现较弱；同期，公司经营现金净流量为负，对长期债务无保障能力。

表16 本期债券偿还能力测算

项目	2021年
发行后长期债务（亿元）	111.99
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.31
经营现金/发行后长期债务（倍）	-0.07
发行后长期债务/EBITDA（倍）	41.72

注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供的材料整理

表17 本期债券存续期运营收入测算表（单位：万元）

项目	合计	建设期		运营期				
		第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年
房屋出租收入	17150.83	--	--	2764.48	3190.58	3636.91	3731.11	3827.74
停车服务收入	5173.69	--	--	880.63	990.71	1100.78	1100.78	1100.78
充电桩服务收入	3159.55	--	--	394.94	526.59	658.24	789.89	789.89
房屋销售收入	89575.58	--	--	17010.84	17451.42	17903.41	18367.11	18842.81
装卸货收入	1545.73	--	--	249.15	287.55	327.78	336.27	344.98
冷链物流车辆运输费	2796.37	--	--	360.00	492.43	631.48	647.84	664.62
物业收入	656.42	--	--	78.76	106.17	134.95	156.82	179.72
合计	120058.17	--	--	21738.80	23045.45	24393.56	25129.81	25750.54

注：1. 部分尾差系四舍五入所致；2. “--”表示数据无意义
资料来源：公司提供

本期债券存续期内（本期债券存续期为7年），募投项目累计可形成12.01亿元经营性收入，扣除相应的总成本费用7892.25万元、经

3. 本期债券募投项目收益分析

募投项目尚处于建设阶段，且运营收入预测系基于一定假设，未来募投项目实际建设情况以及运营情况较预期可能存在一定差异，未来募投项目实际收益情况存在一定不确定性。

本期债券募集资金中的6.65亿元拟用于全球龙虾交易中心项目（扣除酒店建设部分）建设，偿债资金来源包括募投项目收益和公司自身经营收入。

根据江苏春天工程设计院有限公司出具的《全球龙虾交易中心项目可行性研究报告》，募投项目收入主要来源于房屋出租收入、房屋销售收入等。债券存续期内，房屋出租收入约为1.72亿元，其中，商业用房及展厅的起始出租价格均为50.00元/平方米/月，公寓式酒店及冷库的起始出租价格均为35.00元/平方米/月，（以上价格均不含税）；房屋销售收入8.96亿元，商业用房起始销售价格（不含税）为9800.00元/平方米，办公用房起始销售价格（不含税）为6200.00元/平方米。考虑同区域房屋租赁及销售水平，上述收入测算存在一定不确定性。

营税金及附加356.93万元后净收益为11.18亿元。募投项目收益对本期债券本息的覆盖情况如下表：

表 18 本期债券募投项目存续期现金流情况（单位：万元）

项目	本期债券存续期							合计
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	
总收入	--	--	21738.80	23045.45	24393.56	25129.81	25750.54	120058.17
经营成本	--	--	1451.47	1519.22	1589.63	1641.19	1690.74	7892.25
税金及附加	--	--	0.00	0.00	0.00	133.83	223.10	356.93
净收益	--	--	20287.33	21526.23	22803.93	23354.79	23836.7	111808.98
以用于项目建设的募集资金 6.65 亿元测算								
当期偿还利息	4987.50	4987.50	4987.50	3990.00	2992.50	1995.00	997.50	24937.50
当期偿还本金	0.00	0.00	13300.00	13300.00	13300.00	13300.00	13300.00	66500.00
当期偿还本息合计	4987.50	4987.50	18287.50	17290.00	16292.50	15295.00	14297.50	91437.50
总收入对本息覆盖倍数（倍）	--	--	1.19	1.33	1.50	1.64	1.80	1.31
净收益对本息覆盖倍数（倍）	--	--	1.11	1.25	1.40	1.53	1.67	1.22

注：1.建设期为 24 个月；2.本期债券发行利率按 7.50%测算；3.上表中当期偿还本息以本期债券用于项目建设的募集资金 6.65 亿元为测算基础；4.募投项目总收入扣除公寓式酒店出租收入 3043.07 万元；5.表中成本为经营成本，未包含建设成本；6.“--”表示数据无意义
资料来源：江苏春天工程设计院有限公司出具的《全球龙虾交易中心项目可行性研究报告》、联合资信整理

假设本期债券于 2022 年发行，在存续期的第 3~7 个计息年度末每年偿还本金的 20%；假定发行利率 7.50%，本期债券用于募投项目建设部分存续期内需偿还债券本息合计 9.14 亿元。

本期债券存续期间（本期债券存续期为 7 年），募投项目总收入 12.01 亿元，为本期债券用于募投项目资金本息合计的 1.31 倍，募投项目净收益为本期债券用于募投项目资金本息合计的 1.22 倍。分期看，在债券存续期内，募投项目单年收入对当期本息覆盖倍数在 1.19~1.80 倍之间；建设期和运营期单年净收益能够覆盖当期本息，存续期内其他年份单年净收益对当期本息覆盖倍数在 1.11~1.67 倍之间。

同时，考虑到募投项目预期收益的实现受项目建设进度、运营效率及区域经济景气度等影响存在一定不确定性，联合资信将对募投项目收益实现情况保持关注。

4. 增信措施分析

本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

江苏再担保前身为成立于 2009 年 12 月的江苏省信用再担保有限公司，是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有

控股企业，初始注册资本 30.00 亿元，后历经多次增资扩股和利润转增股本，截至 2021 年底，江苏再担保股本增至 98.98 亿元，股东主要以江苏省各级地方政府和国有企业为主，第一大股东及实际控制人为江苏省财政厅，持股比例为 22.12%。江苏再担保作为江苏省资本和业务规模最大的省属再担保集团企业，在资本补充、业务经营和风险补偿等方面能够得到江苏省政府的有力支持。近年来，其担保业务保持较快增长，盈利能力属行业较强水平，目前保持较低代偿率，资本实力很强且资本充足性良好。

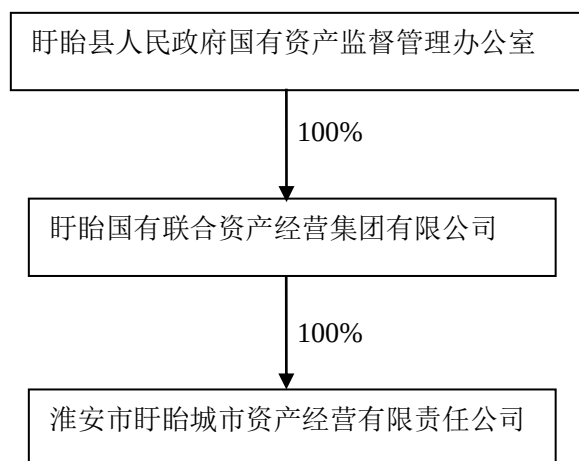
截至 2021 年底，江苏再担保资产总额 264.83 亿元，所有者权益 158.59 亿元（含少数股东权益 13.00 亿元）；2021 年，江苏再担保实现营业收入 22.62 亿元，其中直接保险经纪收入 11.03 亿元，融资租赁业务收入 4.32 亿元，再保险经纪收入 3.55 亿元，利润总额 10.80 亿元。

经联合资信评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。其担保显著提升了本期债券本息偿付的安全性。

十一、结论

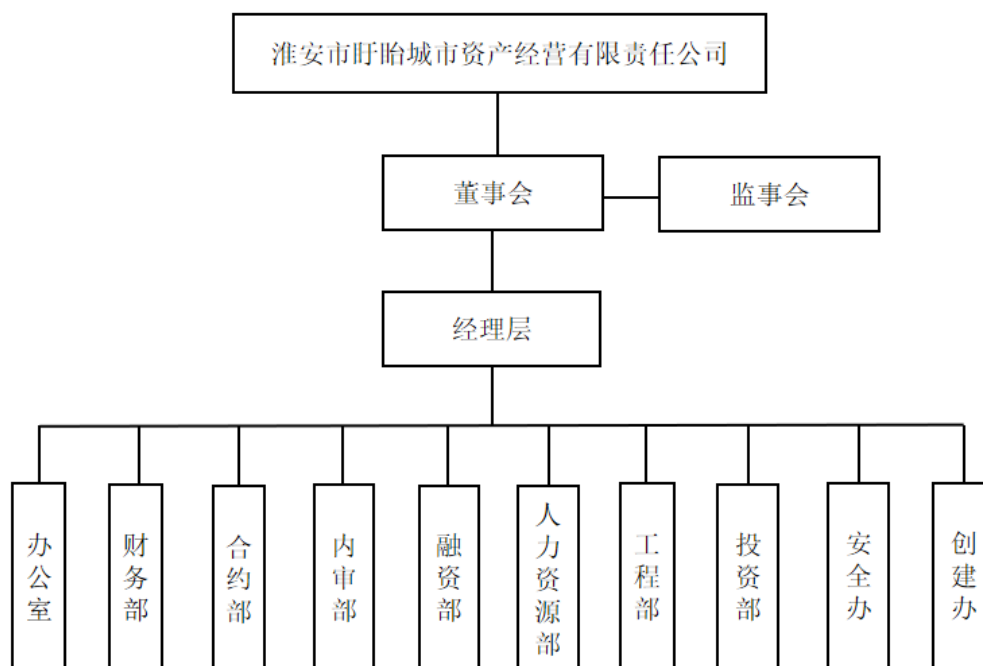
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 5 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底公司合并范围内一级子公司情况

企业名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	业务性质
淮南市盱眙经济开发区有限公司	10800.00	100.00	基础设施、房地产开发
盱眙交通旅游产业控股有限公司	49060.00	100.00	房地产开发、交通项目和旅游项目投资
盱眙都梁新农村建设有限公司	9000.00	100.00	农民安置房建设、城市基础设施建设等
盱眙茂升贸易有限公司	5000.00	100.00	商品贸易
盱眙楚鼎投资开发有限公司	10000.00	90.00	道路、土木工程投资与施工、基础设施开发与投资
盱眙新华乡村文化旅游有限公司	20000.00	90.00	旅游景区管理、旅游项目投资管理、旅游产品销售、文化项目投资管理
盱眙城投资产运营管理有限公司	2000.00	100.00	国有资产经营管理，实业投资，资产租赁
盱眙国联污水处理有限公司	10000.00	100.00	污水处理，中水回用等
盱眙国联园林工程有限公司	5000.00	100.00	园林建筑工程设计、施工、绿化、养护与管理
盱眙龙联房地产开发有限公司	5000.00	100.00	房地产开发经营
盱眙善道房地产开发有限公司	10000.00	100.00	房地产开发经营
盱眙金谷粮食集团有限公司	5000.00	100.00	粮食收购、储存、批发、零售，饲料批发、零售
盱眙国联建设有限公司	30000.00	100.00	市政公用工程施工总承包二级；房屋建筑工程施工总承包三级
盱眙第一山古城运行管理有限责任公司	30000.00	100.00	为企业提供商务运营管理服务，旅游项目开发及运行管理服务，户外拓展训练，住宿、餐饮，农副产品批发与零售

资料来源：公司审计报告

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	29.08	27.35	19.36
资产总额（亿元）	235.52	262.18	280.69
所有者权益（亿元）	96.11	107.64	116.80
短期债务（亿元）	15.40	21.49	23.65
长期债务（亿元）	84.54	98.72	102.69
全部债务（亿元）	99.95	120.21	126.34
营业总收入（亿元）	8.77	14.44	15.76
利润总额（亿元）	1.46	2.03	2.25
EBITDA（亿元）	2.44	2.59	2.68
经营性净现金流（亿元）	0.51	-26.61	-8.18
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.38	3.38	2.40
存货周转次数（次）	0.08	0.15	0.15
总资产周转次数（次）	0.04	0.06	0.06
现金收入比（%）	115.48	101.25	76.94
营业利润率（%）	9.72	5.71	8.07
总资本收益率（%）	0.74	0.90	0.92
净资产收益率（%）	1.37	1.82	1.78
长期债务资本化比率（%）	46.80	47.84	46.79
全部债务资本化比率（%）	50.98	52.76	51.96
资产负债率（%）	59.19	58.95	58.39
流动比率（%）	392.22	452.69	455.67
速动比率（%）	233.18	284.00	284.49
经营现金流动负债比（%）	0.95	-51.18	-14.54
现金短期债务比（倍）	1.89	1.27	0.82
EBITDA 利息倍数（倍）	0.50	0.40	0.43
全部债务/EBITDA（倍）	41.05	46.47	47.06

注：本报告合并口径中将长期应付款中有息部分计入有息债务核算

资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	22.59	21.02	15.73
资产总额（亿元）	207.66	241.06	257.21
所有者权益（亿元）	84.11	98.44	108.28
短期债务（亿元）	3.00	6.88	6.16
长期债务（亿元）	55.43	58.18	70.87
全部债务（亿元）	58.43	65.06	77.03
营业总收入（亿元）	8.52	8.59	8.10
利润总额（亿元）	1.81	2.50	2.97
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	9.69	-18.95	-13.60
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.62	2.26	1.33
存货周转次数（次）	0.11	0.13	0.13
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	0.03
现金收入比（%）	99.50	104.46	62.74
营业利润率（%）	11.11	8.08	11.71
总资本收益率（%）	1.14	1.51	1.49
净资产收益率（%）	1.93	2.51	2.55
长期债务资本化比率（%）	39.72	37.15	39.56
全部债务资本化比率（%）	40.99	39.79	41.57
资产负债率（%）	59.50	59.17	57.90
流动比率（%）	271.79	263.29	303.37
速动比率（%）	182.94	197.27	227.48
经营现金流动负债比（%）	14.32	-23.25	-17.90
现金短期债务比（倍）	7.53	3.05	2.55
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：因母公司财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算，“/”代表数据未获取

资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件 4 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 2022 年淮南市盱眙城市资产经营有限责任公司 县城新型城镇化建设专项企业债券的跟踪评级安排

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

淮南市盱眙城市资产经营有限责任公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。