

信用等级公告

联合〔2020〕717号

盱眙县天源控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对盱眙县天源控股集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2020 年农村产业融合发展专项债券进行了主动评级，确定：

盱眙县天源控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

盱眙县天源控股集团有限公司拟发行的 2020 年农村产业融合发展专项债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年四月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2020 年盱眙县天源控股集团有限公司 农村产业融合发展专项债券主动评级报告

本次债券信用等级: AAA_{pi}

发行人主体信用等级: AA_{pi}

评级展望: 稳定

担保人主体信用等级: AAA_{pi}

评级时间: 2020 年 4 月 16 日

项目收益债券概要:

发行人	盱眙县天源控股集团有限公司
担保人	江苏省信用再担保集团有限公司
项目收益债券名称	2020 年盱眙县天源控股集团有限公司 农村产业融合发展专项债券
本次发行规模	不超过 8.00 亿元 (含)
发行期限	7 年
还本付息方式	按年付息, 在债券存续期的第 3、4、5、6、 7 年末分别按照债券余额 20%、20%、20%、 20%、20%的比例偿还债券本金
增信机制	江苏省信用再担保集团有限公司对本次债 券提供本息全额无条件不可撤销的连带责 任保证担保

分析师

党宗汉 登记编号 (R0040220010005)

张蔚 登记编号 (R0040219020002)

邮箱: lh@unitedratings.com.cn

电话: 010-85172818

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层 (100022)

网址: www.unitedratings.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对“2020 年盱眙县天源控股集团有限公司农村产业融合发展专项债券” (以下简称“本次债券”) 的评级反映了“盱眙县虾稻果香农村产业融合发展示范园项目” (以下简称“募投项目”) 具备一定经济效益, 本次债券发行主体盱眙县天源控股集团有限公司 (以下简称“公司”) 作为盱眙县主要的水利工程建设主体和农村宅基地复垦业务唯一实施主体, 业务区域专营性较强, 获得外部支持力度较大。同时, 联合评级也关注到募投项目未来收益或不及预期, 公司资产质量较差、债务规模增长较快、融资压力较大和担保代偿等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来, 随着公司农村宅基地复垦业务的推进, 公司经营规模有望提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由江苏省信用再担保集团有限公司 (以下简称“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, 其提供的担保对本次债券按期还本付息具有积极的保障作用。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **公司业务区域专营性较强。**公司作为盱眙县主要的水利工程建设主体和农村宅基地复垦业务唯一实施主体, 业务区域专营性较强。

2. **公司获得外部支持力度较大。**公司在资本注入、资产划拨、政府补助和业务开展方面获得的外部支持力度较大。

3. **债券增信措施保障。**江苏再担保对本次债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 有效提高了本次债券偿付的安全性; 此

外，本次债券自存续期第三年起每年偿还 20% 的本金，可有利于降低集中偿付压力。

关注

1. **募投项目未来收益或不及预期。**募投项目未来收益预测基于一定假设条件，但生态种植、养殖活动易受自然灾害等外部环境变化的影响，未来收益或不及预期。

2. **公司资产质量较差。**公司流动资产中其他应收款和土地规模较大，非流动资产以水库水面资产和土地流转经营权为主，公司资产质量较差。

3. **公司债务规模增长较快，融资压力较大。**公司经营活动现金持续大规模净流出，债务规模增长较快，考虑到在建项目投资规模较大，公司融资压力较大。

4. **担保代偿。**公司对外担保规模较大且已发生一笔代偿，后续追偿情况有待关注。

主要财务数据：

发行人合并口径

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	84.36	175.07	242.45
所有者权益（亿元）	56.19	98.97	144.54
长期债务（亿元）	14.14	56.19	61.58
全部债务（亿元）	21.68	65.27	75.44
营业收入（亿元）	2.77	3.72	7.29
净利润（亿元）	0.92	1.11	1.12
EBITDA（亿元）	1.43	2.24	2.39
经营性净现金流（亿元）	-9.96	-35.85	-17.50
营业利润率（%）	35.66	31.81	21.78
净资产收益率（%）	1.70	1.43	0.92
资产负债率（%）	33.39	43.47	40.39
全部债务资本化比率（%）	27.84	39.74	34.29
流动比率（倍）	2.08	5.19	3.69
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.03	0.03
EBITDA 利息倍数（倍）	8.49	0.80	0.57
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.18	0.28	0.30

发行人本部（母公司）

资产总额（亿元）	82.22	146.09	159.32
所有者权益（亿元）	55.19	96.23	94.46
全部债务（亿元）	10.80	37.02	34.59
营业收入（亿元）	0.98	1.03	0.88
利润总额（亿元）	0.81	0.96	0.78
资产负债率（%）	32.87	34.13	40.71
全部债务资本化比率（%）	16.36	27.78	26.80
流动比率（倍）	1.27	4.10	2.16

担保人

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	108.48	122.24	143.93
所有者权益（亿元）	69.86	71.73	75.27
净资产（亿元）	45.49	41.45	46.02
在保余额（亿元）	931.68	1,036.65	1,215.72
担保责任余额（亿元）	491.65	623.94	476.6
净资产担保倍数（倍）	7.04	8.7	6.33
净资本担保倍数（倍）	10.81	15.05	10.36
营业收入（亿元）	10.03	11.26	13.31
净利润（亿元）	2.84	3.19	3.78
平均资产收益率（%）	2.92	2.77	2.84
平均净资产收益率（%）	4.49	4.51	5.15

注：1. 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；2. 担保人在保余额、担保责任余额为母公司口径，净资本、净资产担保倍数、净资本担保倍数为合并口径，由联合评级根据内部评级方法估算

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以 pi 后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合信用评级有限公司

一、债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“2020年盱眙县天源控股集团有限公司农村产业融合发展专项债券”，发行主体为盱眙县天源控股集团有限公司（以下简称“公司”）。本次债券发行金额不超过8.00亿元（含），期限为7年，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按本次债券面额的20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。本次债券票面金额为100元，按面值平价发行；采用固定利率，以单利按年计息，不计复利，每年付息。

本次债券由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券计划募集资金不超过8.00亿元（含），拟全部用于盱眙县“虾稻果香”农村产业融合发展示范园项目（以下简称“募投项目”）建设。

二、募投项目情况

1. 募投项目概况

募投项目属于国家发展改革委办公厅关于印发《农村产业融合发展专项债券发行指引》的通知（发改办财金规〔2017〕1340号）中的多业态复合型农村产业融合发展项目。募投项目拟对官滩镇、马坝镇和管镇农村宅基地进行退宅还耕，在此基础上进行农田改造和配套基础设施建设，主要建设内容包括宅基地复垦、农田改造、田间道路、砂石机耕路、沟渠工程、涵闸、涵洞及农桥工程等。

募投项目计划总投资12.64亿元，其中项目资本金4.64亿元（占36.71%），拟通过本次债券融资8.00亿元（占63.29%）。募投项目建设期2年，已于2018年10月开工，截至2019年5月末，已投资2.04亿元。

募投项目已分别经盱眙县发展改革委、盱眙县国土资源局等部门批复或审查，项目环评处于备案阶段，具体批复文件如表1所示。

表1 募投项目审批表

核准时间	核准部门	核准内容	核准文号
2018年10月19日	盱眙县行政审批局	江苏省投资项目备案证	盱审批复〔2018〕466号
2018年10月19日	盱眙县维护稳定领导小组办公室	稳评备案	--
2018年10月22日	盱眙县环保局	环境影响登记备案	备案号：201832083000000258
2018年10月22日	盱眙县行政审批局	该项目无需办理建设项目选址意见书	--
2018年11月1日	盱眙县国土资源局	无需办理项目用地预审意见	--

资料来源：公司提供

2. 募投项目收益预测

根据《2019年盱眙县天源控股集团有限公司农村产业融合发展专项债券项目可研报告》（以下简称“可研报告”），募投项目可形成农田出租收入和农田自营收入。

募投项目通过退宅还耕和整治升级后，可获得耕地面积49,000亩。其中承租区规划31,000亩，

由优质良田区、经济果林区、特色虾稻区等构成，公司未来租赁给机构或个人所用，可产生农田出租收入；自营区规划 18,000 亩，主要为特色虾稻区，系公司作为特色农业区域自己经营所用，未来可带来虾、稻等产品销售收入。

（1）农田出租收入

募投项目可供出租农田面积为 31,000 亩，根据地块性质不同，土地租金在每年每亩 800~1600 元之间波动，经测算承租区每年可实现收入 0.48 亿元，具体收入测算如表 2。

表 2 农田出租收入估算表

序号	项目名称	数量（亩）	单价（元/亩/年）	合计（万元）
1	稻麦轮作区	1,000	1,100	110
2	旱作种植区	1,000	800	90
3	特色虾稻区	27,000	1,600	4,320
4	有机水果采摘区	2,000	1,400	290
--	合计	31,000	--	4,800

资料来源：募投项目可研报告

（2）农田自营收入

募投项目自营农田面积为 18,000 亩，可用于养殖龙虾和种植龙虾米，根据当地物价水平，生态龙虾单价 50 元/斤，虾稻米 11 元/斤。根据募投项目可研报告，自营区第一年可实现经营收入合计 3.24 亿元，具体收入测算如表 3。

表 3 农田自营收入估算表

序号	项目名称	数量（亩）	亩产（斤）	单价（元/斤）	合计（万元）
1.1	龙虾	18,000	250	50.00	22,500.00
1.2	龙虾米	18,000	500	11.00	9,900.00
合计		--	18,000	--	32,400.00

资料来源：募投项目可研报告

3. 项目收益对本次债券的偿还能力

本次债券计划发行不超过 8.00 亿元，假设本次债券于 2020 年发行，债券存续期内，募投项目总收入对本次债券本金的覆盖倍数为 2.79 倍；本次债券设置本金分期偿还条款，自发行第三年起，每年偿还 20% 的本金，募投项目各年预计经营收入为当期需偿还本金的 2.33 倍。

表 4 本次债券募投项目收入对债券还本支出覆盖情况（单位：万元、倍）

项目	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	合计
经营收入	--	37,200.00	37,200.00	37,200.00	37,200.00	37,200.00	37,200.00	223,200.00
其中：承租区	--	4,800.00	4,800.00	4,800.00	4,800.00	4,800.00	4,800.00	28,800.00
自营区	--	32,400.00	32,400.00	32,400.00	32,400.00	32,400.00	32,400.00	194,400.00
本金	--	--	16,000.00	16,000.00	16,000.00	16,000.00	16,000.00	80,000.00
覆盖倍数	--	--	2.33	2.33	2.33	2.33	2.33	2.79

资料来源：募投项目可研报告

总体看，募投项目总收入能覆盖本次债券本金，本金分期偿还条款的设置有效降低了集中支付压力。但作为农业生态项目，募投项目建设及经营情况受外部环境影响较大，未来土地出租数量以

及年均生态养殖产量、销量、售价受自然灾害等外部环境变化的影响，具有一定不确定性，募投项目未来收益的实现具有一定的不确定性，对本次债券的偿付可能产生一定影响。

三、发行主体概况

公司原名为盱眙县天源水务有限公司，系盱眙县水利开发实业公司和盱眙县水利水电建筑安装工程公司于 2009 年 9 月 7 日共同出资设立，初始注册资本 3.00 亿元。后经多次增资和股权变更，截至 2018 年末，公司注册资本和实收资本均为 6.93 亿元，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”）和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）分别持有公司 88.02%和 11.98%的股权。2019 年 5 月 29 日，公司名称变更为现名，盱眙县国资办回购农发基金 0.53 亿元股权，并通过资本公积转增资本形式将公司注册资本由 6.93 亿元增加至 22.00 亿元。截至 2019 年末，公司注册资本和实收资本均为 22.00 亿元，盱眙县国资办、农发基金分别持有公司 98.64%和 1.36%的股权，公司实际控制人为盱眙县国资办。

公司经营范围包括：自来水排水及相关水处理业务；城市防洪、供排水、污水处理、水环境治理；水利资源开发、水利工程建设；水产品养殖；其他未作为风景名胜和自然保护区管理的旅游景区开发、建设与管理；经政府授权的农村基础设施建设、新农村建设、土地收储整治；城乡基础设施、市政公用设施投资、建设；房地产开发、安置房建设；风力发电；盱眙县人民政府授权经营的国有控股企业和国有资产经营、管理、转让、投资、企业兼并与联合、资产重组、承包租赁以及所批准的其他业务；城市水环境综合整治等城市水利设施的投资、开发、建设、管理；水利工程设备物资的采购与供应；资产管理；股权投资（非证券股权投资活动）、企业兼并、重组；投资咨询服务；房屋、水库及河湖水面租赁。

截至 2018 年末，公司本部设行政部、财务部、工程部、融资部和资产部共 5 个职能部门，合并范围内子公司共 31 家，合并范围拥有在职员工合计 141 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 242.45 亿元，所有者权益 144.54 亿元，其中归属于母公司所有者权益 143.25 亿元。2018 年，公司实现营业收入 7.29 亿元，净利润 1.12 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额-17.50 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.55 亿元。

公司注册地址：盱眙县十里营大街 90 号（山水商务大厦 12 楼）；法定代表人：刘仁柱。

四、行业及区域经济分析

1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

城市基础设施建设是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的基础设施建设。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益

丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

（2）行业政策

地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018 年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018 年 10 月，国务院办公厅下发 101 号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表 5 2018 年以来与城投企业相关行业政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》 （发改办财金〔2018〕194 号）	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等

	方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23号）	明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101号）	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》（国办发〔2019〕6号）	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）	严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019年3月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合评级整理

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年末，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70% 以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较

大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 区域经济环境

盱眙县经济保持稳定增长，境内水资源丰富，为公司发展提供了良好的外部环境。

盱眙县为江苏省淮安市下辖县级市，截至 2018 年末，盱眙县县域面积约 2,497 平方公里，下辖 3 个街道、10 个镇，总人口约 79.86 万人。

盱眙县境内水资源丰富，流域性河道包括淮河和入江水道两条，区域性河道有汪木排河、高桥河、维桥河、黑泥河等，湖泊包括洪泽湖（全国第四大淡水湖）、七里湖、陡湖等。盱眙县全县水面积 428.80 平方公里，其中境内河、湖面积 295.80 平方公里，水库、塘坝水面积 133.30 平方公里，占全县总面积的 5.43%。丰富的水资源为发展特色农业提供了良好的外部条件。

2016—2018 年，盱眙县地区生产总值（GDP）分别为 356.7 亿元、395.68 亿元和 441.34 亿元，GDP 增速分别为 8.90%、7.50%和 6.50%。2018 年，盱眙县 GDP 在淮安市 4 区 3 县中排名第 5 位，三次产业结构比重由上年的 14.2:39.8:46.0 转变为 13.4:39.4:47.2，结构趋于优化。2018 年，盱眙县规模以上工业增加值较上年增长 5.50%，增速较上年减少 2.20 个百分点，工业发展缓中趋稳；规模以上固定资产投资增长 10.00%，维持较高增速。

2016—2018 年，盱眙县一般公共预算收入分别为 30.78 亿元、18.30 亿元和 18.01 亿元。受营改增及盱眙县土地、房地产相关税收下降影响，2017 年税收收入 13.84 亿元，较上年下降 66.34%，导致一般公共预算收入下降 40.55%。2018 年，盱眙县实现税收收入 14.50 亿元，较上年增长 4.77%，占一般公共预算收入的 80.51%。2016—2018 年，盱眙县政府性基金收入分别为 5.94 亿元、76.59 亿元和 42.41 亿元，受区域土地、房地产市场波动的影响，政府性基金收入变动较大。财政支出方面，2018 年盱眙县一般公共预算支出 55.04 亿元，盱眙县财政自给率较低（32.72%），对上级补助的依赖程度较高。

据初步统计，2019 年，盱眙县规模以上工业总产值较上年增长 15.60%，固定资产投资增长 7.20%，一般公共预算收入为 19.09 亿元，一般公共预算支出为 58.68 亿元。

五、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是盱眙县主要的水利工程建设主体和农村宅基地复垦业务唯一实施主体，业务专营性较强。

公司水利工程建设业务由子公司江苏天源建设集团有限公司（以下简称“天源建设”，原淮安市河海水利水电建筑安装工程有限公司，原为水利局下属单位）负责。天源建设系盱眙县唯一拥有水利水电施工总承包二级资质的国企企业，此外还拥有土石方专业工程承包二级资质、地方工程专业承包二级资质、房屋建筑工程施工总承包三级资质、水工金属结构制作与安装专业承包三级资质和水利水电机电设备安装工程专业承包三级资质。天源建设项目施工经验丰富，在盱眙县水利水电工程建设领域具有较强的竞争优势。

农村宅基地复垦业务主要由子公司盱眙县天源投资有限公司（以下简称“天源投资”）实施。公司作为盱眙县农村宅基地复垦业务唯一实施与经营主体，2017年先行在“一村一镇一片区”（分别指官滩镇霍山村、黄花塘镇、西南岗盱眙片区）推行试点工作，2018年，在盱眙县全域进行推进，业务具有较强的区域专营优势。

除公司外，盱眙县主要的基础设施建设主体还包括淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司（以下简称“盱眙城资”），其主要从事盱眙县内城市基础设施和保障房建设业务，在业务上与公司不存在竞争关系。

表6 截至2018年末盱眙县主要基础设施建设主体情况（单位：亿元）

名称	控股股东	主营业务	资产	净资产	营业收入	净利润
公司	盱眙县国资办	水利工程建设、农村宅基地复垦和水库资源管理等	242.45	144.54	7.29	1.12
盱眙城资	盱眙国有联合资产经营集团有限公司	基础设施建设、保障房建设、棚户区改造等	200.73	91.90	6.94	1.43

资料来源：公司提供

2. 人员素质

公司高管人员管理经验丰富，员工结构合理，基本能够满足公司日常经营需要。

截至2019年末，公司有高级管理人员6人，包括董事长兼总经理1人、副总经理3人。

刘仁柱先生，1981年生，硕士学历；曾任盱眙县穆店乡莲塘小学教师，穆店中学校长、党总支书记，县官滩中学、官滩中心小学校长、党总支书记，县第二中学校长，江苏省马坝高级中学党委副书记、副校长，新疆生产建设兵团第七师129团团办主任（援疆），管镇党委委员、宣传统战委员，观音寺镇党委副书记、镇长，太和街道党工委副书记、主任等；2019年12月至今，任公司董事长。

张晓东先生，1968年生，大学本科学历；曾任盱眙县技工学校培训科科长，劳动保障监察大队监察员、副大队长、大队长，人事培训考试中心主任、人力资源和社会保障局开发区分局副局长，扶贫开发服务中心副主任；2019年12月至今，任公司总经理、董事。

截至2018年末，公司合并范围在职员工141人。从学历结构看，本科及以上学历占59.57%、大专及以下占40.43%；从年龄结构看，30岁以下占51.77%、31~50岁占43.26%、50岁以上占4.96%；从岗位构成看，技术人员占80.14%、管理人员占9.22%、财务人员占10.64%。

3. 外部支持

公司在货币注资、资产划拨、财政补贴和业务开展等方面获得外部支持力度较大。

（1）货币注资

2017—2018年，公司分别收到政府货币资金注资21.77亿元和8.61亿元，相应增加公司“资本公积”，现金流体现在“收到其他与筹资活动有关的现金流”。公司收到的货币注资来源于公司土地购置款返还。

（2）资产划拨

2016年，根据盱眙水发〔2016〕171号文件，盱眙县水务局将相关水库土地使用权划拨至公司，资产评估值为2.42亿元，公司计入“无形资产”，相应增加“资本公积”。

2017年，根据盱眙水发〔2017〕201号文件，盱眙县水务局将相关水库土地使用权（水库水面

资产)划拨至公司,评估值为 5.80 亿元,计入“无形资产”。此外,盱眙县国资办将江苏天源新媒科技有限责任公司等公司的股权划转至公司,价值共计 0.49 亿元。上述资产划入同时对应增加“资本公积”。

2018 年,盱眙县水务局将公司历年实施的饮水安全工程、水库加固工程等水利工程资产无偿划转至公司,以评估价值 19.02 亿元入账;盱眙县政府将盱眙县“第一山”景区内房屋建筑物等景区资产无偿划入公司,以评估价值 1.00 亿元入账。上述资产均计入“固定资产”,相应增加“资本公积”。

(3) 财政补贴

2016—2018 年,公司分别收到政府财政补贴 0.70 亿元、0.65 亿元和 0.36 亿元,主要为水利设施补助和基础设施补助款,计入“其他收益”和“营业外收入”。

(4) 业务支持

根据盱发〔2017〕36 号和盱发〔2018〕20 号文件,盱眙县政府授权天源投资作为盱眙县农村宅基地复垦工作唯一实施主体。

2017 年公司先行在“一村一镇一片区”试点推行,同时试点片的乡镇政府将复垦后耕地的流转经营权授予公司,公司以评估价值 12.02 亿元入账。2018 年,公司在盱眙县全域内推进农村宅基地复垦工作,相应片区乡镇将复垦后耕地的流转经营权授予公司,公司以评估价值 15.68 亿元入账。公司将土地流转经营权计入“无形资产”科目,相应增加“资本公积”。

六、管理分析

1. 治理结构

公司法人治理结构健全,股东会、董事会、监事会人员构成及运行情况良好。

公司依据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定,制定了《公司章程》,建立了较为完善的法人治理结构。

公司股东会由全体股东组成,是公司的权力机构,行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。

公司设董事会,成员 8 人,其中职工董事 2 名,由职工代表大会选举产生,另 5 名董事由股东会选举产生。董事会设董事长 1 人,由董事会选举产生,董事长为公司法定代表人,任期三年,可连选连任。

公司设监事会,成员 5 人,其中职工代表监事 2 人,另 3 名监事由股东会选举产生。监事会设主席 1 人,由全体监事过半数选举产生。

公司设总经理 1 名,副总经理若干,由董事会聘任或解聘,经理层对董事会负责。农发基金不向公司委派董事、监事和高级管理人员。

截至本报告出具日,上述董事会、监事会人员已到位,公司定期召开董事会、监事会会议,遇有重大事项待决策时召开股东会议。

2. 管理体制

公司建立了符合自身情况的管理制度,能够满足公司日常经营管理的需要。

组织架构方面,公司本部设融资部、财审部、办公室、资产经营部和工程部共 5 个职能部门,各部门职责明确。

管理及内控方面,随着公司集团化推进,公司适时配套出台了《董事会议事规则》《投融资管理制度》《资金管理制度》《固定资产管理制度》《对外担保制度》《在建工程管理制度》《重大事

项签字审批程序》《员工薪资标准》《绩效考核办法》《员工考勤制度》等系列内控制度，以确保公司各项工作运行平稳有序。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责盱眙县境内的水利工程建设、水库出租和农村宅基地复垦业务，在农村宅基地复垦业务的带动下，公司营业收入快速增长，毛利率水平较高。

2016—2018年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长62.16%。2018年，公司农村宅基地复垦业务全面推进，带动营业收入较上年增长96.13%。

从收入构成看，水利工程建设为公司传统核心业务，2016—2018年，公司承接水利工程项目较多，水利工程建设收入逐年增长。随着公司农村宅基地复垦项目逐步完工验收，2018年公司新增农村宅基地复垦收入，成为主要收入来源。公司水库租赁收入小幅波动。2018年4季度，随着乡镇污水处理厂的划出，公司污水处理收入有所下降。2017年公司新设南京盱眙龙虾餐饮管理有限公司、盱眙县天泉湖旅游度假有限公司等多家子公司，新增商品销售等收入，但整体规模较小，对收入贡献有限。

表7 2016—2018年公司营业收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水利工程建设	17,846.18	64.40	22.75	26,388.81	71.03	20.69	29,379.31	40.32	18.03
水库租赁	4,891.26	17.65	66.65	5,233.88	14.09	69.44	4,994.63	6.85	71.19
污水处理	4,896.17	17.67	66.65	5,044.86	13.58	68.26	3,880.66	5.33	52.80
农村宅基地复垦	--	--	--	--	--	--	32,246.40	44.25	17.60
其他	76.36	0.28	80.07	484.22	1.30	62.85	2,365.56	3.25	19.58
合计	27,709.98	100.00	38.41	37,151.77	100.00	34.57	72,866.57	100.00	23.39

资料来源：公司提供

毛利率方面，受结算项目利润差异及建材等原材料价格上涨影响，公司水利工程业务毛利率呈下降趋势。农村宅基地复垦业务以成本加成方式确认收入，整体毛利率较高。公司水库租赁业务成本主要为折旧费用，污水处理业务成本主要为设备维修费用、折旧费用等，故毛利率水平较高。公司其他业务对利润贡献较小。受毛利率较低的水利工程建设业务和农村宅基地复垦业务收入占比扩大影响，公司综合毛利率呈下滑态势。

2. 水利工程建设

公司水利工程建设业务在盱眙县境内具有较强的竞争力，近年来承接项目较多，业务持续性尚可。

水利工程项目建设业务由子公司天源建设负责，其拥有水利水电工程施工总承包贰级资质等多项专业资质。

公司主要通过公开招投标的形式承接水利工程施工合同，项目以水库加固、环境综合整治及农田配套水利设施建设为主，集中在盱眙县境内，单个项目合同金额不大，周期较短。工程完工经第三方监理单位验收合格后，业主单位按照合同支付相关款项。每年年末，天源建设按照合同约定并

经第三方监理确认的工程量确认收入，在“存货-开发成本”科目反映尚未完工结算的工程款项。

2016—2018 年，天源建设承接新签合同总金额持续增长，但部分项目来源于集团内部，收入未在公司合并口径体现。随着项目竣工结算规模的扩大，公司水利工程建设业务收入逐年增长，分别为 1.78 亿元、2.64 亿元和 2.94 亿元，收到工程回款分别为 1.79 亿元、2.16 亿元和 2.29 亿元，整体回款情况较好。

表 8 2016 - 2018 年天源建设新签合同情况（单位：万元）

指标	2016 年	2017 年	2018 年
新签合同总金额	23,371.73	25,705.73	61,432.07
其中：来自集团内	--	4,660.27	39,637.16
来自集团外	23,371.73	21,045.46	2,1794.91

资料来源：公司提供

盱眙县位于淮河流域，域内水利资源丰富，水利相关工程业务量每年可保持一定规模；天源建设原为水利局下属单位，承接工程大部分为政府项目，且水利建设资质在区域具备较强竞争优势，每年可承接一定业务量，业务持续性尚可。

3. 农村宅基地复垦业务

公司为盱眙县境内农村宅基地复垦业务的唯一实施主体，随着业务的开展收入大幅增长，整体回款情况良好，但项目短期投资压力较大。

公司农村宅基地复垦业务主要由子公司天源投资负责，通过对宅基地等农村建设用地拆除、整理并复垦成耕地，从而新增建设用地指标，在江苏省内流转交易，获得建设用地指标交易收益。

公司与各乡镇政府签订《土地资源合作协议》，委托乡镇政府以包干形式完成土地复垦工作，公司则负责资金的筹集、拨付以及施工监理等相关单位的招标工作。土地复垦完成后，省、市两级国土部门组织对耕地验收，验收合格后新增建设用地指标（城乡建设用地增减挂钩指标¹和耕地占补平衡指标²）进入国土部门指标库。县国土局将新增的建设用地指标在江苏省国土厅开设的网上平台进行流转交易，指标交易资金扣除税费后经由盱眙县财政局返还公司。2017 年之前土地复垦业务由盱眙县国土局负责，后交由天源投资实施，并将前期形成的存量土地指标交于天源投资，相应交易资金也流入公司。

公司将相关建设投入计入“存货”，根据公司与盱眙县政府签订的代建协议，待某一片区内宅基地完成复垦，且相应耕地完成验收，即项目整体完工并移交后，公司按照项目投入加成 25%的比例确认收入，收到指标交易资金与确认收入差额部分计入“预收账款”。资金结算方面，公司按照约 10 万元/亩的标准将项目包干给各乡镇政府，价格中包含房屋拆迁补偿、土地复垦成本等，先期按照 1 万元/亩向乡镇政府拨付启动资金，剩余资金根据项目进度划转至乡镇政府。盱眙县财政局收到指标交易资金后，原则上一个月内全额拨付至公司账户。

¹ 城乡建设用地增减挂钩即城镇建设用地增加与农村建设用地减少相挂钩，即将农村集体建设用地（通常是宅基地，废弃工矿用地等）复垦为耕地后，可在城镇新增同等面积的建设用地，从而保证建设用地用量不增加。

² 耕地占补平衡是指建设占用耕地的同时，需补充相应数量和质量耕地，以保证耕地总量和质量不减少。

表 9 2017-2018 年公司农村宅基地复垦业务实施情况

项目	2017 年	2018 年
当期投入资金（万元）	69,200.00	137,904.97
当期验收入库指标量（亩）	10,652.06	18,912.13
增减挂钩指标	8,283.75	14,912.24
占补平衡指标	2,368.31	3,999.89
当期出让指标量（亩）	1,064.82	1,166.00
增减挂钩指标	475.20	525.19
占补平衡指标	589.62	640.81
平均出让价格（万元/亩）	51.52	41.08
增减挂钩指标	76.44	54.59
占补平衡指标	31.45	30.00
指标交易金额（万元）	54,866.61	47,895.76
收到交易资金（万元）	20,000.00	94,675.18
期末存量土地指标量（亩）	9,587.24	27,333.37
增减挂钩指标	7,808.55	22,195.60
占补平衡指标	1,778.69	5,137.77

资料来源：公司提供

近年，公司农村宅基地复垦业务投入规模较大，2017-2018 年分别投入 6.92 亿元和 13.79 亿元。截至 2018 年末，公司拟在马坝镇、穆店镇、管钟镇等盱眙县 12 个辖镇持续开展农村宅基地复垦，短期投资压力较大。

指标交易方面，公司土地指标主要由江苏南部地区建设用地指标需求较大的县市（国土局）购买，指标交易量受省内市、县建设需求影响有所波动，交易价格受市场需求情况有所变动。

2017-2018 年，公司分别收到指标交易资金 2.00 亿元和 9.47 亿元，资金回收情况良好。截至 2018 年末，公司已完成复垦暂未出让的土地指标合计 27,333.37 亩，预计每年出让规模约 1,000.00 亩，可持续为公司带来经营性现金流入。同时，该板块未来可确认收入规模较大，公司整体收入规模有望保持。

4. 水库租赁业务

公司水库租赁市场化运作逐步完善，随着水库租赁业务结算对象的调整，公司水库租赁业务回款及时性有望得到保障。

水库租赁由公司本部负责，水库租赁业务收入主要来自于公司 49 座水库的对外租赁，上述水库资产主要来自于历年政府划拨，相关水库水面及水工建筑用地评估价值合计 45.79 亿元，已计入公司“无形资产”。

表 10 2016-2018 年公司水库租赁情况（单位：个、万平方米、%、元/平方米）

年份	出租数量	总面积	出租面积	出租率	年租金
2016 年	53	4,542.82	4,038.93	88.91	1.21
2017 年	53	4,542.82	4,038.93	88.91	1.30
2018 年	49	4,542.82	3,987.77	87.78	1.30

资料来源：公司提供

公司的水库均位于盱眙县内，可供出租水域总面积 4542.82 万平方米，主要租赁对象为养殖户（公司和个人）、旅游开发公司等。由于租赁户较为分散，公司为方便管理，与盱眙县各乡镇水务站签订承包合同，租金每年进行一定比例的上浮，各水务站则统一管理租赁户，并按季向租户收缴租金，但前期水库租赁业务回款相对滞后，2014—2017 年 4 月期间公司的水库租赁业务收入，于 2017 年底集中收到回款 1.52 亿元。2017 年 5 月起，为了进一步完善水库资产市场化运作，公司将下辖水库租赁给盱眙县兴盱水利发展有限公司（简称“兴盱水利”，股东为盱眙县国资办），租赁合同按年签订，每年进行一定上浮，兴盱水利向租户收取租金，公司分期与兴盱水利进行租金结算，结算对象的调整对公司水库租赁业务回款起到一定保障。

5. 污水处理业务

公司前期负责盱眙县乡镇范围内的污水处理工作，随着污水处理经营权划出，未来公司将不再产生污水处理收入，但对公司资产及收入影响不大。

公司原来下辖 16 个乡镇污水处理厂，承担了盱眙县内 16 个乡镇范围内污水处理工作。2018 年 4 季度，盱眙县国资办将公司污水处理业务经营划拨给盱眙国有联合资产经营集团有限公司，公司未来不再从事污水处理业务。相关污水处理资产规模较小，暂未从账面划出。

2016—2018 年，公司污水处理业务收入分别为 0.49 亿元、0.50 亿元和 0.39 亿元；同期分别收到污水处理费 0.00 亿元、1.05 亿元和 0.39 亿元。

6. 未来发展

公司未来将重点投资农村宅基地复垦业务，同时尝试涉足房地产开发等领域。公司在建、拟建项目资金缺口较大，短期内面临较大的资金支出压力。

未来，公司将继续坚持以水利工程建设及农村宅基地复垦为主，以水库租赁及其他业务为辅的多元化经营。公司将重点投资农村宅基地复垦业务，同时尝试涉足房地产开发、标准化养殖等领域，并推进河海水建的资质升级，以开拓县外建筑市场。

除水利工程及宅基地有偿退出项目外，公司主要在建项目包括盱眙县城乡供水一体化一期工程、2018 年度农村饮水安全巩固提升工程等。公司于 2018 年 6 月成立天源永达供水公司，推进城乡供水一体化工作，投入的重点项目盱眙县城乡供水一体化项目计划总投资 14.00 亿元，分两期建设，一期投资 3.80 亿元。未来公司将统筹负责盱眙县供水业务，实现城乡供水一体化。截至 2018 年底，公司主要在建项目计划总投资 12.05 亿元，累计完成投资 5.51 亿元，尚需投资 6.54 亿元。同时考虑到农村宅基地有偿退出项目的投入，公司在建、拟建项目资金缺口较大，短期内面临较大的资金支出压力。

表11 截至2018年末重点在建项目（单位：万元）

项目名称	计划总投	累计投资	后续投资
盱眙县城乡供水一体化一期工程	38,000.00	16,621.53	21,378.47
2018 年度农村饮水安全巩固提升工程	15,000.00	7,365.83	7,634.17
同创新城	30,000.00	14,389.00	15,611.00
朱雀湖改造、绿化景观及环境整治	20,000.00	6,210.43	13,789.57
大云山汉墓博物馆	5,452.25	4,746.57	705.68
市政道路一期	6,000.00	2,320.52	3,679.48

市政道路二期	6,000.00	3,437.90	2,562.10
合计	120,452.25	55,091.78	65,360.47

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司主营业务连续, 会计政策及合并范围变化对公司财务数据影响较小, 财务数据可比性较强。

公司提供了 2016—2018 年度合并财务报表, 中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)对其进行审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司及其子公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

2018 年, 因会计准则及其他法律法规修订, 公司部分会计政策变更, 报表项目列报有所调整, 但对公司的当期损益、总资产和净资产不构成影响。

合并范围方面, 2017 年, 公司合并范围内子公司 26 家, 较上年增加 20 家, 新增子公司多为投资新设, 划转子公司规模较小; 2018 年公司合并范围内子公司 30 家, 较上年新增 4 家, 全部为投资设立。

2. 资产质量

公司资产规模快速增长, 流动资产中应收类款项及存货占比大, 对资金形成一定占用, 非流动资产中水库用地及土地流转经营权占比大, 公司资产流动性较弱, 资产质量较差。

得益于政府资产注入和公司农村宅基地复垦业务的开展, 2016—2018 年, 公司资产规模持续增长, 公司资产结构较为均衡。

表12 2016—2018年公司主要资产构成情况(单位: 亿元、%)

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末		年均复合增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动资产	28.68	34.00	102.03	58.28	132.92	54.82	115.28
货币资金	6.79	8.05	31.78	18.16	29.14	12.02	107.13
其他应收款	13.98	16.57	23.99	13.70	25.30	10.44	34.52
存货	3.03	3.59	41.38	23.63	73.18	30.18	391.25
非流动资产	55.68	66.00	73.04	41.72	109.54	45.18	40.26
固定资产	12.33	14.61	12.36	7.06	32.50	13.40	62.36
无形资产	42.81	50.75	60.50	34.56	76.11	31.39	33.33
资产总计	84.36	100.00	175.07	100.00	242.45	100.00	69.53

资料来源：根据公司审计报告整理

(1) 流动资产

2016—2018 年, 公司流动资产逐年增长, 截至 2018 年末, 公司流动资产较年初增长 30.28%, 主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

截至 2017 年末, 公司货币资金 31.78 亿元, 较年初增加 24.99 亿元, 主要系股东注资及公司借款增加所致。截至 2018 年末, 公司货币资金 29.14 亿元, 较年初降低 8.33%, 主要系项目建设支出及购地支出增加所致。其中, 其他货币资金 13.43 亿元(占 46.10%), 系因借款质押而使用受限的定期存单及定期存款。

2016—2018 年, 公司其他应收款逐年增长, 主要系对政府单位、关联单位、当地国有企业拆出

资金增加所致。截至 2018 年末，公司其他应收款账面余额为 25.86 亿元，其中应收政府、政府部门及事业单位等余额为 20.02 亿元（占 77.43%），未计提坏账准备。其他应收款中，账龄在 1 年以内的余额占 26.83%，1~2 年的占 49.06%，2~3 年的占 10.10%，3 年以上的占 14.00%，账龄较长。公司其他应收款欠款单位主要为政府下属单位或企业，账龄较长，对公司资金占用较大。

表 13 截至 2018 年末公司其他应收款前五名欠款单位（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比	款项性质
盱眙县财政局	49,457.89	19.13	水利配套资金
盱眙交通旅游产业控股有限公司	16,538.20	6.40	借款
江苏盱眙经济开发区管理委员会	10,135.00	3.92	借款
盱眙县马坝镇人民政府	9,210.96	3.56	项目借款
盱眙县水务局	8,898.32	3.44	工程款
合计	94,240.37	36.45	--

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司存货规模逐年扩大，主要系土地使用权增加及农村宅基地复垦等项目建设投入所致。截至 2018 年末，公司存货 73.18 亿元，其中土地使用权 44.00 亿元（占 60.12%），开发成本 28.99 亿元（占 39.62%）。公司土地使用权主要为 2017 年末拍入的价值 33.00 亿元的土地，以商住和商业用地为主，分布在盱眙县下辖乡镇，少部分计划未来进行房地产开发。公司开发成本逐年增加，主要系农村宅基地复垦项目和乡村城乡供水一体化等自建项目投入所致。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产逐年增长。截至 2018 年末，公司非流动资产主要为固定资产和无形资产。

2016—2018 年，公司固定资产逐年增长。截至 2018 年末，公司固定资产较年初增长 162.94%，主要系政府划拨注入水利工程资产所致。公司固定资产主要为房屋建筑物，累计计提折旧 2.38 亿元，固定资产成新率为 90.95%，成新率较高。

2016—2018 年，政府将土地流转经营权和水库水面资产等注入公司，公司无形资产逐年增长。截至 2018 年末，公司无形资产 76.11 亿元，主要包括土地流转经营权 27.50 亿元（占 36.13%）和土地使用权 48.41 亿元（占 63.60%），均以评估价值入账。土地使用权主要为前期政府划拨土地及出租水库的水面资产。

截至 2018 年末，公司受限资产合计 18.17 亿元，占总资产的 7.49%。其中，货币资金 13.43 亿元、存货账面价值 2.65 亿元、无形资产账面价值 2.09 亿元，主要用于融资抵押。考虑到公司资产中水库水面、水工建筑等不具备变现能力的资产规模较大，公司有效资产抵押比率高于上述指标值。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

随着农村宅基地复垦业务的开展，公司资金需求较大，债务规模逐年增长，其中长期债务占比较高，整体债务负担尚可。

2016—2018 年，随着债务融资规模扩大，公司负债规模快速增长。同期，公司流动负债占比波动下降。

表14 2016—2018年公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末		年均复合增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动负债合计	13.76	48.85	19.67	25.85	36.05	36.82	61.87
短期借款	5.09	18.07	6.39	8.39	2.05	2.09	-36.60
应付账款	1.17	4.14	2.63	3.45	3.86	3.95	81.99
预收款项	0.06	0.22	0.08	0.10	6.78	6.92	941.62
其他应付款	4.35	15.45	6.56	8.63	9.58	9.78	48.36
一年内到期的非流动负债	1.96	6.96	2.69	3.54	11.81	12.06	145.46
非流动负债合计	14.40	51.15	56.43	74.15	61.86	63.18	107.23
长期借款	14.14	50.21	50.79	66.74	56.16	57.36	99.30
应付债券	0.00	0.00	5.40	7.10	5.42	5.54	--
负债合计	28.16	100.00	76.10	100.00	97.92	100.00	86.46

资料来源：根据公司审计报告整理

2016—2018 年，公司流动负债逐年增长。截至 2018 年末，公司流动负债 36.05 亿元，较年初增长 83.29%，主要系一年内到期的非流动负债和预收款项增加所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2016—2018 年，公司短期借款波动较大，截至 2018 年末为 2.05 亿元。公司短期借款主要为保证借款（占 92.91%）和抵押借款（占 7.09%）。

2016—2018 年，公司应付账款逐年增长。公司应付账款主要为应付工程款和应付乡镇农村土地复垦项目款，2018 年末较年初增长 47.14%，主要系城乡供水一体化项目管材采购款及工程监理费增加所致。

2016—2018 年，公司其他应付款逐年增长。截至 2017 年末，公司其他应付款 6.56 亿元，较年初增长 45.95%，主要系收到土地指标交易资金所致，鉴于 2017 年出让的土地指标为前期县国土部门整理，故收到的指标交易资金计入其他应付款。截至 2018 年末，公司其他应付款 9.58 亿元，较年初增长 45.95%，主要系往来款增加所致。

截至 2018 年末，公司预收款项 6.78 亿元，较年初增加 6.70 亿元，主要为收到的土地指标交易资金。

2016—2018 年，随着长期借款的增加，公司非流动负债逐年快速增长。截至 2018 年末，公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。

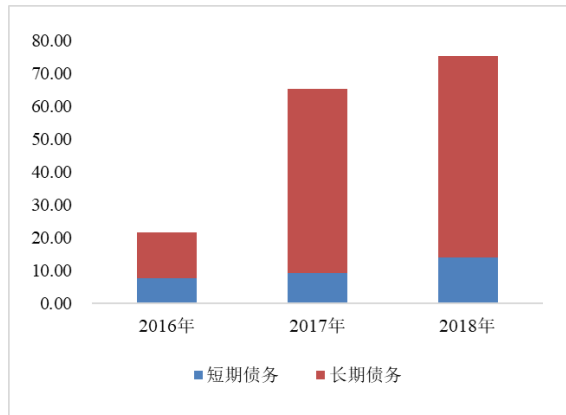
2016—2018 年，随着农村宅基地复垦业务的实施，公司资金需求较大，长期借款逐年增长。截至 2018 年末，公司长期借款较年初增长 10.58%，主要系项目贷款增加所致。其中，质押借款 1.03 亿元（占 1.83%）、保证借款 32.49 亿元（占 57.84%）、组合借款 22.60 亿元（占 38.03%）。

截至 2018 年末，公司应付债券 5.42 亿元，为公司 2017 年发行的“17 天源 01”和“17 天源 02”。其中“17 天源 01”债券余额 3.98 亿元，到期日为 2022 年 7 月 20 日，行权日为 2020 年 7 月 20 日；“17 天源 02”债券余额 1.44 亿元，到期日为 2022 年 9 月 20 日，行权日为 2020 年 9 月 20 日。

2016—2018 年，随着外部融资扩张，公司债务逐年增长。截至 2018 年末，公司全部债务 75.44 亿元。其中，短期债务 13.85 亿元（占 18.37%），长期债务 61.58 亿元（占 81.63%），债务构成以长期债务为主。截至 2018 年末，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为 40.39%、34.29%和 29.88%，较年初分别减少 3.08 个百分点、5.45 个百分点和 6.34 个百分点，公

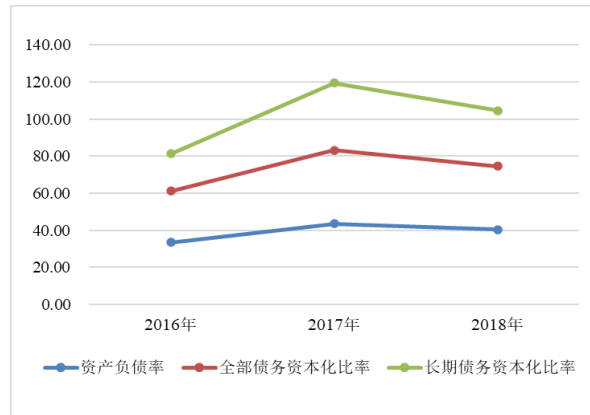
司资产和净资产大幅增长，故债务水平有所降低。公司整体债务负担尚可，2019—2022 年公司本息债务到期规模分别为 18.09 亿元（2019 年债务已按期偿还）、15.55 亿元、9.55 亿元和 13.39 亿元，公司在 2019 年和 2020 年存在一定的集中偿付压力。

图 1 公司长短期债务（单位：亿元）



资料来源：公司提供，联合评级整理

图 2 公司负债及债务水平（单位：%）



资料来源：公司提供，联合评级整理

（2）所有者权益

得益于政府支持，公司所有者权益快速增长，但权益质量一般。

得益于政府货币注资、水库水面附属设施资产的划拨和农村土地流转经营权的授予，公司所有者权益快速增长，2016—2018 年，年均复合增长 60.38%。截至 2018 年末，公司所有者权益为 144.54 亿元，较年初增长 46.04%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.11%，少数股东权益占比为 0.89%。归属于母公司所有者权益 143.25 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 4.84%、91.41%和 3.50%。权益稳定性较强。

2016—2018 年，公司实收资本均为 6.93 亿元；公司资本公积逐年增长，年均复合增长 69.27%。截至 2017 年末，公司资本公积 86.53 亿元，较年初增长 51.32%，主要系政府货币注资及将土地流转经营权、水库水面等资产注入所致。截至 2018 年末，公司资本公积 130.94 亿元，较年初增长 51.32%，主要系政府货币注资及土地流转经营权、水利基础设施等资产注入所致，权益质量一般。

4. 盈利能力

公司收入规模快速增长，利润总额对政府补助的依赖性有所减弱，但公司盈利能力仍较弱。

2016—2018 年，公司营业收入和营业成本均逐年增长，受毛利率水平较低的水利工程业务和农村宅基地复垦业务收入占比的提高影响，公司营业利润率有所下降。

表15 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	年均复合增长率
营业收入	2.77	3.72	7.29	62.16
营业成本	1.71	2.43	5.58	80.87
费用总额	0.45	0.47	0.23	-28.67
其中：销售费用	0.00	0.03	0.07	474.34
管理费用	0.20	0.35	0.55	64.63
财务费用	0.25	0.09	-0.39	--

投资收益	-0.02	0.09	0.01	--
利润总额	1.02	1.29	1.48	20.14
营业利润率	35.66	31.81	21.78	--
总资本收益率	1.36	1.36	0.81	--
净资产收益率	1.70	1.43	0.92	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

2016—2018 年，公司期间费用有所波动，主要系财务费用减少所致。公司期间费用以管理费用为主，逐年有所增长。2016—2018 年，公司财务费用逐年减少，主要系利息支出多资本化处理所致。同期，公司费用收入比分别为 16.29%、12.70%和 3.15%。考虑到公司资本化利息金额较大，公司费用控制能力一般。

2016—2018 年，公司收到政府补助分别为 0.70 亿元、0.69 亿元和 0.36 亿元，主要为政府性水利设施补助，占利润总额的比重分别为 68.48%、53.21%和 24.41%。公司收到政府补助逐年减少，加之农村宅基地复垦业务的开展，政府补助对利润贡献程度明显下降。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势。2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.81%和 0.92%，较上年分别减少 0.55 个百分点和 0.51 个百分点，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流

公司农村宅基地复垦业务处于前期投入阶段，导致公司应经营活动现金净流出规模较大，依赖筹资活动予以支持，考虑到未来项目建设的资金需求较大，公司外部融资需求仍较大。

表 16 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	年均复合增长率
销售商品、提供劳务收到的现金	1.79	4.76	14.30	182.77
收到其他与经营活动有关的现金	19.15	19.24	9.73	-28.72
购买商品、接受劳务支付的现金	2.31	35.56	31.99	271.97
支付其他与经营活动有关的现金	28.36	24.02	9.11	-43.33
经营活动产生的现金流量净额	-9.96	-35.85	-17.50	32.57
投资活动产生的现金流量净额	-0.06	0.80	-1.06	314.10
筹资活动产生的现金流量净额	15.40	47.62	16.01	1.97
现金收入比	64.53	128.15	196.22	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

2016—2018 年，公司经营活动现金流入持续增长，其中 2017 年公司收回前期拖欠的水库租赁款、污水处理款，2018 年公司收到土地指标交易回款，公司销售商品提供劳务收到的现金持续增长。2016—2018 年，公司经营活动现金流出规模较大，其中 2017 年公司拍地支出 28.36 亿元，2018 年公司农村宅基地复垦业务投入规模较大，加之补缴土地出让金 11.14 亿元（前期拍地资金未缴足），公司销售商品、提供劳务支付的现金规模较大。公司收到和支付其他与经营活动有关现金主要为往来款，整体呈净流出状态。随着前期水库租赁款、污水处理回款回收及土地指标交易回款，公司收入实现情况有一定改善。

2016—2018 年，公司融资力度较大，保持较大规模的筹资活动现金流入，主要为借款取得现金

和政府注资资金。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付资金和支付银行承兑汇票、借款保证金等。2016—2018 年，公司筹资活动现金呈净流入状态。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，但债务规模扩张较快，长期偿债能力较弱；考虑到公司获得的外部支持及农村宅基地业务推进带来的回款，整体偿债能力很强。

表 17 公司偿债能力指标情况（单位：倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
短期偿债能力指标			
流动比率	2.08	5.19	3.69
速动比率	1.86	3.08	1.66
现金短期债务比	0.90	3.50	2.10
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	8.49	0.80	0.57
EBITDA 全部债务比	0.07	0.03	0.03

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比有所波动，整体水平较高，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 逐年增长，年份复合增长 29.25%。2018 年，公司 EBITDA 为 2.39 亿元，主要由折旧（占 16.00%）、计入财务费用的利息支出（占 18.24%）和利润总额（占 61.70%）构成。同期，随着公司债务规模的扩大，EBITDA 对全部债务和利息的保障程度减弱。公司长期偿债能力较弱。

截至 2018 年末，公司合并口径共获得银行授信 72.04 亿元，已使用 66.29 亿元，尚未使用额度 5.75 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年末，公司对外担保余额 39.01 亿元，担保比率 26.99%。公司担保对象主要为盱眙城资、盱眙经发市政建设有限公司、盱眙县金盱投资有限公司等当地国有企事业单位。公司对少量民营企业进行了担保，其中江苏哈通实业有限公司（以下简称“哈通实业”）于 2017 年 12 月 29 日、2018 年 1 月 3 日在浦发银行淮安分行共贷款 3,000.00 万元，公司对其提供连带责任保证担保，上述贷款已被宣布提前到期，但哈通实业不能及时完成清偿及续贷工作，公司已于 2018 年 9 月 30 日代偿本金 3,000.00 万元，利息 42.84 万元。该笔担保项下，中弘轴承（江苏）股份有限公司（以下简称“中弘轴承”，为哈通实业参股子公司）为银行提供了评估价值为 2,277 万元的厂房、土地、设备的抵押担保，中弘轴承及实际控制人也为此笔担保提供无限连带责任反担保。公司代偿履行完毕后，依法向法院申请查封上述抵押担保资产，同时启动对相关债务人的追偿，若相关追偿进展顺利，公司有望通过抵押物处置及相关责任人追偿弥补一定的代偿损失。此外，公司对仁衡融资租赁（上海）有限公司（以下简称“仁衡租赁”）的担保余额为 18,000 万元，对盱眙粤海水务有限公司（以下简称“粤海水务”）的担保余额为 1,000 万元。对仁衡租赁的担保系江苏银行通过仁衡租赁进行的贷款通道业务，仁衡租赁为盱眙经发资产投资有限公司提供 18,000 万元融资租赁贷款，公司对该笔贷款提供反担保；粤海水务为公司参股公司，大股东为粤海水务集团（香港）有限公司，粤海水务主要负责盱眙县城区供水工作，目前运行状况良好。公司代偿的后续事项有待关注，若追偿工作进展不

利，将对公司造成一定损失。

截至 2018 年末，公司不存在重大未决诉讼或仲裁事项。

根据公司提供的中国人民银行版《企业信用报告》（机构信用代码：G1032083000042890G），截至 2020 年 1 月 6 日，公司本部已结清和未结清贷款中不存在不良或关注类贷款记录，公司本部已结清的贷款信息中存在两笔欠息记录，主要系公司会计出差没有及时汇款，均于次日结清。

7. 母公司财务分析

公司业务主要由子公司经营，母公司对子公司管控力度较强，母公司债务负担适中。

公司农村宅基地复垦业务经营主体由子公司天源投资经营，水利工程建设主要由天源建设负责，母公司负责水库出租和污水处理等业务，母公司对子公司管控力度较强。

2016—2018 年，母公司资产快速增长，年均复合增长 39.20%，2018 年末为 159.32 亿元，占合并口径的 65.71%，占比较高。其中，流动资产 74.07 亿元（占 46.49%），以货币资金、其他应收款和存货为主；非流动资产 85.24 亿元（占 53.51%），以长期股权投资、股东资产和无形资产为主。整体看，母公司资产流动性较弱。

2016—2018 年，母公司所有者权益波动增长，2018 年末为 94.46 亿元，其中资本公积占 88.10%，母公司所有者权益稳定性较好。同期，母公司负债总额快速增长，年均复合增长 54.90%，2018 年末为 64.85 亿元，较年初增长 30.07%，其中流动负债占 52.87%，非流动负债占 47.13%。公司流动负债以其他应付款为主，非流动负债以长期借款为主。2016—2018 年，母公司有息债务规模快速增长，年均复合增长 78.97%，2018 年末全部债务合计 34.59 亿元，占合并口径的 45.84%，其中长期债务占 87.69%。截至 2018 年末，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 40.71%和 26.80%，债务负担适中。

作为水库租赁和污水处理的经营主体，2016—2018 年，母公司营业收入波动下降，2018 年为 0.88 亿元，以水库租赁和污水处理收入为主。

九、担保方分析

江苏再担保为本次债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保，其保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；承担担保责任的期间为本次债券存续期及债券到期之日起 2 年。

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 31.00 亿元。经过多次增资扩股和利润转增股本，2019 年宿迁市人民政府、扬州龙川控股金融投资有限公司、徐州市贾汪城市建设投资有限公司等省内地方政府及国有企业对江苏再担保以货币形式进行增资，2019 年 3 月末江苏再担保股本增至 72.75 亿元，其中国有股占总股本的 98.49%。江苏再担保股东主要为地方各级政府，实际控制人及第一大股东为江苏省人民政府，持股比例为 29.25%，江苏省财政厅代表省政府履行出资人职责。2019 年 5 月，江苏省人民政府发布《江苏省财政厅关于实行省级国有金融资本集中统一管理的通知》，授权江苏省财政厅履行省级国有金融资本出资人职责，江苏再担保成为江苏省财政厅直接管理的金融机构。

表 18 截至 2019 年 9 月末江苏再担保股权结构（单位：%）

股东名称	持股比例
江苏省人民政府	29.25
江苏省国信集团有限公司	6.05
江苏国经控股集团有限公司	4.54
常州市新北区人民政府	4.54
启东国有资产投资控股有限公司	4.54
合计	48.92

资料来源：江苏再担保提供，联合评级整理

截至 2018 年末，江苏再担保合并口径资产总额 143.93 亿元，负债总额 68.66 亿元，所有者权益 75.27 亿元。2018 年，江苏再担保实现营业收入 13.31 亿元，其中再担保业务收入 0.99 亿元，直保业务收入 5.58 亿元，贷款利息收入 4.07 亿元，融资租赁业务收入 2.20 亿元；实现净利润 3.78 亿元。

截至 2018 年末，江苏再担保母公司资产总额 99.39 亿元，负债总额 32.99 亿元，所有者权益 66.40 亿元；母公司再担保在保余额 679.00 亿元，再担保连带责任余额 197.32 亿元；直保在保余额 536.72 亿元。2018 年，江苏再担保母公司实现营业收入 6.62 亿元，净利润 4.10 亿元。

经联合评级评定，江苏再担保信用等级为“AAA_{pi}”，江苏再担保的担保能力极强。

十、本次债券偿还能力分析

1. 本次债券的发行对公司债务的影响

截至 2018 年末，公司全部债务 75.44 亿元，本次债券拟发行规模不超过 8.00 亿元，相对于目前公司债务水平，本次债券发债额度对公司债务规模具有一定影响。

以 2018 年末财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 40.39%、34.29%和 29.88%上升至 42.29%、36.60%和 32.50%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本次债券偿还能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，公司 EBITDA 为 2.39 亿元，为本次债券发行额度（8.00 亿元）的 0.30 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般；公司经营活动产生的现金流入为 24.03 亿元，为本次债券发行额度的 3.00 倍，对本次债券的覆盖程度较高。

综上分析，公司作为盱眙县主要的水利工程建设主体和农村宅基地业务唯一实施主体，业务区域专营性较强，获得外部支持力度较大，公司对本次债券的偿还能力很强。

十一、综合评价

本次债券募投项目具备一定经济效益，公司作为盱眙县主要的水利工程建设主体和农村宅基地复垦业务唯一实施主体，业务区域专营性较强，获得外部支持力度较大。同时，联合评级也关注到募投项目未来收益或不及预期，公司资产质量较差、债务规模增长较快、融资压力较大和担保代偿等因素对其信用水平带来的不利影响。

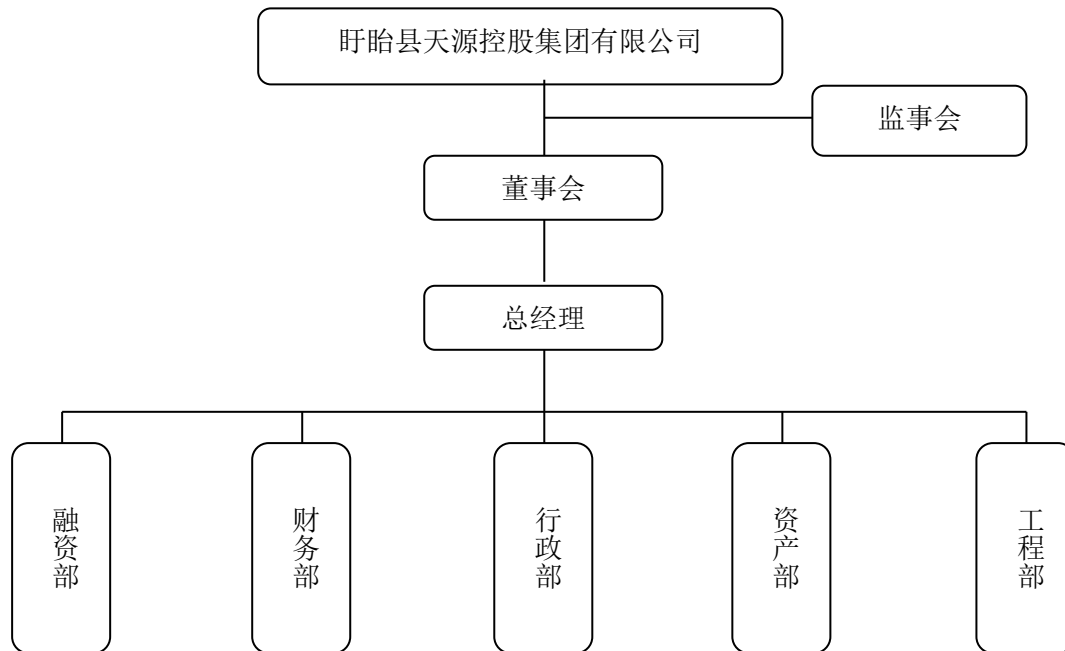
未来，随着公司农村宅基地复垦业务的推进，公司经营规模有望提升。联合评级对公司的评级

展望为“稳定”。

本次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，其提供的担保对本次债券按期还本付息具有积极的保障作用。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 盱眙县天源控股集团有限公司
组织架构图（截至 2018 年末）



附件 2 盱眙县天源控股集团有限公司 合并范围一级子公司情况（截至 2018 年末）

序号	子公司名称	主营业务	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	取得 方式
1	江苏天源建设集团有限公司	水利水电施工建筑安装	10,000.00	100.00	投资设立
2	盱眙县龙源水务发展有限公司	投资建设管理	10,200.00	100.00	投资设立
3	盱眙鼎众信息产业投资管理中心 (有限合伙)	投资建设管理	1,040.00	74.00	投资设立
4	盱眙县天源农林发展有限公司	农林服务	2,000.00	100.00	投资设立
5	江苏盱眙龙虾产业发展股份有限公司	龙虾养殖及农产品服务	30,000.00	99.50	投资设立
6	江苏黄花塘城镇建设综合开发有限公司	城镇基础设施投资、建设	20,408.16	51.00	投资设立
7	江苏天源新媒科技有限责任公司	活动策划及产品推广	500.00	100.00	投资设立
8	盱眙县文体旅游集团有限公司	旅游资源开发建设、 管理	100,000.00	100.00	投资设立
9	盱眙县天源投资有限公司	城镇基础设施投资	150,000.00	100.00	投资设立
10	江苏宁淮产业园有限公司	国有资产经营、 园区基础设施建设	12,000.00	91.67	投资设立
11	盱眙县天源扶贫开发服务有限公司	扶贫开发项目投资	10,000.00	100.00	投资设立
12	江苏红楼梦世界股份有限公司	文化创意、交流	3,200.00	93.75	投资设立
13	盱眙县天源永达供水有限公司	自来水生产、销售	50,000.00	100.00	投资设立
14	盱眙县大云山风景区旅游开发有限公司	旅游开发	20,000.00	100.00	投资设立
15	盱眙县天源永润房地产开发有限公司	房地产开发、销售	50,000.00	100.00	投资设立
16	盱眙县源宇新能源科技有限公司	能源咨询、服务	8,000.00	51.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 3 盱眙县天源控股集团有限公司 主要财务指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	84.36	175.07	242.45
所有者权益（亿元）	56.19	98.97	144.54
短期债务（亿元）	7.54	9.08	13.85
长期债务（亿元）	14.14	56.19	61.58
全部债务（亿元）	21.68	65.27	75.44
营业收入（亿元）	2.77	3.72	7.29
净利润（亿元）	0.92	1.11	1.12
EBITDA（亿元）	1.43	2.24	2.39
经营性净现金流（亿元）	-9.96	-35.85	-17.50
应收账款周转次数（次）	1.00	1.26	3.05
存货周转次数（次）	0.65	0.11	0.10
总资产周转次数（次）	0.04	0.03	0.03
现金收入比率（%）	64.53	128.15	196.22
总资本收益率（%）	1.36	1.36	0.81
总资产报酬率（%）	1.38	1.41	0.92
净资产收益率（%）	1.70	1.43	0.92
营业利润率（%）	35.66	31.81	21.78
费用收入比（%）	16.29	12.70	3.15
资产负债率（%）	33.39	43.47	40.39
全部债务资本化比率（%）	27.84	39.74	34.29
长期债务资本化比率（%）	20.10	36.21	29.88
EBITDA 利息倍数（倍）	8.49	0.80	0.57
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.03	0.03
流动比率（倍）	2.08	5.19	3.69
速动比率（倍）	1.86	3.08	1.66
现金短期债务比（倍）	0.90	3.50	2.10
经营现金流动负债比率（%）	-72.38	-182.25	-48.54
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.18	0.28	0.30

注：1. 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

附件 4 盱眙县天源控股集团有限公司 主要财务指标（母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	82.22	146.09	159.32
所有者权益（亿元）	55.19	96.23	94.46
短期债务（亿元）	3.50	2.90	4.26
长期债务（亿元）	7.30	34.12	30.33
全部债务（亿元）	10.80	37.02	34.59
营业收入（亿元）	0.98	1.03	0.88
净利润（亿元）	0.81	0.96	0.78
EBITDA（亿元）	1.15	1.49	1.36
经营性净现金流（亿元）	-0.26	-38.54	7.89
应收账款周转次数（次）	/	/	/
存货周转次数（次）	/	/	/
总资产周转次数（次）	/	/	/
现金收入比率（%）	0.00	0.00	0.00
总资本收益率（%）	2.47	0.97	0.60
总资产报酬率（%）	2.08	0.94	0.61
净资产收益率（%）	2.95	1.27	0.82
营业利润率（%）	61.93	61.53	54.17
费用收入比（%）	27.55	25.51	-19.46
资产负债率（%）	32.87	34.13	40.71
全部债务资本化比率（%）	16.36	27.78	26.80
长期债务资本化比率（%）	11.68	26.17	24.30
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.04	0.04
流动比率（倍）	1.27	4.10	2.16
速动比率（倍）	1.12	1.88	0.89
现金短期债务比（倍）	1.61	1.64	1.61
经营现金流动负债比率（%）	-1.33	-248.56	23.00

注：1. 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

附件 5-1 江苏省信用再担保集团有限公司担保业务余额（单位：亿元）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
在保余额	931.68	1,036.65	1,215.72
其中：再担保业务	599.45	584.61	679.00
直保业务	332.23	452.04	536.72
融资担保业务	327.25	452.04	536.72
贷款担保	107.10	89.24	78.22
债券担保	202.84	362.80	458.50
其他金融担保	17.31	--	--
非融资担保业务	4.98	--	--

资料来源：江苏再担保提供，联合评级整理

**附件 5-2 江苏省信用再担保集团有限公司
资产负债结构（单位：亿元、%）**

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	28.46	26.23	23.77	19.45	37.66	26.17
贷款类资产	38.43	35.42	55.97	45.79	54.09	37.58
投资资产	29.65	27.33	28.30	23.15	39.78	27.64
其他类资产	11.94	11.01	14.20	11.61	12.40	8.61
其中：应收代偿款	4.55	4.19	4.11	3.36	3.80	2.64
资产合计	108.48	100.00	122.24	100.00	143.93	100.00
银行借款	17.87	46.29	21.41	42.38	23.78	34.63
担保赔偿准备金	10.19	26.38	11.88	23.52	13.66	19.89
未到期责任准备金	2.37	6.14	2.87	5.69	3.44	5.01
应付债券	--	--	5.00	9.90	5.00	7.28
保证金	4.05	10.48	3.96	7.85	4.99	7.27
其他类负债	4.13	10.70	5.39	10.66	17.79	25.91
负债合计	38.61	100.00	50.51	100.00	68.66	100.00

资料来源：江苏再担保提供，联合评级整理

附件 5-3 江苏省信用再担保集团有限公司资本充足性指标

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
担保责任余额（亿元）	491.65	623.94	476.6
净资产（亿元）	69.86	71.73	75.27
净资本（亿元）	45.49	41.45	46.02
净资本比率（%）	65.11	57.78	61.15
净资产担保倍数（倍）	7.04	8.7	6.33
净资本担保倍数（倍）	10.81	15.05	10.36
净资本覆盖率（%）	119.06	82.19	77.77

注：净资产、净资本、净资本比率、净资产担保倍数、净资本担保倍数及净资本覆盖率为合并口径数据，由联合评级根据内部评级方法估算

资料来源：江苏再担保提供，联合评级整理

附件 6 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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%
长期偿还能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 7 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。