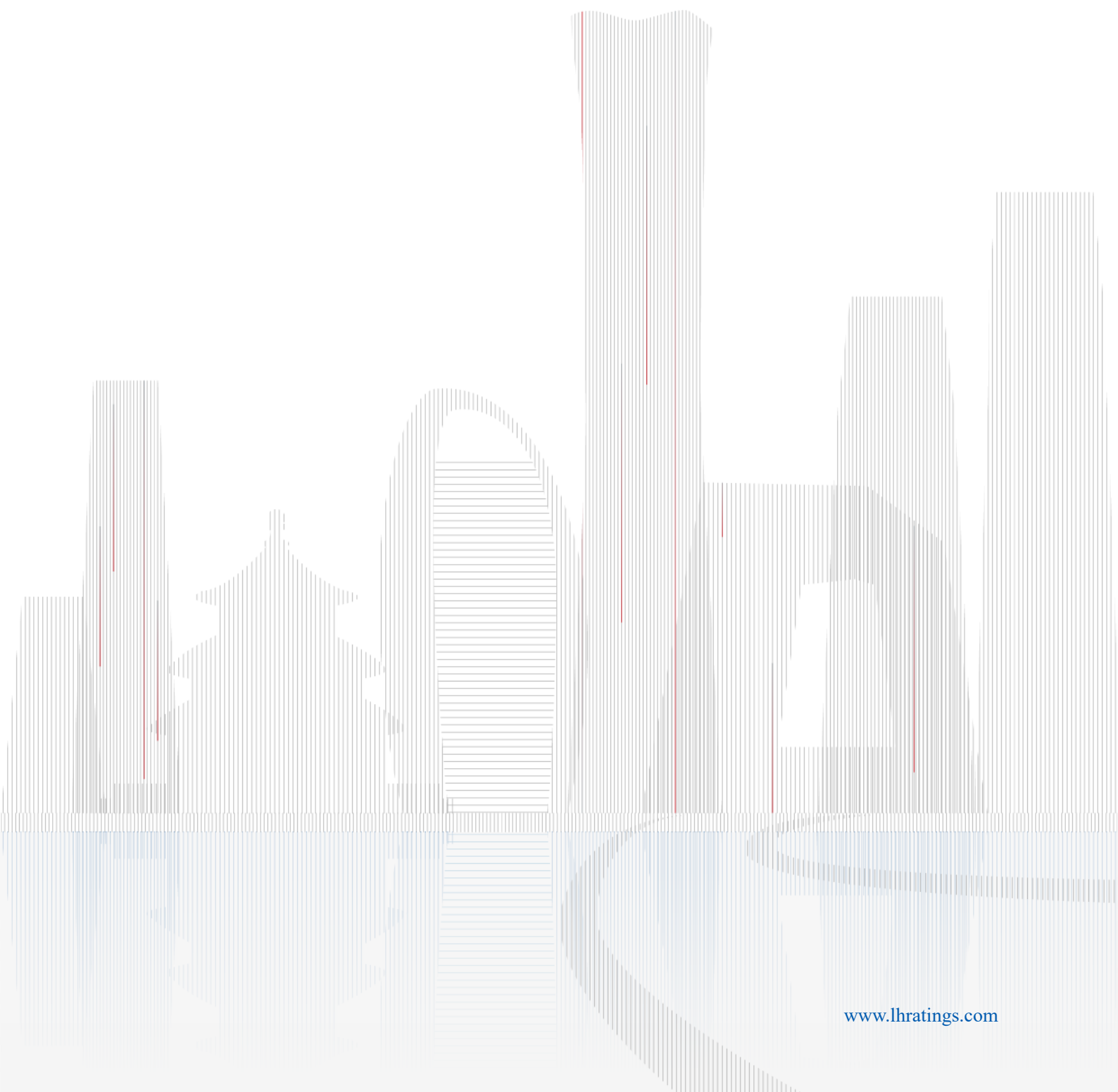


淮南市盱眙城市资产经营有限责任公司 2026 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2026〕4760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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，维持“22盱城资债/22盱城债”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

评级总监：

二〇二六年六月二十五日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

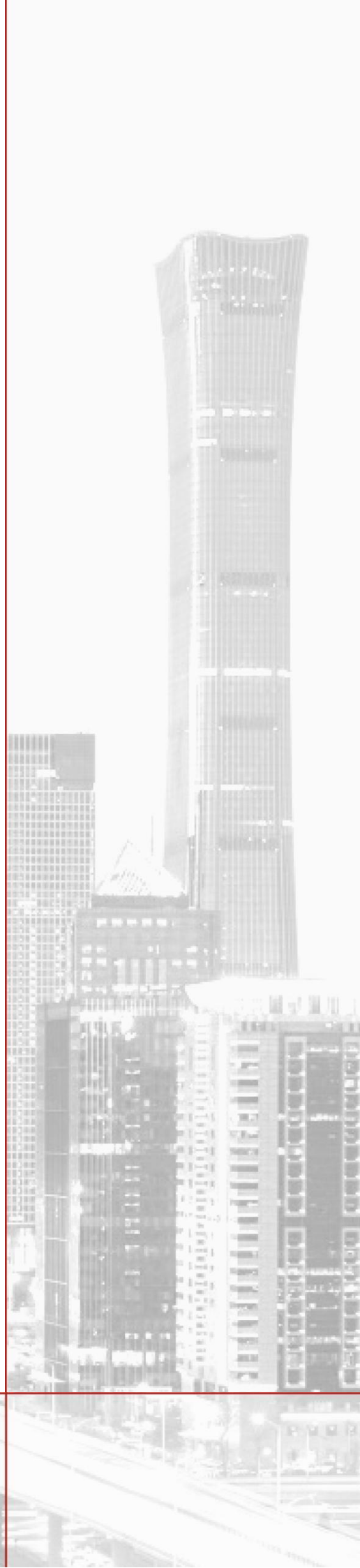
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，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。

九、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。



淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司 2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司	AA/稳定	AA/稳定	2026/06/25
22 盱城资债/22 盱城债	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司（以下简称“公司”）仍为淮安市盱眙县主要的城市基础设施投资建设主体，负责盱眙县城区基础设施建设及棚户区改造业务，业务保持区域专营优势。经营方面，公司代建项目回款有所滞后；主要在建房地产项目投资压力尚可，但去化情况有待关注；随着工程施工业务实体化转型以及相关公司划入，2025 年公司工程施工业务收入同比大幅增长；盱眙金谷粮食集团有限公司股权被划出，公司不再确认粮油销售收入。财务方面，公司资产中应收类款项和存货对资金占用明显，资产流动性仍较弱；债务结构以长期债务为主，债务负担较轻，但 2026 年面临较大的集中偿付压力；偿债指标表现较强，存在较高的或有负债风险。

个体调整：无。

外部支持调整：盱眙县是淮安市下辖县，收入质量尚可，政府支持能力很强。公司在基础设施、产业带动、就业及税收等方面对盱眙县的贡献较大，对盱眙县的重要性较高，在政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

“22 盱城资债/22 盱城债”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。经联合资信评定，江苏再担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。江苏再担保的担保实力极强，其担保显著增强了“22 盱城资债/22 盱城债”本息偿付的安全性。

评级展望

依托盱眙县良好的发展潜力，公司有望继续享受良好的外部经营环境和再融资环境。公司后续仍将在区域发展中发挥重要作用，经营地位稳固，有望持续获得政府的有力支持，公司信用状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司业务范围和区域范围扩大，职能定位提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：所在区域经济和财政实力出现明显下降，公司发生重大资产变化，核心资产被划出，政府支持程度减弱。

优势

- **公司外部发展环境良好。**2025 年，盱眙县地区生产总值和一般公共预算收入分别为 606.08 亿元和 25.98 亿元，同比均有所增长。
- **公司业务保持区域专营优势，且继续获得有力的外部支持。**公司仍为盱眙县主要的城市基础设施投资建设主体，业务保持区域专营优势，且继续获得有力的外部支持。2025 年，公司获得政府补助 2.17 亿元。
- **分期条款及增信措施。**“22 盱城资债/22 盱城债”设置了分期偿还本金条款，一定程度上缓解了公司的集中偿付压力。江苏再担保为“22 盱城资债/22 盱城债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，江苏再担保的担保实力极强，显著增强了“22 盱城资债/22 盱城债”本息偿还的安全性。

关注

- **公司应收类款项和存货对资金仍形成明显占用。**截至 2025 年底，公司应收类款项（应收账款+其他应收款）及存货占资产总额的比重为 87.08%，占比较高，应收类款项主要为应收政府单位及区域内其他国有企业的工程款和往来款，存货以项目成本及土地使用权为主，对资金占用明显，资产流动性较弱。
- **代建业务回款有所滞后，收入实现质量有所下降。**2025 年，公司实现代建业务收入 2.82 亿元，收到代建业务回款 0.43 亿元；截至 2025 年底，公司应收盱眙县财政局工程款余额 29.99 亿元，业务回款有所滞后。
- **公司存在较高的或有负债风险。**截至 2025 年底，公司对外担保余额 168.33 亿元，对外担保比率高（129.79%），担保对象主要为区域内其他国有企业，公司对外担保规模大且区域集中度高。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 城市基础设施投资企业信用评级方法与模型（V4.1.202605）

债项评级方法 债项评级基本方法（V3.0.202207）

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	4
			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	5
		资本结构		3
		偿债能力		3
指示评级				a ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+2
模型级别				AA

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于2026年5月对《城市基础设施投资企业信用评级方法与模型》《外部支持评估方法》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

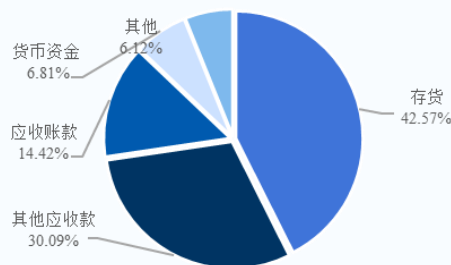
公司主要财务数据

合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年
现金类资产（亿元）	23.56	12.61	23.35
资产总额（亿元）	313.66	324.57	343.18
所有者权益（亿元）	121.63	121.34	129.69
短期债务（亿元）	42.82	44.46	31.03
长期债务（亿元）	113.79	106.32	103.13
全部债务（亿元）	156.61	150.78	134.16
营业总收入（亿元）	17.03	18.41	19.28
利润总额（亿元）	2.25	2.25	2.27
EBITDA（亿元）	2.71	2.67	2.47
经营性净现金流（亿元）	-17.17	5.60	9.95
净资产收益率（%）	1.76	1.78	1.74
资产负债率（%）	61.22	62.62	62.21
全部债务资本化比率（%）	56.29	55.41	50.85
现金短期债务比（倍）	0.55	0.28	0.75
EBITDA 利息倍数（倍）	0.45	0.42	0.39
公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年
资产总额（亿元）	290.21	316.72	332.79
所有者权益（亿元）	112.71	114.44	110.17
全部债务（亿元）	85.79	81.33	68.91
营业总收入（亿元）	9.78	12.43	6.22
利润总额（亿元）	3.08	3.23	2.45
资产负债率（%）	61.16	63.87	66.90
全部债务资本化比率（%）	43.22	41.54	38.48
现金短期债务比（倍）	2.38	0.44	0.78

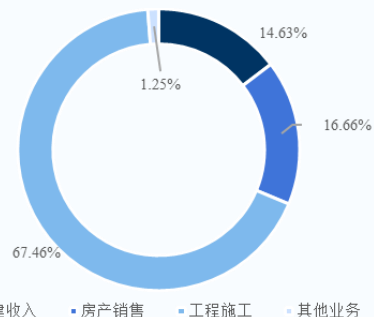
注：1.2023—2025 年财务数据取自审计报告期末（间）数；2.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.本报告将公司合并口径长期应付款中有息部分计入长期债务核算；公司本部债务未经调整

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

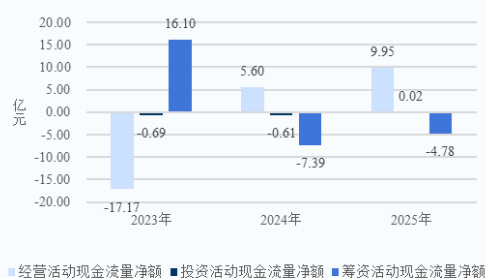
2025 年底公司资产构成



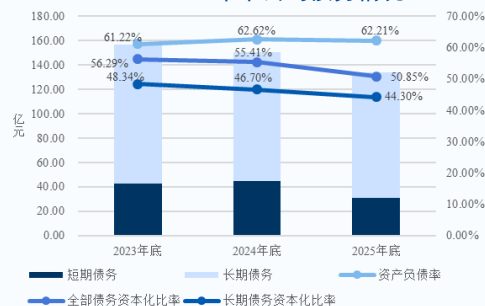
2025 年公司营业总收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 年末公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
22 盱城资债/22 盱城债	9.30 亿元	7.44 亿元	2029/07/27	分期还本条款

注：1.上述债券附分期还本条款，在债券存续期的第3、第4、第5、第6、第7个计息年度末分别偿付本金的20%，最后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付；2.到期兑付日为最后一次还本付息日；3.上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 盱城资债/22 盱城债	AAA/稳定	AA/稳定	2025/06/17	谢哲 张英昊	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	AA/稳定	2022/07/01	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

注：上述评级方法/模型、历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

资料来源：联合资信根据公开资料整理

评级项目组

项目负责人：韩子祺 hanzq@lhratings.com

项目组成员：肖士然 xiaosr@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构、注册资本和实收资本未发生变化。截至 2025 年底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，盱眙国有联合资产经营集团有限公司（以下简称“盱眙国联”）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。

公司是淮安市盱眙县主要的城市基础设施投资建设主体，负责盱眙县城区基础设施建设及棚户区改造业务，业务保持区域专营优势。

截至 2025 年底，公司本部设办公室、财务部、合约部、内审部、融资部和工程部等职能部门；同期末，公司纳入合并范围内一级子公司共 13 家。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 343.18 亿元，所有者权益 129.69 亿元（含少数股东权益 8.58 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 19.28 亿元，利润总额 2.27 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见图表 1。“22 盱城资债/22 盱城债”发行金额 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”），2.65 亿元用于补充公司营运资金。截至 2025 年底，债券余额 7.44 亿元，募集资金已使用完毕。根据募投项目可行性研究报告，募投项目建成后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。募投项目主体部分已完成建设并于 2023 年 6 月开始运营。

跟踪期内，公司已按期支付利息，公司过往付息情况良好。

图表 1 • 截至报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
22 盱城资债/22 盱城债	9.30	7.44	2022/07/27	7 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）为“22 盱城资债/22 盱城债”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动承压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业的发展与监管政策密切相关，同时城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松，整体呈现收紧态势。2025年以来，一揽子化债政策深入推进，政策上以“控增化存、促发展”为核心，地方政府化债效果显现，城投企业全部债务增速持续放缓且低于社融增速水平，综合融资成本延续下行，融资结构持续改善，城投企业流动性风险得以缓释；债务风险管控机制不断完善，对城投企业债务风险管理更加全面，政策引导城投企业逐步化解经营性债务风险，并驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2026年，城投企业的发展仍将围绕化债与发展两大主题，积极财政政策基调将延续，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时一揽子化债政策及增量措施的持续实施，有助于进一步缓释城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业债务的区域分化与结构性压力依然突出，经营性债务本息偿付压力及化解措施有待关注；政策导向下城投转型进程提速，需关注其转型过程中面临的市场化风险以及政企关系的演变。完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2026年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2 区域环境分析

盱眙县是淮安市下辖县，区位优势良好，水产产业优势突出，工业及新兴产业加快培育。2025年，盱眙县地区生产总值和一般公共预算收入同比均有所增长，但财政自给能力仍弱。整体看，公司外部发展环境良好。

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，淮河下游，洪泽湖南岸，江淮平原中东部；东与金湖县、滁州天长市相邻，南、西分别与滁州市天长市、滁州市来安县和明光市交界，北至东北与分别泗洪县、洪泽区接壤。截至2025年底，盱眙县域面积2497.3平方千米，下设10镇3街道2场。同期末，盱眙县常住人口59.23万人。

产业发展方面，盱眙县是传统农业大县，近年来，盱眙县加快现代农业建设步伐，2025年粮食种植面积达223万亩、产量达106万吨。建成32个生态农业单元，新增绿色食品、有机食品认证16个，绿色优质农产品比重超85%。依托淮河下游、洪泽湖南岸得天独厚的水域资源，盱眙水产产业发展优势突出，构建起小龙虾养殖、加工、餐饮、电商完整产业链，“盱眙龙虾”拥有国家地理标志证明商标。2025年，盱眙龙虾产业养殖规模扩面提质，总面积达98.5万亩，“盱眙1号”龙虾种苗扩繁6000亩，输出水花苗6000余万尾。此外，盱眙县特色优势产业还包括有色金属及型材加工、新一代信息技术、纺织服装等，未来将培育壮大新能源、新材料、工业母机等战略性新兴产业，科学布局人工智能、氢能等未来产业，加快构建“332”产业体系。2025年，盱眙县全年新签约亿元以上项目110个、其中30亿元以上项目5个，新开工亿元以上项目超80个，新竣工项目超70个，新列统工业企业81个，数量均位居淮安市前列。获批省先进级智能工厂8家、绿色工厂10家。

根据公开资料，2023—2025年，盱眙县地区生产总值持续增长，2025年GDP仍保持较高增速。2025年，盱眙县规上固定资产投资增速同比下降0.5%，工业投资增速同比增长1.8%。2023—2025年，盱眙县一般公共预算收入持续增长，税收收入占一般公共预算收入比重较高，收入质量尚可；财政自给能力弱。截至2025年底，盱眙县地方政府债务余额128.65亿元，其中一般债务26.32亿元、专项债务102.33亿元。

图表 2 • 盱眙县主要经济和财力指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
GDP（亿元）	551.11	585.53	606.08
GDP 增速（%）	7.5	7.6	6.2
固定资产投资增速（%）	10.4	19.7	-0.5
三产结构	15.0:36.3:48.7	14.9:32.5:52.6	14.8:32.1:53.1
人均 GDP（万元）	9.18	9.78	/
一般公共预算收入（亿元）	22.54	24.16	25.98
一般公共预算收入增速（%）	10.10	7.20	7.50
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	64.91	67.38	67.67
财政自给率（%）	28.82	32.41	29.08
政府性基金收入（亿元）	21.60	20.68	22.52
地方政府债务余额（亿元）	79.85	94.02	128.65

注：1. 2023 年人均 GDP 系通过“GDP/年末常住人口”计算所得；2.“/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 企业地位

跟踪期内，公司仍为盱眙县主要的城市基础设施投资建设主体，负责盱眙县城区基础设施建设及棚户区改造业务，业务保持区域专营优势。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化。除公司外，盱眙县其他基础设施建设主体还包括盱眙国联以及盱眙县天源控股集团有限公司（以下简称“天源控股”），天源控股主要负责盱眙县水利工程建设、水库资产经营、区域供水建设及农村宅基地复垦项目实施。整体看，盱眙县主要基础设施建设主体职能定位清晰，业务不存在重叠。

图表 3 • 盱眙县主要基础设施建设主体基本情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	业务内容	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率（%）
盱眙国联	盱眙县国资办	业务涉及盱眙县城市更新、地产开发、交通出行、燃气供应、文旅开发、资产运营等多个板块	/	/	/	/	/
公司	盱眙国联	盱眙县城区基础设施建设及棚户区改造业务	343.18	129.69	19.28	2.27	62.21
天源控股	盱眙县国资办	盱眙县水利工程建设、水库资产经营、区域供水建设及农村宅基地复垦项目实施	379.43	184.60	13.40	1.75	51.35

注：上表中所列数据为 2025 年/2025 年底数；未获取到盱眙国联 2025 年/2025 年底数据
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2 信用记录

跟踪期内，公司本部及重要子公司本部无新增关注类或不良类信贷记录，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：91320830672012151T），截至 2026 年 6 月 2 日，公司本部无未结清的关注类和不良类信贷信息记录；有 2 笔已结清不良类贷款，根据江苏盱眙农村商业银行股份有限公司及中国银行股份有限公司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；跟踪期内，公司本部无新增未结清及已结清不良信贷记录。

根据子公司江苏天源建设集团有限公司（以下简称“天源建设”）的企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：913208307353050599），截至 2026 年 6 月 18 日，天源建设本部已结清及未结清信贷记录中不存在关注或不良类记录，天源建设本部过往债务履约情况良好。

根据公司过往在债券市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被严重行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司在管理制度和高级管理人员方面均未发生重大变化。治理结构方面，公司取消监事会，由董事会下设的审计委员会行使相关职权。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2025 年，公司不再从事粮油销售业务；受工程施工收入大幅增长影响，营业总收入有所增长；毛利率有所下降。

2025 年，公司实现营业总收入 19.28 亿元，同比增长 4.70%；营业总收入主要来自代建业务、房产销售和工程施工业务。2025 年，盱眙金谷粮食集团有限公司（以下简称“粮食集团”）划出，公司不再确认粮油销售收入。主要受工程施工项目增多以及天源建设划入影响，2025 年公司工程施工收入大幅增长。同期，公司综合毛利率有所下降。

图表 4 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2024年			2025年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
代建收入	7.23	39.25	13.04	2.82	14.63	13.04
房产销售	5.07	27.54	9.74	3.21	16.66	3.40
粮油销售	4.66	25.30	3.18	--	--	--
工程施工	0.95	5.17	3.14	13.00	67.46	7.01
其他业务	0.50	2.74	72.93	0.24	1.25	71.67
合计	18.41	100.00	10.77	19.28	100.00	8.10

注：其他业务包含零星销售业务、租金收入、劳务派遣和仓储服务等
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

（1）代建业务

公司代建业务回款有所滞后，整体投资压力尚可。

公司代建业务委托方以盱眙县人民政府（以下简称“盱眙县政府”）为主。公司与委托方签订委托代建协议，根据协议约定，由公司进行项目的开发建设。工程建设期间，由公司通过自有资金及融资等方式筹集项目建设资金，并负责项目的全过程代建。工程建设项目建设费用按工程投资的一定比例加成，以此作为结算金额。根据项目进度情况，委托方与公司在每年度末根据完成的工程量签署结算协议确认结算金额，并向公司支付建设款项。

2025 年，公司确认代建收入 2.82 亿元，同比下降 61.00%，主要系当期公司结算工程量减少所致。同期，该业务毛利率为 13.04%，同比保持稳定。回款方面，2025 年，公司收到代建业务回款 0.43 亿元；截至 2025 年底，公司累计收到代建业务回款 36.46 亿元；同期末，公司应收盱眙县财政局工程款余额 29.99 亿元，业务回款有所滞后。

截至 2025 年底，公司主要在建代建项目共计 6 个，计划总投资 24.40 亿元，已完成投资 16.88 亿元，尚需投资 7.52 亿元，公司计划于 2026—2028 年分别投资 4.21 亿元、2.78 亿元和 1.83 亿元，整体投资压力尚可；同期末，公司暂无拟建代建项目。

图表 5 • 截至 2025 年底公司主要在建代建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	委托方	计划总投资金额	已投资金额	投资计划		
				2026 年	2027 年	2028 年
盱眙城北片区土地储备开发项目	盱眙县政府	10.00	4.67	2.00	2.50	0.83
基础教育提升项目	盱眙县政府	6.00	4.50	1.50	--	--
道路改造类项目	盱眙县政府	5.00	4.70	0.20	0.10	--
盱眙县档案馆	盱眙县政府	1.20	1.20	--	--	--
盱眙餐厨垃圾处理	盱眙县政府	1.00	0.87	0.13	--	--
黄花塘国防教育培训中心	盱眙县政府	1.20	0.64	0.38	0.18	--
合计	--	24.40	16.58	4.21	2.78	0.83

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）房产销售业务

2025 年，公司房产销售业务收入及毛利率同比均有所下降。同期末，公司房产整体去化率较低，主要在建房地产项目尚需投资规模较小，投资压力尚可。

跟踪期内，公司房产销售业务模式未发生变化。公司房产销售业务的运营主体仍为公司本部（公司负责房产的开发建设，委托盱眙国联子公司盱眙国联置业有限公司进行销售），公司通过招拍挂取得土地，自筹资金进行房产建设施工，建造完成并验收合格后交付客户。

2025 年，公司确认房产销售收入 3.21 亿元，随着在建项目的逐步结转，2025 年公司房地产销售收入较 2024 年减少 1.86 亿元；2025 年结转的淮水湾和淮水苑项目毛利率较低，导致当期房产销售业务毛利率下降至 3.40%；当期，公司房产销售业务回款 3.19 亿元。截至 2025 年底，淮水湾项目已完成去化 36.78%，淮水苑项目已完成去化 22.86%，枕水人家三期项目已完成去化 57.95%，壹山境项目已完成去化 3.71%，公司房产整体去化率较低，需关注未来去化情况。

截至 2025 年底，公司主要在建房地产项目共 2 个，包括国联淮水湾安置小区项目（二期）、国联淮水苑安置小区项目（二期），项目计划总投资 12.70 亿元，已累计投资 9.81 亿元，尚需投资 2.89 亿元，投资压力尚可。同期末，公司暂无拟建房地产项目。

（3）工程施工业务

随着工程施工业务实体化转型以及天源建设划入，2025 年公司工程施工业务收入同比大幅增长。公司拥有市政公用工程总承包二级、建筑工程施工总承包贰级等多项工程施工资质，承揽了盱眙县大量市政工程施工项目，在手施工项目整体回款情况良好。

2025 年，公司工程施工业务进行实体化转型，成立一级子公司盱眙国联建工集团有限公司¹（以下简称“国联建工”）承接市场化的工程施工项目；同期，天源控股将盱眙国联建设有限公司（以下简称“国联建设”）划入公司，目前公司工程施工业务主要由国联建工下属子公司天源建设和国联建设负责运营。

天源建设具备建筑工程施工总承包贰级、水利水电工程施工总承包贰级、市政公用工程施工总承包贰级资质，国联建设具备建筑工程施工总承包贰级、市政公用工程施工总承包贰级、钢结构工程专业承包贰级、建筑装饰装修工程专业承包贰级资质。天源建设和国联建设作为承包方，主要通过参加市场化招投标获得工程项目，承接了盱眙县大量的市政工程项目。2025 年，公司新签合同金额为 17.52 亿元。截至 2025 年底，公司主要在手施工项目合同总金额 13.60 亿元，累计确认收入 4.64 亿元，累计回款 5.52 亿元，回款情况良好。

图表 6 • 截至 2025 年底公司主要在手施工项目情况（单位：亿元）

项目名称	业主单位	施工主体	建设期（天）	项目所在地	合同金额	已投资成本	累计确认收入	累计收到业主支付工程款
2024 农村供水保障（河西）	盱眙县农村饮水安全工程项目建设处	天源建设	500	盱眙	2.77	1.60	1.75	2.08
腊塘 205 国道冷链物流园基础设施	盱眙县交通运输局、盱眙绿水青山生态开发有限公司、盱眙弘大建设发展有限公司	天源建设	359	盱眙	5.94	0.84	0.91	1.08
2025 供水高质量发展盱眙水厂配套供水	盱眙县农村饮水安全工程项目建设处	天源建设	395	盱眙	1.61	0.68	0.74	0.88

¹ 公司持股比例为 55%，盱眙天源山水控股集团有限公司持股比例为 35%；盱眙经发产业投资集团有限公司持股比例为 10%

盱眙龙虾超级工厂	盱眙县天源永康食品产业发展有限公司	天源建设	500	盱眙	1.77	0.63	0.70	0.83
城市供水泵房建设	盱眙县住房和城乡建设局	天源建设	730	盱眙	1.52	0.49	0.55	0.65
合计		--	--	--	13.60	4.25	4.64	5.52

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

账务处理方面，公司按照建造合同履约进度确认收入，业务成本按照审定工程量实际发生的成本费用确认。施工项目支出及确认收入未结算部分计入“存货”和“合同资产”，确认收入已结算未回款部分计入“应收账款”。2025 年，公司工程施工业务收入同比大幅增长，主要系当期工程项目量增加以及新增合并天源建设所致；同期，该业务毛利率同比有所增长。

（4）粮油销售业务

2025 年，粮食集团股权被划出，后续公司将不再确认粮油销售收入。

公司粮油销售主要由子公司粮食集团负责实施运营。粮食集团每年向农户收购一定量的粮食，其中一部分按照上级有关政策要求进行储备，其余部分在当年销售给粮食加工企业，主要销售品类为籼稻、小麦、混合麦、白麦和稻谷。2025 年，粮食集团股权被划出，后续公司将不再确认粮油销售收入。

2 未来发展

未来，公司将继续加强市场化运作，整合县域内优质资源，提高公司业务水平和自身盈利能力。

未来，公司将利用项目获取优势、区域定位优势、政策支持优势和融资优势，继续加强市场化运作，整合县域内优质资源，改善公司现有资本组成结构，提高公司业务水平。管理方面，公司将制定更具市场竞争性的管理、人力、绩效等运营体系。项目建设方面，公司将参与经营性项目，提升建筑开发资质，开展实体化经营活动。市场化转型方面，公司计划拓展主营业务范围，向建筑设计、旅游、物业管理、酒店运营和城市广告等产业延伸，进一步提升自身盈利能力。

（四）财务方面

公司提供了 2025 年度合并财务报告，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2025 年，公司不再纳入合并范围的子公司共 4 家，其中粮食集团、盱眙第一山古城运行管理有限责任公司（以下简称“古城管理公司”）、盱眙天源污水处理有限公司（以下简称“污水公司”）系划出，盱眙新华乡村文化旅游有限公司系注销；新纳入合并范围的子公司共 2 家，天源建设系划入，盱眙怡城投资有限公司系当期新成立。截至 2025 年底，公司合并范围的子公司共 18 家。总体看，2025 年合并范围变动对公司财务数据可比性产生一定影响。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至 2025 年底，公司资产总额较上年底保持增长，应收类款项及存货占比较高，应收类款项主要为应收政府单位及区域内其他国有企业的工程款和往来款，存货以项目成本及土地使用权为主，对资金占用明显。公司整体资产流动性较弱。

截至 2025 年底，公司合并资产总额较上年底增长 5.73%，资产结构仍以流动资产为主。

图表 7 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2024 年末		2025 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	295.30	90.98	323.37	94.23
货币资金	12.61	3.89	23.35	6.81
应收账款	28.26	8.71	49.47	14.42
其他应收款（合计）	122.43	37.72	103.26	30.09
存货	130.08	40.08	146.10	42.57
非流动资产	29.27	9.02	19.81	5.77
投资性房地产	17.34	5.34	14.47	4.22
固定资产（合计）	3.52	1.08	1.59	0.46
资产总额	324.57	100.00	343.18	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

① 流动资产

截至 2025 年底，公司流动资产较上年底增长 9.50%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款（合计）和存货构成。公司货币资金较上年底增长 85.17%；货币资金中受限资金 12.61 亿元，主要因存单质押和票据保证金受到限制，受限比例为 54.00%。公司应收账款较上年底增长 75.03%，主要系天源建设划入导致应收工程款增长所致。从账龄来看，应收账款 1 年以内的占 33.32%，1~2 年的占 16.68%，2~3 年的占 27.25%，3 年以上的占 22.75%，整体账龄情况尚可；累计计提坏账准备 0.09 亿元。从集中度看，公司应收账款前五大欠款方合计余额占比为 76.26%，集中度较高。其他应收款（合计）较上年底下降 15.66%，主要系应收盱眙县财政局的土地款以及区域内其他国有企业、政府部门的往来款下降所致；账龄方面，1 年以内的占 22.77%，1~2 年的占 16.23%，2~3 年的占 12.44%，3 年以上的占 48.55%，账龄较长；公司累计计提其他应收款坏账准备 2.76 亿元；从集中度来看，其他应收款前五大欠款方合计占比为 59.24%，集中度一般。公司存货较上年底增长 12.31%，主要系开发成本增长所致；存货主要由开发成本 141.15 亿元和工程施工 4.83 亿元构成，开发成本中价值 27.58 亿元的土地使用权尚未办理权证；同期末，公司存货未计提存货跌价准备。

图表 8 • 截至 2025 年底公司应收账款主要明细（单位：亿元）

名称	款项性质	期末余额	占应收账款期末余额的比例（%）
盱眙县财政局	工程款	29.99	60.51
天源控股	工程款	4.69	9.45
盱眙县农村安全饮水工程项目建设处	工程款	1.79	3.61
盱眙县水务局	工程款	0.90	1.81
盱眙县城乡规划服务中心（盱眙县国土资源管理事务所）	工程款	0.43	0.88
合计	--	37.80	76.26

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 9 • 公司 2025 年底主要其他应收款明细（单位：亿元）

名称	款项性质	期末余额	占其他应收款期末余额的比例（%）
盱眙县财政局	土地款	34.79	32.81
盱眙民众公交有限公司	往来款	7.89	7.44
盱眙国联产业投资集团有限公司	往来款	7.30	6.89
淮安市盱眙园区资产经营有限公司	往来款	6.39	6.03
盱眙国联置业有限公司	往来款	6.43	6.07
合计	--	62.80	59.24

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

② 非流动资产

截至 2025 年底，公司非流动资产较上年底下降 32.32%。公司非流动资产主要由投资性房地产和固定资产构成。公司投资性房地产较上年底下降 16.54%，主要系部分投资性房地产被政府收回所致，公司投资性房地产由 10.91 亿元房屋及建筑物和 3.56 亿元土地使用权构成。截至 2025 年底，公司固定资产（合计）较上年底下降 54.92%，主要系污水公司、粮食集团划出导致房屋及建筑物（污水处理厂及粮库仓库）减少导致，公司固定资产主要为房屋及建筑物。

截至 2025 年底，公司受限资产情况如下表所示。总体看，公司资产受限比例一般。

图表 10 • 截至 2025 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	受限金额	受限比例（%）	受限原因
货币资金	12.61	3.67	存单质押、账户受限
投资性房地产	7.85	2.29	借款抵押
存货	15.95	4.65	借款抵押
合计	36.41	10.61	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）资本结构

① 所有者权益

截至 2025 年底，公司所有者权益较上年底有所增长，所有者权益中实收资本和资本公积合计占比较高，所有者权益结构稳定性较强。

截至 2025 年底，公司所有者权益较上年底增长 6.89%，主要系少数股东权益增加所致。所有者权益中实收资本和资本公积合计占 76.78%，所有者权益结构稳定性较强。

截至 2025 年底，公司实收资本较上年底保持不变。2025 年，天源建设股权划入导致公司资本公积增加 4.86 亿元；粮食集团、古城管理公司和污水公司划出导致资本公积减少 3.10 亿元；子公司厂房无偿划出导致资本公积减少 0.34 亿元，综合影响下，公司资本公积较上年底增加 1.42 亿元。截至 2025 年底，公司未分配利润较上年底变化不大；其他综合收益较上年底减少 1.28 亿元，主要系投资性房地产中土地被政府收回所致；少数股东权益较上年底大幅增长，主要系对盱眙荣智交通发展有限公司和盱眙交通旅游产业控股有限公司的持股比例由 100%下降至 51%所致。

图表 11 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2024 年末		2025 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	20.00	16.48	20.00	15.42
资本公积	78.16	64.41	79.57	61.36
其他综合收益	5.14	4.24	3.86	2.97
未分配利润	15.07	12.42	15.01	11.58
归属于母公司所有者权益合计	120.80	99.56	121.12	93.39
少数股东权益	0.54	0.44	8.58	6.61
所有者权益合计	121.34	100.00	129.69	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

② 负债

截至 2025 年底，公司全部债务较上年底有所下降，整体债务负担指标表现较轻，2026 年面临较大的集中偿付压力。

截至 2025 年底，公司负债总额较上年底增长 5.05%，主要系经营性负债增长所致，负债结构较为均衡。公司经营性负债主要来自应付工程及建材款为主的应付账款、往来款形成的其他应付款以及预收房款、工程款等形成的合同负债。

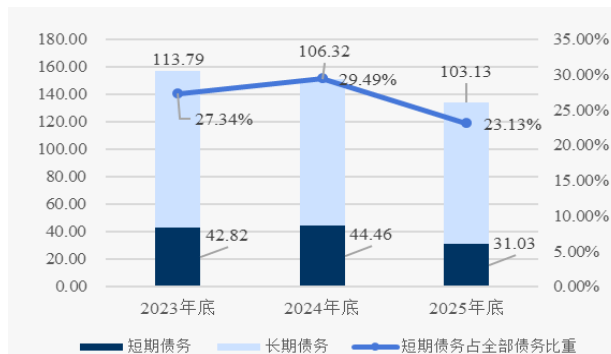
图表 12 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

科目	2024 年末		2025 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	91.55	45.05	109.12	51.11
短期借款	20.09	9.88	14.28	6.69
应付票据	8.87	4.36	7.10	3.33
应付账款	2.13	1.05	8.26	3.87
其他应付款（合计）	38.24	18.81	59.96	28.08
一年内到期的非流动负债	15.50	7.63	9.65	4.52
非流动负债	111.68	54.95	104.37	48.89
长期借款	92.23	45.38	89.07	41.72
应付债券	10.88	5.36	13.30	6.23
负债总额	203.23	100.00	213.49	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

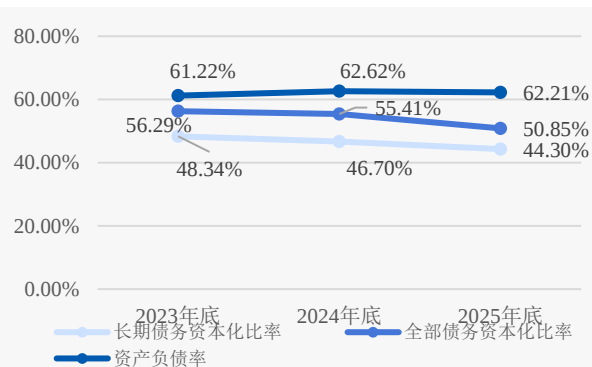
有息债务方面，本报告合并口径将长期应付款中有息部分计入长期债务核算。截至 2025 年底，公司全部债务较上年底下降 11.02%。全部债务以长期债务为主（占比 76.87%）。公司全部债务中银行贷款、债券融资和非标融资占比分别为 82.42%、11.30% 和 0.99%，银行贷款比例较高。从债务指标来看，截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均有所下降。整体来看，公司债务负担指标表现较轻。

图表 13 • 2023—2025 年底公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 14 • 2023—2025 年底公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

从期限分布看，截至 2025 年底，公司有息债务期限分布如下表所示，2026 年公司面临较大的集中偿付压力。

图表 15 • 截至 2025 年底公司有息债务期限分布情况

项目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年及以后	合计
偿还金额 (亿元)	31.03	10.55	27.49	65.09	134.16
占有息债务的比例	23.13%	7.86%	20.49%	48.52%	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(3) 盈利能力

2025 年，公司营业总收入和营业成本同比均有所增长，政府补助对利润总额贡献度高，盈利指标表现较好。

2025 年，公司营业总收入同比增长 4.70%，收入主要来自代建业务、房产销售和工程施工业务；同期公司营业成本同比增长 7.84%，营业利润率同比下降 1.72 个百分点。

非经常损益方面，2025 年，公司其他收益仍主要为政府补助，政府补助对利润总额贡献度高。

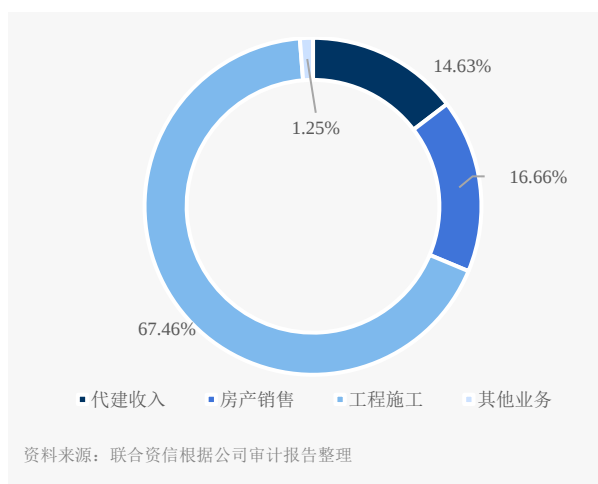
盈利能力方面，2025 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.87%、1.74%，同比分别提高 0.03 个百分点、下降 0.04 个百分点。公司盈利指标表现较好。

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年
营业总收入	18.41	19.28
营业成本	16.43	17.72
期间费用	0.96	0.66
其他收益	2.18	2.17
利润总额	2.25	2.27
营业利润率 (%)	8.25	6.53
总资本收益率 (%)	0.85	0.87
净资产收益率 (%)	1.78	1.74

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

图表 17 • 2025 年公司营业收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

(4) 现金流

2025 年，公司经营活动现金流量净额仍为正，净流入规模有所增长；但公司代建项目回款滞后，收入实现质量有所下降；公司投资活动现金流转为小幅净流入；受偿还债务支出增长影响，公司筹资活动现金流量净额仍为负。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年
经营活动现金流入小计	42.14	53.02
经营活动现金流出小计	36.54	43.07
经营活动现金流量净额	5.60	9.95
投资活动现金流入小计	0.00	1.91
投资活动现金流出小计	0.61	1.89
投资活动现金流量净额	-0.61	0.02
筹资活动前现金流量净额	4.99	9.97
筹资活动现金流入小计	45.52	68.93
筹资活动现金流出小计	52.91	73.71
筹资活动现金流量净额	-7.39	-4.78
现金收入比（%）	53.17	13.94

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从经营活动来看，2025 年，公司经营活动现金流入同比增长 25.81%，主要系收到往来款增加所致；经营活动现金流出同比增长 17.86%，主要系经营支出和往来款支出共同增长所致。2025 年，公司经营活动现金流量净额仍为正，净流入规模有所增长。2025 年，公司现金收入比同比下降 39.23 个百分点，跟踪期内，公司代建项目回款滞后，收入实现质量有所下降。从投资活动来看，2025 年，公司投资活动现金流入主要系天源建设期初现金及等价金额，投资活动现金流出系粮食集团 2024 年末现金，投资活动现金流量净额由负转正。2025 年，公司筹资活动前现金仍为净流入。从筹资活动来看，2025 年，公司筹资活动现金流入同比增长 51.44%，主要系借款融资规模增长所致；筹资活动现金流出同比增长 39.32%，主要系偿还债务支出增长所致。2025 年，公司筹资活动现金流量净额仍为负。

2 偿债指标变化

公司偿债指标表现较强，存在较高的或有负债风险。

图表 19 • 公司偿债指标

指标	2024 年（末）	2025 年（末）
现金短期债务比（倍）	0.28	0.75
EBITDA（亿元）	2.67	2.47
EBITDA 利息倍数（倍）	0.42	0.39

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

从偿债指标看，截至 2025 年底，公司现金短期债务比有所增长，现金类资产对短期债务的保障程度一般。2025 年，公司 EBITDA 同比下降 7.65%，EBITDA 对利息支出保障程度一般。整体看，公司偿债指标表现较强²。

截至 2025 年底，公司对外担保余额 168.33 亿元，对外担保比率高（129.79%），担保对象主要为区域内其他国有企业；公司对外担保规模大且区域集中度高，存在较高的或有负债风险。

未决诉讼方面，截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

3 公司本部主要变化情况

截至 2025 年底，公司资产、负债和所有者权益主要来自公司本部；2025 年，公司营业总收入主要来自子公司。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 332.79 亿元，较上年底增长 5.07%；其中，流动资产占比 93.54%，非流动资产占比 6.46%；公司本部资产占合并口径的 96.97%。公司本部负债占合并口径的 104.28%，全部债务 68.91 亿元，全部债务资本化比率 38.48%。公司本部所有者权益为 110.17 亿元，较上年底下降 3.73%，实收资本占比 18.15%，资本公积占比 59.99%，公司本部所有者权益占

² 公司未统计 2025 年银行授信情况

合并口径的 84.95%。2025 年，公司本部营业总收入为 6.22 亿元，利润总额为 2.45 亿元，公司本部营业收入占合并口径的 32.24%，公司本部利润总额占合并口径的 107.93%，公司营业总收入主要来自子公司。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环境保护，能够履行作为国有企业的社会责任，法人治理结构完善。整体来看，公司 ESG 表现一般，对其持续经营影响较小。

环境方面，公司工程建设等业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险。跟踪期内，公司未发生重大安全责任事故，联合资信未发现公司存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，同时，公司积极响应政府政策，参与地方安置房建设等工作，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司均具有很强的管控能力，且建立了完善的法人治理结构。跟踪期内，联合资信未发现公司高管存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

公司实际控制人为盱眙县国资办，综合实力和支撑能力很强。公司作为盱眙县主要的城市基础设施投资建设主体，跟踪期内，在政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

1 支持能力

盱眙县国资办为公司实际控制人。2025 年，盱眙县地区生产总值和一般预算收入分别为 606.08 亿元和 25.98 亿元，同比均有所增长。整体看，公司实际控制人具有很强的综合实力。

2 支持可能性

公司仍为盱眙县主要的城市基础设施投资建设主体，负责盱眙县城区基础设施建设及棚户区改造业务，业务保持区域专营优势。近年来公司在盱眙县基础设施、产业带动、就业及税收等方面的社会贡献较大，在盱眙县可替代性较弱。跟踪期内，公司继续在政府补助等方面获得有力的外部支持。

2025 年，公司获得政府补助 2.17 亿元，计入“其他收益”。

八、债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司由联合资信评定的存续期担保债券为“22 盱城资债/22 盱城债”，债券余额 9.30 亿元。“22 盱城资债/22 盱城债”由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

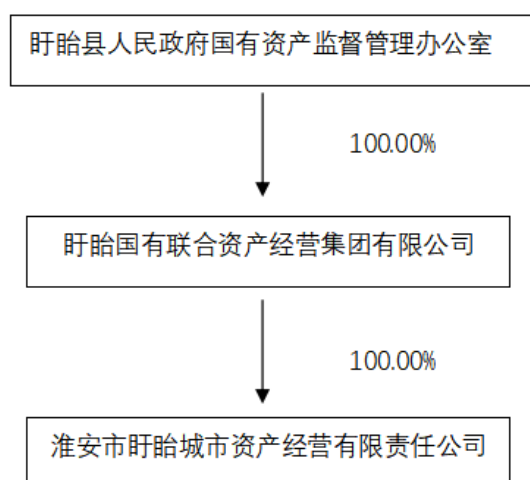
江苏再担保在江苏省担保体系中处于核心地位；其实际控制人为江苏省财政厅，在业务发展、资本金补充等方面对江苏再担保的支持力度较大；江苏再担保资本金规模位居行业前列，资本实力很强。

基于对江苏再担保经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，江苏再担保个体信用等级为 aa⁺，考虑到江苏再担保的业务政策性强、区域地位突出，能够得到股东和政府的较大支持，外部支持提升 1 个子级，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。江苏再担保的担保实力极强，其担保显著增强了“22 盱城资债/22 盱城债”债券本息偿付的安全性。

九、跟踪评级结论

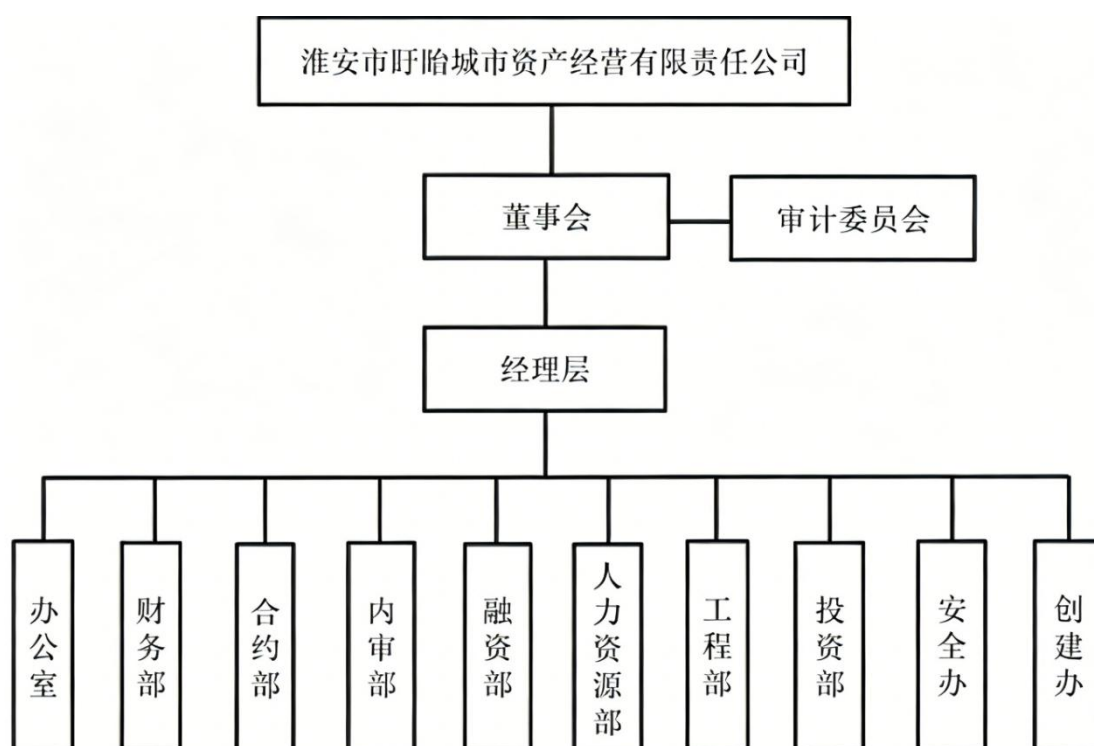
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“22 盱城资债/22 盱城债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司一级子公司情况（截至 2025 年底）

子公司名称	主营业务	持股比例（%）	
		直接	间接
淮安市盱眙经济开发有限公司	基础设施建设、房地产开发	100.00	--
盱眙交通旅游产业控股有限公司	房地产开发、交通项目和旅游项目投资	51.00	--
盱眙都梁新农村建设有限公司	农民安置房建设、城市基础设施建设等	100.00	--
盱眙怡城投资有限公司	房地产开发经营、建设工程施工	100.00	--
盱眙楚鼎投资开发有限公司	道路、土木工程投资与施工、基础设施开发与投资	93.75	--
盱眙国联怡城建设有限公司	国有资产经营管理、实业投资、资产租赁	100.00	--
盱眙国联园林工程有限公司	园林建筑工程设计、施工、绿化、养护与管理	100.00	--
盱眙国联酒店管理有限公司	房地产开发经营	100.00	--
盱眙正衡工程咨询管理有限公司	工程管理服务	100.00	--
盱眙荣智交通发展有限公司	交通运输产业项目和旅游产业项目投资、建设	51.00	--
盱眙县雨花工业园投资有限公司	投资与资产管理，工业园经济项目开发	100.00	--
盱眙经发贸易有限公司	农副产品销售	100.00	--
盱眙国联建工集团有限公司	工程管理服务	100.00	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-1 公司主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	23.56	12.61	23.35
应收账款（亿元）	21.24	28.26	49.47
其他应收款（合计）（亿元）	110.84	122.43	103.26
存货（亿元）	124.98	130.08	146.10
长期股权投资（亿元）	0.28	0.29	0.30
固定资产（合计）（亿元）	3.16	3.52	1.59
在建工程（合计）（亿元）	4.72	4.42	0.00
资产总额（亿元）	313.66	324.57	343.18
实收资本（亿元）	20.00	20.00	20.00
少数股东权益（亿元）	0.54	0.54	8.58
所有者权益（亿元）	121.63	121.34	129.69
短期债务（亿元）	42.82	44.46	31.03
长期债务（亿元）	113.79	106.32	103.13
全部债务（亿元）	156.61	150.78	134.16
营业总收入（亿元）	17.03	18.41	19.28
营业成本（亿元）	15.30	16.43	17.72
其他收益（亿元）	2.04	2.18	2.17
利润总额（亿元）	2.25	2.25	2.27
EBITDA（亿元）	2.71	2.67	2.47
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	11.28	9.79	2.69
经营活动现金流入小计（亿元）	22.38	42.14	53.02
经营活动现金流量净额（亿元）	-17.17	5.60	9.95
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.69	-0.61	0.02
筹资活动现金流量净额（亿元）	16.10	-7.39	-4.78
财务指标			
现金收入比（%）	66.24	53.17	13.94
营业利润率（%）	8.03	8.25	6.53
总资本收益率（%）	0.83	0.85	0.87
净资产收益率（%）	1.76	1.78	1.74
长期债务资本化比率（%）	48.34	46.70	44.30
全部债务资本化比率（%）	56.29	55.41	50.85
资产负债率（%）	61.22	62.62	62.21
流动比率（%）	388.52	322.57	296.35
速动比率（%）	216.97	180.47	162.46
经营现金流动负债比（%）	-23.56	6.11	9.11
短期债务占比（%）	27.34	29.49	23.13
现金短期债务比（倍）	0.55	0.28	0.75
EBITDA 利息倍数（倍）	0.45	0.42	0.39

注：1.2023—2025 年财务数据取自审计报告期末（间）数；2. 本报告将公司合并口径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和公司提供资料整理

附件 2-2 公司主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	10.52	6.20	8.05
应收账款（亿元）	21.05	27.54	36.07
其他应收款（合计）（亿元）	154.57	168.71	164.83
存货（亿元）	73.97	86.04	101.83
长期股权投资（亿元）	14.27	14.51	8.79
固定资产（合计）（亿元）	0.04	0.06	0.05
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	290.21	316.72	332.79
实收资本（亿元）	20.00	20.00	20.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	112.71	114.44	110.17
短期债务（亿元）	4.43	13.94	10.32
长期债务（亿元）	81.36	67.39	58.59
全部债务（亿元）	85.79	81.33	68.91
营业总收入（亿元）	9.78	12.43	6.22
营业成本（亿元）	8.40	10.72	5.57
其他收益（亿元）	2.00	2.02	2.17
利润总额（亿元）	3.08	3.23	2.45
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	4.14	4.16	1.35
经营活动现金流入小计（亿元）	6.55	23.38	39.41
经营活动现金流量净额（亿元）	-5.64	8.87	25.69
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.02	-0.26	-6.03
筹资活动现金流量净额（亿元）	1.55	-9.15	-17.82
财务指标			
现金收入比（%）	42.29	33.50	21.66
营业利润率（%）	11.44	10.35	6.63
总资本收益率（%）	1.47	1.55	1.34
净资产收益率（%）	2.58	2.65	2.18
长期债务资本化比率（%）	41.92	37.06	34.72
全部债务资本化比率（%）	43.22	41.54	38.48
资产负债率（%）	61.16	63.87	66.90
流动比率（%）	276.36	215.90	190.89
速动比率（%）	198.24	151.67	128.45
经营现金流动负债比（%）	-5.96	6.62	15.76
短期债务占比（%）	5.16	17.14	14.97
现金短期债务比（倍）	2.38	0.44	0.78
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/

注：1.2023—2025 年财务数据取自审计报告期末（间）数；2.因公司本部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；3.公司本部有息债务未经调整；4.“/”代表数据未获取

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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%
偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
短期债务占比	短期债务/全部债务×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
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%

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 4-1 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 4-2 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 4-3 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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断