

盱眙县天源控股集团有限公司

2024 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〔2024〕5434号

联合资信评估股份有限公司通过对盱眙县天源控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持盱眙县天源控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“20 天源产融债/20 天源债”的信用等级为 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：

二〇二四年六月二十五日

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盱眙县天源控股集团有限公司（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。

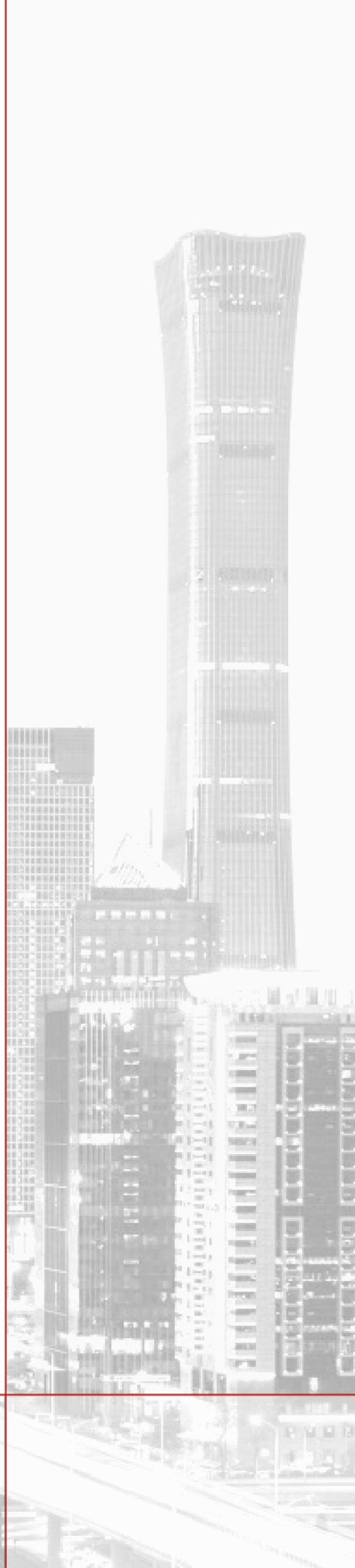
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



盱眙县天源控股集团有限公司

2024 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
盱眙县天源控股集团有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/25
20 天源产融债/20 天源债	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，盱眙县天源控股集团有限公司（以下简称“公司”）仍是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的重要主体，业务保持区域专营优势。2023 年，盱眙县经济和财政水平均实现同比增长，公司外部发展环境良好，且继续获得了有力的外部支持。跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员均发生了变化，且公司对融资管理制度进行了修订。公司营业总收入主要来自项目建设和工程结算业务，主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临一定资本支出压力。公司资产结构相对均衡，应收类款项和存货对资金仍形成较大占用，资产流动性仍较弱；所有者权益中实收资本及资本公积占比高，权益稳定性仍好；债务负担尚可，2024 年面临较大的债务集中兑付压力；政府补助对利润总额贡献度高，公司整体盈利指标表现一般；短期和长期偿债指标表现均一般，面临一定或有负债风险，间接融资渠道有待拓宽。

“20 天源产融债/20 天源债”由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估股份有限公司（以下简称“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。江苏再担保担保实力极强，其担保显著提升了“20 天源产融债/20 天源债”本息偿还的安全性。

个体调整：无。

外部支持调整：跟踪期内，公司在政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

评级展望

未来，随着盱眙县经济的持续发展，公司项目的推进和未来存量土地指标的交易，公司未来经营有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：所在区域的经济财政实力出现明显提升；利润总额显著提高，收入实现质量大幅提高，盈利能力提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生重大资产变化，核心资产被划出，经营规模缩减，利润严重下降。

优势

- **公司外部发展环境良好。**2023 年，盱眙县地区生产总值和一般公共预算收入分别同比增长 7.50%和 10.01%，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **跟踪期内，公司业务保持区域专营优势，且继续获得有力的外部支持。**公司是盱眙县人民政府指定的区域内农村宅基地复垦业务唯一实施与经营主体，业务保持区域专营优势。2023 年，公司收到政府性水利设施补助、市政基础设施补贴和其他政府补助共计 1.09 亿元。
- **增信措施。**江苏再担保为“20 天源产融债/20 天源债”提供不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了“20 天源产融债/20 天源债”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较大占用。**截至 2023 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 50.78%，对资金仍形成较大占用，公司资产流动性较弱。
- **公司项目建设业务尚需投资规模较大，面临一定资本支出压力，且 2024 年面临较大的债务集中兑付压力。**截至 2023 年底，公司主要在建项目尚需投资 6.85 亿元，主要拟建项目计划总投资 8.50 亿元，面临一定资本支出压力。从债务期限分布看，公司 2024 年需偿还 29.38 亿元，面临较大的债务集中兑付压力。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2023 年底，公司对外担保余额 75.26 亿元，担保比率为 44.48%，对外担保对象全部为国有企业，但担保比率较高，公司面临一定或有负债风险。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

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	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	5
			盈利能力	4
			现金流量	4
		资本结构		1
		偿债能力		4
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				+4
评级结果				AA

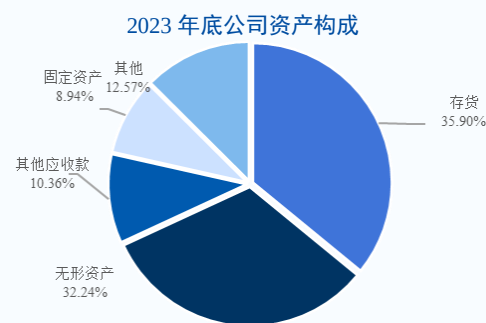
注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

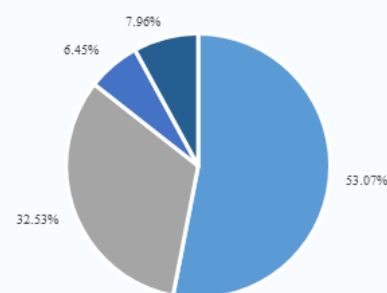
合并口径			
项 目	2021 年	2022 年	2023 年
现金类资产（亿元）	20.81	6.98	17.69
资产总额（亿元）	323.49	323.95	349.67
所有者权益（亿元）	167.71	168.04	169.18
短期债务（亿元）	24.93	30.15	29.38
长期债务（亿元）	74.88	69.08	83.18
全部债务（亿元）	99.81	99.23	112.56
营业总收入（亿元）	9.26	9.19	9.93
利润总额（亿元）	1.60	1.54	1.51
EBITDA（亿元）	3.60	4.57	3.45
经营性净现金流（亿元）	0.31	-7.54	-1.27
营业利润率（%）	17.82	15.05	17.80
净资产收益率（%）	0.81	0.70	0.71
资产负债率（%）	48.15	48.13	51.62
全部债务资本化比率（%）	37.31	37.13	39.95
流动比率（%）	234.19	215.69	223.01
经营现金流动负债比（%）	0.41	-9.42	-1.43
现金短期债务比（倍）	0.83	0.23	0.60
EBITDA 利息倍数（倍）	0.58	0.69	0.52
全部债务/EBITDA（倍）	27.70	21.73	32.67

公司本部口径			
项 目	2021 年	2022 年	2023 年
资产总额（亿元）	158.27	168.01	181.53
所有者权益（亿元）	74.17	74.97	75.88
全部债务（亿元）	37.27	32.94	26.26
营业总收入（亿元）	3.04	2.29	2.31
利润总额（亿元）	0.60	0.68	0.94
资产负债率（%）	53.13	55.38	58.20
全部债务资本化比率（%）	33.45	30.52	25.71
流动比率（%）	124.28	109.27	105.97
经营现金流动负债比（%）	8.64	9.93	15.05

注：1. 2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数；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，单位均指人民币
资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

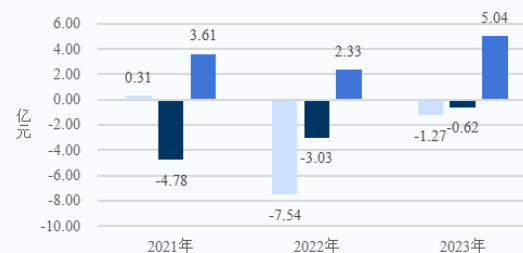


2023 年公司营业总收入构成



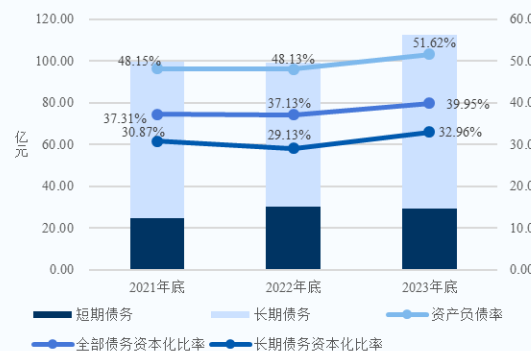
· 项目建设 · 工程结算 · 水库租赁 · 其他

2021—2023 年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2021—2023 年底公司债务情况



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
20 天源产融债/20 天源债	8.00 亿元	4.80 亿元	2027/04/24	设置债券提前偿还条款

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

资料来源：联合资信整理

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
20 天源产融债/20 天源债	AAA/稳定	AA/稳定	2023/06/26	李颖 邹洁	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	阅读原文
	AAA/稳定	AA/稳定	2019/06/21	唐立倩 邱成	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读原文

注：上述评级方法/模型、评级报告通过链接可查询；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李 颖 liying@lhratings.com

项目组成员：韩子祺 hanzq@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”）关于盱眙县天源控股集团有限公司（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，公司注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人未发生变化。截至 2023 年底，公司注册资本和实收资本均为 22.00 亿元，盱眙县人民政府国有资产监督管理办公室（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 99.27%和 0.73%的股权，公司实际控制人仍为盱眙县国资办。

公司是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的重要主体，是盱眙县人民政府指定的区域内农村宅基地复垦业务唯一实施与经营主体。

截至 2023 年底，公司本部内设办公室、人力资源部、群团工作部、财务部、融资部和内审部等职能部门；同期末，公司纳入合并范围内一级子公司共 21 家。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 349.67 亿元，所有者权益 169.18 亿元（含少数股东权益 1.19 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 9.93 亿元，利润总额 1.51 亿元。

公司注册地址：江苏省盱眙县十里营大街 90 号（山水商务大厦 12 楼）。法定代表人：张晓东。

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。公司已在“20 天源产融债/20 天源债”付息日正常偿付到期本金及利息。“20 天源产融债/20 天源债”设置了本金提前偿还条款，自债券发行后第 3 年起，分 5 年等额偿还债券本金，即在本次债券存续期的第 3、第 4、第 5、第 6、第 7 个计息年度分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，后 5 年利息随本金的兑付一起支付。截至报告出具日，“20 天源产融债/20 天源债”债券余额 4.80 亿元。

截至报告出具日，“20 天源产融债/20 天源债”募集资金已按照指定用途使用完毕。募集资金用于盱眙县“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。募投项目自 2018 年 10 月开工，总投资 12.64 亿元，已投资 12.64 亿元，项目已全部建设完毕，截至 2024 年 3 月底已形成 5.90 亿元收益。

“20 天源产融债/20 天源债”由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供不可撤销的连带责任保证担保。

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
20 天源产融债/20 天源债	8.00	4.80	2020/04/24	7 年

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处于结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信

心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》。

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。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2024 年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

2023 年，盱眙县地区生产总值和一般预算收入同比均有所增长，但财政自给能力仍弱，政府债务负担一般。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 2023 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 60.02 万人。产业结构方面，盱眙县已形成“三二一”的产业结构，农业在盱眙县经济中占有一定比重；工业产业的发展为盱眙县的经济增长提供了重要支撑，近年来，盱眙县重点发展高端装备制造、高端纺织、新材料、新能源等“两高两新”四大主导产业；第三产业占比继续提升。

图表 2 • 盱眙县主要经济指标

项目	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	525.1	551.1
GDP 增速（%）	3.8	7.5
固定资产投资增速（%）	15.5	14.7
三产结构	15.6：38.7：45.7	15.0：36.3：48.7
人均 GDP（万元）	/	/

注：“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《2023 年全年盱眙县经济运行情况分析》披露数据，2023 年，盱眙县实现地区生产总值 551.1 亿元，同比增长 7.5%。其中，一产实现 82.6 亿元，同比增速 3.2%；二产实现 200.3 亿元，同比增速 6.5%；三产实现 268.2 亿元，同比增速 9.5%；三次产业结构占比为 15.0：36.3：48.7。

图表 3 • 盱眙县主要财力指标

项目	2022 年	2023 年
一般公共预算收入（亿元）	20.47	22.54
一般公共预算收入增速（%）	-0.70	10.01
税收收入（亿元）	11.84	14.63

税收收入占一般公共预算收入比重（%）	57.84	64.91
一般公共预算支出（亿元）	70.23	78.38
财政自给率（%）	29.15	28.76
政府性基金收入（亿元）	22.96	21.60
地方政府债务余额（亿元）	68.22	79.85

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《2023 年 12 月份盱眙全县财政收支预算执行简况》，2023 年，盱眙县实现一般公共预算收入 22.54 亿元，同比增长 10.01%，一般公共预算收入质量一般。同期，盱眙县一般公共预算支出为 78.38 亿元，财政自给能力弱。同期，盱眙县政府性基金收入保持稳定。

截至 2023 年底，盱眙县地方政府债务余额为 79.85 亿元，地方政府债务负担一般。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

截至 2023 年底，公司注册资本和实收资本均为 22.00 亿元，公司股东分别为盱眙县国资办（持股 99.27%）和农发基金（持股 0.73%），实际控制人仍为盱眙县国资办。

2 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司仍是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的重要主体，其中宅基地复垦业务，公司是盱眙县唯一实施主体，业务保持区域专营优势。

盱眙县主要的基础设施建设开发主体情况详见图表 4。跟踪期内，公司仍是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的重要主体，其中宅基地复垦业务，公司是盱眙县唯一实施主体，跟踪期内，公司职能定位未发生变化，业务保持区域专营优势。除公司外，盱眙县其他国有投融资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”），盱眙城资主要负责盱眙县城区基础设施建设及棚户区改造业务。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 4· 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（%）
公司	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	349.67	169.18	9.93	1.51	51.62
盱眙城资	盱眙国有联合资产经营集团有限公司	盱眙县城区基础设施建设及棚户区改造业务	313.66	121.63	17.03	2.25	61.22

注：上表中所列数据为 2023 年/2023 年年底数

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3 信用记录

跟踪期内，公司本部及其重要子公司本部未新增不良信贷记录，联合资信未发现公司本部及其重要子公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：913208306944833685），截至 2024 年 5 月 8 日，公司本部无已结清和未结清的关注类和不良类信贷信息记录。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：913208307353050599），截至 2024 年 5 月 9 日，子公司江苏天源建设集团有限公司（以下简称“天源建设”）无已结清和未结清的关注类和不良类信贷信息记录。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91320830MA1NGEYX16），截至 2024 年 5 月 9 日，子公司盱眙县天源投资有限公司（以下简称“天源投资”）本部无已结清和未结清的关注类和不良类信贷信息记录。

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，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其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行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员均发生了变化，系正常人事调整，且公司对融资管理制度进行了修订。

2023 年 7 月，根据公司股东会决议，公司总经理由张晓东变更为张云飞，且新增张云飞为公司董事，公司新的董事会由张晓东、张云飞、陈功、袁孝春、李万峰、程娟、谭振戈组成。职工监事由朱永亮变更为刘睿。2023 年 12 月，公司新增一名副总经理芮士光。公司董事、监事及高级管理人员变更均系正常人事调整。截至 2023 年底，公司拥有董事长 1 名，总经理 1 名，副总经理 5 名。

张云飞先生，1982 年 7 月生，大学本科学历；历任盱眙县食品药品监督管理局食品科办事员、副科长、办公室主任，盱眙龙虾产业发展股份有限公司副总经理等；2023 年 7 月起任公司总经理。

2023 年 12 月，公司修订原《盱眙县天源水务有限公司投融资管理制度（试行）》（盱天源发〔2020〕116 号），制定新的《盱眙县天源控股集团有限公司融资管理制度》（盱天源发〔2023〕62 号）。新的融资管理制度要求公司融资应遵循资信制、适度性、低成本、高效率 and 防范性原则，并对融资工作流程中的八个步骤（拟定融资计划、拟定融资方案、实施融资方案、融资决策依据、签署融资合同、融资账务办理、还本付息管理、贷后管理）都做了明确规定。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司营业总收入仍主要来自项目建设和工程结算业务，公司营业总收入规模和综合毛利率水平平均同比有所增长。

跟踪期内，公司营业总收入仍主要来自项目建设和工程结算业务，上述业务收入占营业总收入的比重保持在 85.00%以上。2023 年，公司实现营业总收入 9.93 亿元，同比增长 8.09%。其中，公司项目建设业务收入同比增长 10.48%，主要系当年确认的土地指标收入增长所致。

毛利率方面，2023 年，公司综合毛利率同比增长 2.53 个百分点。

图表 5 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
项目建设	4.77	51.90	15.58	5.27	53.07	17.76
工程结算	3.16	34.38	10.97	3.23	32.53	14.75
水库租赁	0.62	6.69	78.56	0.64	6.45	78.43
其他	0.65	7.03	-11.82	0.79	7.96	-5.79
合计	9.19	100.00	16.29	9.93	100.00	18.82

注：公司其他业务包括土地流转、自来水销售、商品销售、劳务服务和景区旅游观光等其他业务
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）项目建设

公司是盱眙县农村宅基地复垦业务的唯一实施主体，该业务受相关政策及省内市、县建设需求影响较大，预计未来新增农村宅基地复垦业务将以零散或局部区域状态推进，以存量交易为主；截至 2023 年底，公司主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临一定资本支出压力。

农村宅基地复垦

跟踪期内，公司农村宅基地复垦业务的业务模式和结算方式未发生变化。公司作为盱眙县农村宅基地复垦业务的唯一实施主体，继续在盱眙县全局范围推进农村土地复垦工作。公司农村宅基地复垦业务仍主要由子公司天源投资实施。

公司受盱眙县人民政府委托，通过对宅基地等农村建设用地拆除、整理、复垦成耕地，从而新增建设用地指标（城乡建设用地增减挂钩指标和占补平衡指标），在省内流转交易，获得指标交易收益。项目完工并经验收合格后，公司分批将部分土地指标在成本基础上加成 25.00% 确认农村宅基地复垦收入。指标交易返还款项与已确认收入的差额部分计入“预收款项”或“应收账款”。

2023 年，公司农村宅基地复垦工作投入资金 0.90 亿元，确认收入 3.12 亿元，收到回款 3.10 亿元（由盱眙县财政局根据指标交易金额扣除部分费用后返还公司）。同期，公司无通过验收入库的土地指标，主要系省里土地指标验收政策收紧，省市未组织验收所致。

图表 6 • 公司农村宅基地复垦业务实施情况

项目	2022 年	2023 年
当期投入资金（万元）	24120.48	8991.76
当期验收入库指标量（亩）	0.00	0.00
增减挂钩指标	0.00	0.00
占补平衡指标	0.00	0.00
当期出让指标量（亩）	4443.68	2785.91
增减挂钩指标	2049.00	2753.00
占补平衡指标	2394.68	32.91
平均出让价格（万元/亩）	42.85	34.71
增减挂钩指标	63.69	34.64
占补平衡指标	25.02	41.00
指标交易金额（万元）	190429.37	96700.48
收到交易资金（万元）	45139.65	43803.56
期末存量土地指标量（亩）	55500.00	52714.09
增减挂钩指标	55500.00	52714.09
占补平衡指标	0.00	0.00

注：指标交易金额与当期出让指标*平均出让价格差额系计算误差所致
 资料来源：公司提供

指标交易方面，江苏省内建设用地指标需求较大的地区根据自身占用土地的规模和质量购买对应的土地指标，指标价格取决于复垦土地的类型和土地质量。2023 年，公司全年交易指标 2785.91 亩，其中向省平台交易出让指标 232.91 亩（城乡建设用地增减挂钩 200.00 亩，占补平衡 32.91 亩）；向淮安市内出让指标 2553.00 亩（城乡挂钩 2553.00 亩，占补平衡 0.00 亩）。

指标交易价格分两种形式，一是在省平台内交易，其中增减挂钩出让价格基本为 90.00 万元/亩以上，占补平衡价格基本为 30.00 万元/亩以上；二是与市国土部门交易，基本上属于优惠价格，其中增减挂钩价格基本为 30.00 万元/亩以上，占补平衡价格基本为 16.00 万元/亩以上。2023 年，公司土地指标平均出让价格同比有所下降，主要系当年度增减挂钩指标交易基本为市内平台交易，单价较低，同时，省内平台交易的增减挂钩指标单价为 63.95 万元，该指标属于非规划建设用地空间指标（原合同中总金额为 17052.44 万元，其中扣除 4263.11 万元给黄花塘镇政府专款用于黄花塘老区范围内流转地区的扶贫工作）。

截至 2023 年底，公司经过验收入库的土地指标数量累计 5.27 万亩，全部为增减挂钩指标。公司存量土地指标充足，但指标交易量受相关政策及省内市、县建设需求影响较大，收益实现存在不确定性。未来，公司将继续推进农村宅基地复垦工作，大部分为三滩居民迁建区域，预计剩余待复垦土地 0.04 万亩，计划总投资 0.60 亿元，未来新增农村宅基地复垦业务将以零散或局部区域状态推进，以存量交易为主。

城乡供水一体化项目

跟踪期内，公司项目建设板块中城乡供水一体化项目继续推进。公司受盱眙县兴盱水利发展有限公司（以下简称“兴盱水利”）委托，负责城乡供水一体化项目的建设，按照成本加成 20.00% 与公司进行项目结算。项目计划总投资 7.00 亿元，截至 2023 年底，累计完成投资 7.00 亿元。2023 年，城乡供水一体化项目确认收入 2.15 亿元，未收到回款。

其他项目建设

跟踪期内，公司受兴盱水利委托代建的项目建设板块中天源智能制造工业园建设工程、盱眙县 2019 年农村饮水安全巩固提升工程、古桑街道贤亮新居和古河新居农房等项目均已基本完工，2023 年尚未确认收入，尚未收到回款。

截至 2023 年底，公司主要在建项目计划总投资 19.08 亿元，尚需投资 6.85 亿元，主要拟建项目计划总投资 8.50 亿元，面临一定资本支出压力。

图表 7 • 截至 2023 年底公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	是否签订代建协议	开工时间	预计完工时间	计划总投资	已投资	预计未来投资金额	
						2024 年	2025 年
在建项目							
盱眙县特色产业集聚园	否	2021.01	2024.10	4.60	2.99	1.20	0.41
马坝镇中心卫生院	是	2021.07	2024.12	1.80	0.82	0.20	0.60
河桥镇医院建设项目	是	2021.10	2024.12	0.60	0.40	0.20	0.00
马坝中学	是	2021.10	2024.09	0.68	0.64	0.04	0.00
农房	其中大产权房属于自营，配套属于代建	2019	2024	9.90	7.23	2.67	0.00
大运河百里画廊		是	2021.08	2024	1.50	0.15	0.07
在建项目合计	--	--	--	19.08	12.23	4.38	1.01
拟建项目							
南部片区一二三产业融合示范带	否	2024	2026	6.50	/	0.50	0.60
盱眙龙虾超级工厂项目	否	2024	2025	2.00	/	0.30	0.80
拟建项目合计	--	--	--	8.50	--	0.80	1.40

注：部分项目预计完工时间根据实际建设进度有所调整
 资料来源：公司提供

（2）工程结算

2023 年，公司工程结算收入和毛利率水平同比均有所增长，但新签合同金额有限。

跟踪期内，公司除了承担盱眙县委县政府交办的建设任务以外，主要仍以集团实体化转型发展为主，投资建设具有经营性现金流的项目。具体实施主体和业主单位根据项目本身性质确定，子公司承担的项目建设一般以公司本部发包和参与市场化招投标获得，收入确认条件和会计处理方式等未发生变化。2023 年，公司工程结算收入同比增长 2.22%，毛利率同比上升 3.78 个百分点。

2023 年，天源建设新签合同金额 2.77 亿元，同比增长 18.88%，主要系公司项目承接数量增加所致。其中，内部新签合同额 0.08 亿元，外部新签合同额 2.69 亿元。

（3）水库租赁

2023 年，公司水库租赁收入与毛利率水平平均同比基本稳定。

跟踪期内，公司及其下属子公司名下水库出租对象未发生变化，由公司本部、天源投资、天源建设和盱眙龙源水务发展有限公司分别与兴盱水利签订租赁协议，其收入确认条件和会计处理方式等均未发生变化。

截至 2023 年底，公司旗下水库 85 座，均位于盱眙县境内，水域面积合计 5496.70 万平方米。

2023 年，公司旗下 64 座水库水面实现出租，出租面积合计 2151.36 万平方米，与 2022 年维持相同水平。同期，公司水库租赁收入与毛利率水平平均同比基本稳定。

2 未来发展

公司将继续坚持以水利工程建设和农村宅基地复垦业务为主，同时推进代建及其他自营项目建设，并积极推动多元化经营体系。

未来，公司将继续坚持以水利工程建设和农村宅基地复垦业务为主，以水库租赁、河湖生态开发、文化旅游、龙虾加工等业务为辅的多元化经营，同时推进代建及其他自营项目建设，尝试涉足风力发电、房地产开发、标准化养殖等领域，并推进天源建设资质提升，开拓县外建筑市场。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年合并财务报告，中兴华会计师事务所（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。

2023 年，公司合并范围新增 1 家一级子公司，为盱眙县天源永旺农业发展有限公司（出资设立）。同期，公司合并范围减少 2 家一级子公司，分别为盱眙天源农林发展有限公司（注销）和盱眙县源宇新能源科技有限公司（少数股东增资导致丧失控制权）。截至 2023 年底，公司纳入合并范围的一级子公司共 21 家。整体看，跟踪期内，公司合并范围内变动的子公司规模小，会计政策连续，财务数据的可比性强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至 2023 年底，公司资产规模较上年底有所增长，仍以项目建设投入、水库相关资产和土地流转经营权等为主，资产质量仍较差；公司应收类款项和存货占比较高，对资金仍形成较大占用，公司资产流动性仍较弱。

截至 2023 年底，公司合并资产总额较上年底增长 7.94%，资产结构相对均衡，较上年底变化不大。

图表 8 • 公司资产主要构成情况

科目	2022 年末		2023 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	172.70	53.31	198.92	56.89
货币资金	6.98	2.15	17.69	5.06
应收账款	14.22	4.39	15.82	4.52
其他应收款	36.28	11.20	36.23	10.36
存货	111.03	34.27	125.53	35.90
非流动资产	151.25	46.69	150.76	43.11
固定资产	32.26	9.96	31.25	8.94
无形资产	112.77	34.81	112.72	32.24
资产总额	323.95	100.00	349.67	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 2023 年底，流动资产较上年底增长 15.18%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。公司货币资金较上年底增长 153.52%，主要系当年新增 7.57 亿元银行承兑/担保保证金以及收到往来款增加导致银行存款增加所致。货币资金中有 7.57 亿元受限资金，受限比例为 42.80%，主要为银行承兑/担保保证金和质量保证金，受限比例较高。公司应收账款较上年底增长 11.24%，主要系应收外部盱眙县农村饮水安全工程项目建设处的工程款增加所致。应收账款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账准备 0.33 亿元；前五大欠款方合计金额为 9.27 亿元，占比为 57.40%，集中度一般。公司其他应收款较上年底下降 0.14%。其他应收款账龄以 1 年以内和 2 年以上为主，累计计提坏账准备 0.14 亿元；前五大欠款方合计金额为 15.99 亿元，占比为 43.97%，集中度一般。公司存货较上年底增长 13.06%，其中，合同履约成本增加 9.70 亿元，主要系当年工程项目支出所致；拟开发土地增加 4.80 亿元，主要系公司下属子公司盱眙县山水交易

投资有限公司购买五块地，支付土地出让金 4.80 亿元所致。存货主要由合同履约成本（89.79 亿元）和拟开发土地（35.60 亿元）构成，存货未计提跌价准备和合同履约成本减值准备。

图表 9 • 公司 2023 年底主要应收账款明细

名称	期末余额（亿元）	款项性质	占应收账款期末余额的比例（%）
盱眙县兴水利发展有限公司	8.28	代建项目收入	51.27
盱眙县国土资源管理事务所	0.42	工程款	2.63
盱眙县诚渔港开发有限公司	0.26	土地流转收入	1.59
盱眙县管仲镇人民政府	0.17	工程款	1.04
盱眙县桂五镇人民政府	0.14	工程款	0.88
合计	9.27	--	57.40

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 10 • 公司 2023 年底主要其他应收款明细

名称	期末余额（亿元）	款项性质	占其他应收款期末余额的比例（%）
盱眙县兴水利发展有限公司	7.38	往来款	20.30
盱眙县淮河镇人民政府	2.96	往来款	8.14
盱眙县财政局	2.30	往来款	6.31
盱眙县河桥镇财政和资产管理局	2.09	往来款	5.74
盱眙县黄花塘镇人民政府	1.26	往来款	3.48
合计	15.99	--	43.97

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 2023 年底，公司非流动资产较上年底下降 0.33%，公司非流动资产主要由固定资产和无形资产构成。公司固定资产较上年底下降 3.13%。固定资产主要由房屋建筑物及构筑物（30.82 亿元）构成，累计计提折旧 7.84 亿元。公司无形资产主要由土地使用权（48.23 亿元，其中包含水库资产 47.74 亿元）和农村土地流转经营权（64.48 亿元）构成，累计摊销 0.55 亿元，未计提减值准备。

受限资产方面，截至 2023 年底，公司受限资产情况如下所示。总体看，公司资产受限比例较低。

图表 11 • 截至 2023 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	7.57	2.16	承兑/担保保证金、质量保证金
投资性房地产	0.33	0.09	融资/担保抵押
存货	12.60	3.60	融资/担保抵押
无形资产	1.90	0.54	融资/担保抵押
合计	22.40	6.40	—

资料来源：公司提供

（2）资本结构

① 所有者权益

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底小幅增长；公司所有者权益中实收资本及资本公积占比高，权益稳定性仍好。

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底增长 0.68%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 13.00%、79.30% 和 6.59%。所有者权益结构稳定性好。

截至 2023 年底，公司实收资本和资本公积均较上年底保持稳定。同期末，公司未分配利润较上年底增长 11.32%，主要系利润积累所致。

图表 12 • 公司所有者权益主要构成情况

科目	2022 年末		2023 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	22.00	13.09	22.00	13.00
资本公积	134.16	79.84	134.16	79.30
未分配利润	10.02	5.96	11.15	6.59
归属于母公司所有者权益合计	166.77	99.24	167.99	99.30
少数股东权益	1.27	0.76	1.19	0.70
所有者权益合计	168.04	100.00	169.18	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 2023 年底，公司全部债务有所增长，债务结构以长期债务为主，债务负担尚可，2024 年面临较大的债务集中兑付压力。

截至 2023 年底，公司负债总额较上年底增长 15.77%，主要系应付盱眙县兴利水资源开发有限公司的往来款增长导致其他应付款大幅增长，以及当年度新增保证借款导致长期借款大幅增长所致。公司负债结构相对均衡，较上年底变化不大。

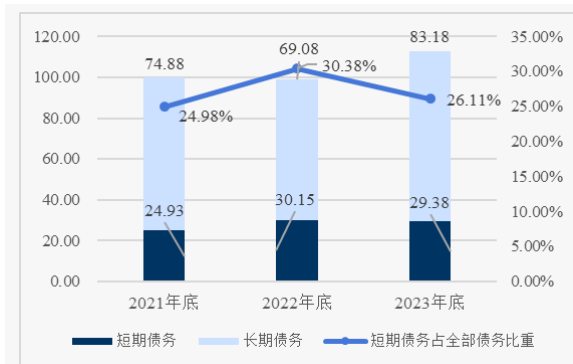
图表 13 • 公司主要负债情况

项目	2022 年末		2023 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	80.07	51.36	89.20	49.42
短期借款	9.63	6.18	13.46	7.46
应付账款	7.18	4.61	7.94	4.40
其他应付款	23.57	15.12	33.81	18.73
一年内到期的非流动负债	20.52	13.16	13.47	7.46
非流动负债	75.83	48.64	91.30	50.58
长期借款	62.70	40.22	78.39	43.43
应付债券	6.38	4.09	4.79	2.65
长期应付款	6.06	3.89	7.29	4.04
负债总额	155.90	100.00	180.49	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

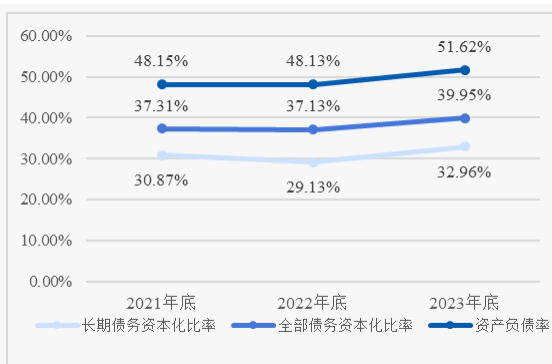
有息债务方面，截至 2023 年底，公司全部债务较上年底增长 13.44%，公司债务结构以长期债务为主，有息债务中债券占比为 5.67%，对债券融资依赖度低。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所增长。整体来看，公司债务负担尚可。

图表 14 • 2021—2023 年末公司债务结构（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 15 • 2021—2023 年末公司债务杠杆水平



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

从债务期限分布看，公司 2024 年面临较大的债务集中兑付压力。

图表 16 • 截至 2023 年底公司有息债务期限分布情况

项目	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年及以后	合计
偿还金额（亿元）	29.38	13.83	11.51	57.84	112.56
占有息债务的比例（%）	26.10	12.29	10.23	51.39	100.00

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（3）盈利能力

2023 年，公司营业总收入同比有所增长；政府补助对利润总额贡献度高；盈利指标表现一般。

2023 年，公司营业总收入同比增长 8.09%；营业成本同比增长 4.82%；营业利润率同比增长 2.75 个百分点。

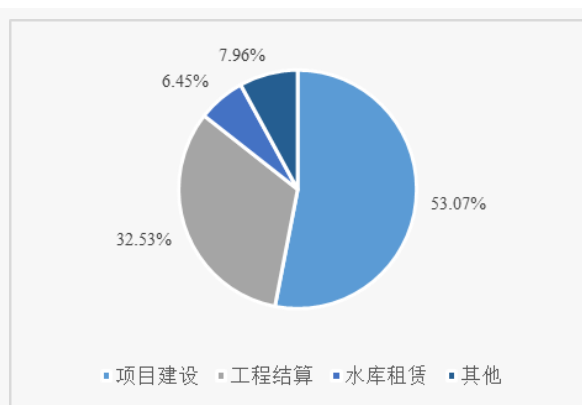
非经营性损益方面，2023 年，政府补助对公司利润总额贡献度高。整体看，公司盈利指标表现一般。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年
营业总收入	9.19	9.93
营业成本	7.69	8.06
期间费用	1.40	1.41
其他收益	1.36	1.09
利润总额	1.54	1.51
营业利润率（%）	15.05	17.80
总资本收益率（%）	1.08	0.70
净资产收益率（%）	0.70	0.71

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 18 • 2023 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（4）现金流

2023 年，公司经营活动现金保持净流出；现金收入比仍处于较低水平，收入实现质量仍较差；投资活动现金规模很小；筹资活动现金保持净流入。考虑到主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，公司存在一定融资需求。

图表 19 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2022 年	2023 年
经营活动现金流入小计	18.10	20.42
经营活动现金流出小计	25.64	21.69
经营活动现金流量净额	-7.54	-1.27
投资活动现金流入小计	0.02	0.00
投资活动现金流出小计	3.05	0.62
投资活动现金流量净额	-3.03	-0.62
筹资活动前现金流量净额	-10.57	-1.90
筹资活动现金流入小计	36.63	43.14
筹资活动现金流出小计	34.30	38.10
筹资活动现金流量净额	2.33	5.04
现金收入比（%）	49.69	50.89

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，2023 年，公司经营活动现金流入同比增长 12.81%，主要系往来款流入增加所致；经营活动现金流出同比下降 15.39%，主要系工程项目投入支出减少和往来款支出减少所致；经营活动现金保持净流出。2023 年，公司现金收入比同比提高 1.20 个百分点，但整体仍处于较低水平，收入实现质量较差。

从投资活动来看，2023 年，公司投资活动现金流入和流出规模均很小，投资活动现金净额为负。

2023 年，公司筹资活动前现金流量净额仍为负。从筹资活动来看，2023 年，公司筹资活动现金流入同比增长 17.78%，主要系外部融资资金流入增加所致；筹资活动现金流出同比增长 11.08%，主要系偿还债务支出增加所致。2023 年，公司筹资活动现金保持净流入。

2 偿债指标变化

公司短期和长期偿债指标表现均一般，面临一定或有负债风险，间接融资渠道有待拓宽。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率（%）	215.69	223.01
	速动比率（%）	77.02	82.28
	现金类资产/短期债务（倍）	0.23	0.60
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	4.57	3.45
	全部债务/EBITDA（倍）	21.73	32.67
	EBITDA/利息支出（倍）	0.69	0.52

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从短期偿债指标看，截至 2023 年底，公司流动比率与速动比率均较上年底有所增长，流动资产对流动负债的保障程度仍较强。截至 2023 年底，公司现金短期债务比有所提高，但考虑到公司受限资金占比较高，现金类资产对短期债务的保障程度仍弱。整体看，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看，2023 年，公司 EBITDA 同比下降 24.55%，EBITDA 对利息的覆盖程度有所弱化；公司全部债务/EBITDA 有所提高。整体看，公司长期偿债指标表现一般。

截至 2023 年底，公司对外担保余额 75.26 亿元，担保比率为 44.48%，对外担保对象全部为国有企业，但担保比率较高，公司面临一定或有负债风险。

未决诉讼方面，截至 2023 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

截至 2023 年底，公司获得的银行授信额度为 120.02 亿元，未使用额度为 22.75 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

3 公司本部主要变化情况

截至 2023 年底，公司本部资产、权益和负债规模占合并口径的比重均一般，本部债务负担尚可；营业总收入占合并口径的比重较低，利润总额占合并口径的比重一般。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 181.53 亿元，较上年底增长 8.04%。其中，流动资产 94.47 亿元（占 52.04%），非流动资产 87.06 亿元（占 47.96%）。公司本部资产占合并口径的 51.91%；公司本部负债总额 105.65 亿元，较上年底增长 13.56%。其中，流动负债 89.15 亿元（占 84.38%），非流动负债 16.50 亿元（占 15.62%）。公司本部负债占合并口径的 58.54%；公司本部全部债务 26.26 亿元。其中，短期债务占 38.92%、长期债务占 61.08%，资产负债率为 58.20%，全部债务资本化比率为 25.71%，公司本部债务负担尚可。公司本部全部债务占合并口径的 23.33%；公司本部所有者权益为 75.88 亿元，较上年底增长 1.20%，在所有者权益中，实收资本为 22.00 亿元（占 28.99%）、资本公积合计 46.41 亿元（占 61.17%）、未分配利润合计 6.78 亿元（占 8.94%）、盈余公积合计 0.68 亿元（占 0.90%）。所有者权益稳定性好。公司本部所有者权益占合并口径的 44.85%。

2023 年，公司本部营业总收入为 2.31 亿元，占合并口径的 23.31%；利润总额为 0.94 亿元，占合并口径的 61.92%。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度相对完善。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，截至报告出具日，公司未发生安全责任事故，不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，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，且建立了相对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

公司控股股东和实际控制人具有很强的综合实力，作为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的重要主体，跟踪期内，公司在政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

公司控股股东和实际控制人均系盱眙县国资办。2023 年，盱眙县地区生产总值和一般公共预算收入均同比有所增长。截至 2023 年底，盱眙县地方政府债务余额为 79.85 亿元，地方政府债务负担一般。整体看，公司控股股东和实际控制人具有很强的综合实力。

公司作为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的重要主体，业务保持区域专营优势。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。

2023 年，公司收到政府性水利设施补助、市政基础设施补贴和其他政府补助共计 1.09 亿元，计入“其他收益”。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、债券偿还能力分析

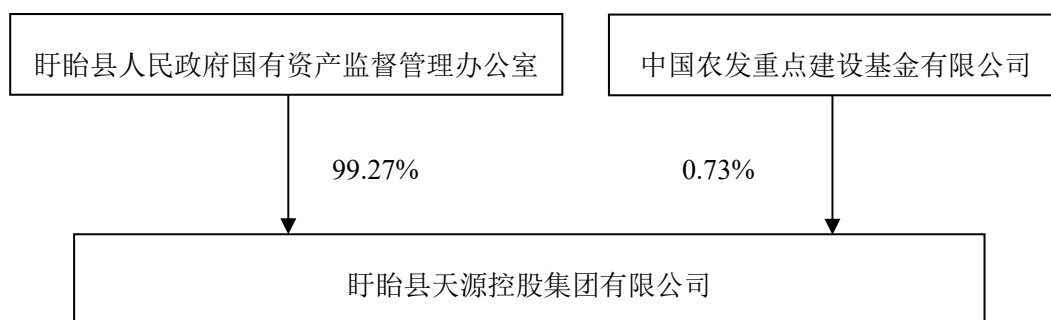
截至报告出具日，公司由联合资信评定的存续担保债券为“20 天源产融债/20 天源债”，债券余额 4.80 亿元，由江苏再担保提供不可撤销的连带责任保证担保。

经联合资信评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。江苏再担保担保实力极强，其担保显著提升了“20 天源产融债/20 天源债”本息偿还的安全性。

九、跟踪评级结论

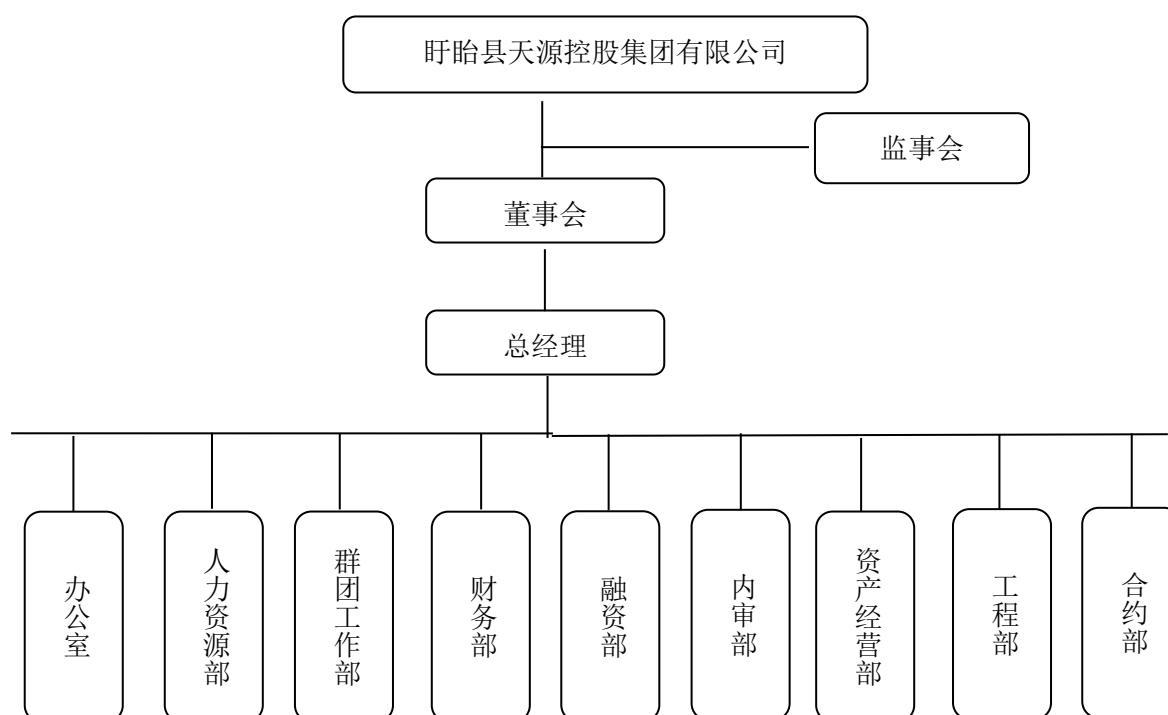
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“20 天源产融债/20 天源债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司合并范围内一级子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
盱眙县天源投资有限公司	城镇基础设施投资	100.00%	--	出资设立
盱眙县文体旅游集团有限公司	旅游资源开发建设、管理	100.00%	--	出资设立
江苏天源永兴教育投资发展有限公司	教育投资管理	100.00%	--	出资设立
盱眙县天源永润房地产开发有限公司	房地产开发	100.00%	--	出资设立
盱眙县天源永达供水有限公司	自来水生产、销售	100.00%	--	出资设立
盱眙县天源河湖开发有限公司	河湖生态修复	100.00%	--	出资设立
盱眙县天源永康食品产业发展有限公司	食品加工销售	100.00%	--	出资设立
盱眙县大云山风景区旅游开发有限公司	旅游开发	100.00%	--	划拨
盱眙龙源水务发展有限公司	投资建设管理	100.00%	--	出资设立
盱眙县天源永祥农业开发有限公司	扶贫开发项目投资、建设、经营管理	100.00%	--	出资设立
江苏天源建设集团有限公司	工程施工	100.00%	--	出资设立/购买股权
盱眙县天源永富农业科技发展有限公司	农业发展	100.00%	--	出资设立
江苏天源永邦建筑工程有限公司	建筑工程	100.00%	--	出资设立
江苏天源新媒科技有限责任公司	活动策划及产品推广	100.00%	--	划拨
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	99.50%	--	出资设立
江苏红楼梦世界股份有限公司	文化创意、交流	93.75%	--	出资设立
江苏宁淮产业园有限公司	商务信息咨询，国有资产经营、园区基础设施建设	91.67%	--	划拨
江苏盱眙和大数据科技有限公司	软硬件服务	74.00%	--	出资设立
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	51.00%	--	出资设立
盱眙县山水交易投资有限公司	投资管理	100.00%	--	出资设立
盱眙县天源永旺农业发展有限公司	农业发展	100.00%	--	出资设立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	20.81	6.98	17.69
应收账款（亿元）	9.94	14.22	15.82
其他应收款（亿元）	36.13	36.28	36.23
存货（亿元）	103.98	111.03	125.53
长期股权投资（亿元）	1.18	1.18	1.19
固定资产（亿元）	30.88	32.26	31.25
在建工程（亿元）	1.58	1.95	2.31
资产总额（亿元）	323.49	323.95	349.67
实收资本（亿元）	22.00	22.00	22.00
少数股东权益（亿元）	1.28	1.27	1.19
所有者权益（亿元）	167.71	168.04	169.18
短期债务（亿元）	24.93	30.15	29.38
长期债务（亿元）	74.88	69.08	83.18
全部债务（亿元）	99.81	99.23	112.56
营业总收入（亿元）	9.26	9.19	9.93
营业成本（亿元）	7.50	7.69	8.06
其他收益（亿元）	1.56	1.36	1.09
利润总额（亿元）	1.60	1.54	1.51
EBITDA（亿元）	3.60	4.57	3.45
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	10.05	4.57	5.05
经营活动现金流入小计（亿元）	23.42	18.10	20.42
经营活动现金流量净额（亿元）	0.31	-7.54	-1.27
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.78	-3.03	-0.62
筹资活动现金流量净额（亿元）	3.61	2.33	5.04
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.97	0.76	0.66
存货周转次数（次）	0.08	0.07	0.07
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	0.03
现金收入比（%）	108.60	49.69	50.89
营业利润率（%）	17.82	15.05	17.80
总资本收益率（%）	0.74	1.08	0.70
净资产收益率（%）	0.81	0.70	0.71
长期债务资本化比率（%）	30.87	29.13	32.96
全部债务资本化比率（%）	37.31	37.13	39.95
资产负债率（%）	48.15	48.13	51.62
流动比率（%）	234.19	215.69	223.01
速动比率（%）	94.82	77.02	82.28
经营现金流动负债比（%）	0.41	-9.42	-1.43
现金短期债务比（倍）	0.83	0.23	0.60
EBITDA 利息倍数（倍）	0.58	0.69	0.52
全部债务/EBITDA（倍）	27.70	21.73	32.67

注：1.2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数；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，单位均指人民币
 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

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	3.13	2.10	9.35
应收账款（亿元）	6.41	8.20	8.80
其他应收款（亿元）	32.21	35.16	36.64
存货（亿元）	28.64	34.04	38.44
长期股权投资（亿元）	32.01	33.44	33.99
固定资产（亿元）	24.07	23.24	22.68
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	158.27	168.01	181.53
实收资本（亿元）	22.00	22.00	22.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	74.17	74.97	75.88
短期债务（亿元）	11.05	14.28	10.22
长期债务（亿元）	26.22	18.66	16.04
全部债务（亿元）	37.27	32.94	26.26
营业总收入（亿元）	3.04	2.29	2.31
营业成本（亿元）	2.62	2.14	1.87
其他收益（亿元）	0.00	0.92	0.60
利润总额（亿元）	0.60	0.68	0.94
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3.71	0.64	2.15
经营活动现金流入小计（亿元）	9.50	12.40	15.83
经营活动现金流量净额（亿元）	4.98	7.35	13.42
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.71	-1.51	-0.55
筹资活动现金流量净额（亿元）	-1.80	-6.86	-10.52
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.47	0.31	0.27
存货周转次数（次）	0.10	0.07	0.05
总资产周转次数（次）	0.02	0.01	0.01
现金收入比（%）	122.16	27.76	92.68
营业利润率（%）	13.15	4.54	17.79
总资本收益率（%）	1.03	1.15	1.08
净资产收益率（%）	0.82	0.82	1.19
长期债务资本化比率（%）	26.12	19.93	17.45
全部债务资本化比率（%）	33.45	30.52	25.71
资产负债率（%）	53.13	55.38	58.20
流动比率（%）	124.28	109.27	105.97
速动比率（%）	74.58	63.28	62.85
经营现金流动负债比（%）	8.64	9.93	15.05
现金短期债务比（倍）	0.28	0.15	0.92
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1.2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数；2.“/”代表数据未获得；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
 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

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	
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 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