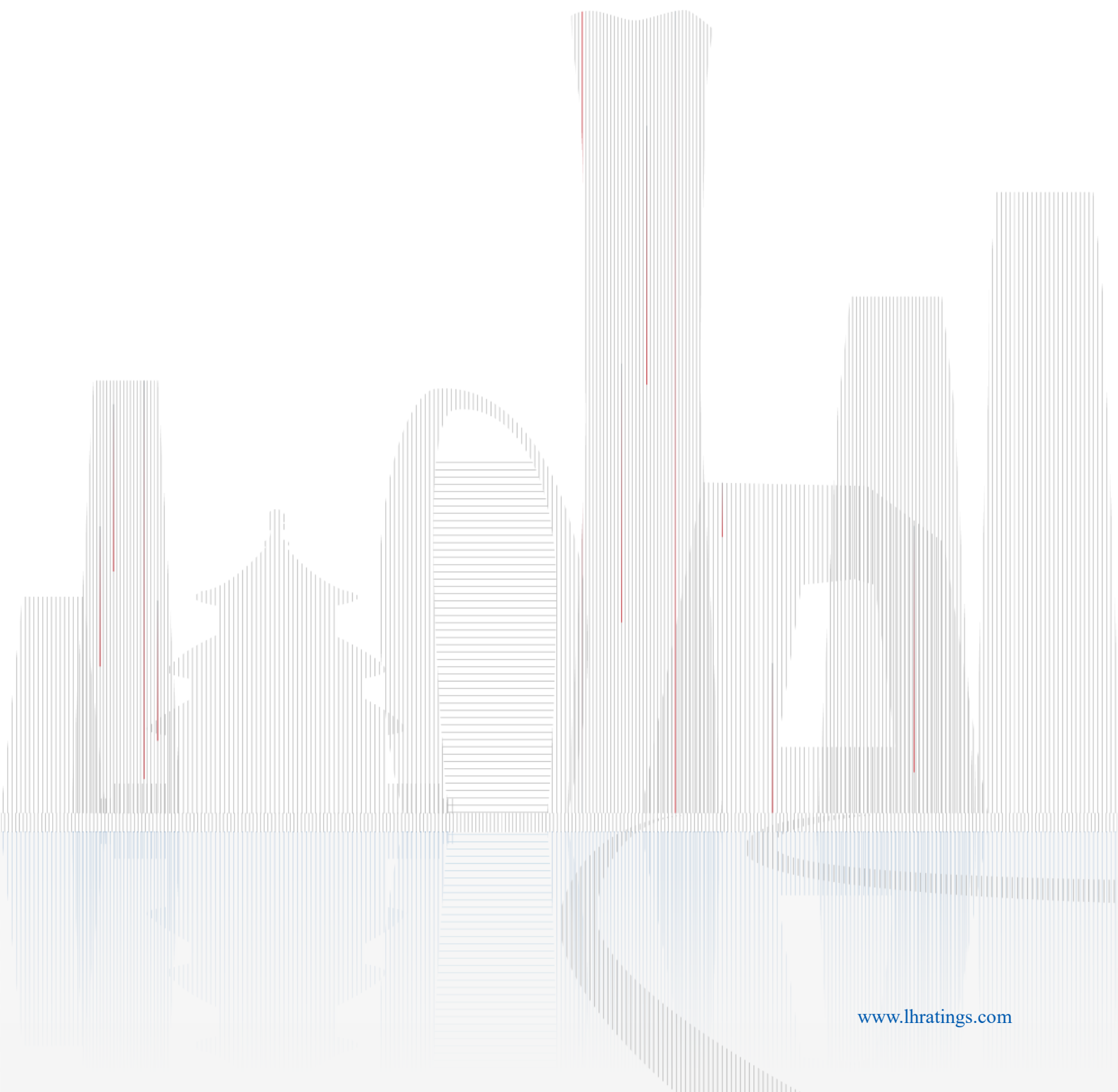


盱眙县天源控股集团有限公司

2025 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〔2025〕5718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：

二〇二五年六月二十七日

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

2025 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	2025/06/27
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。2024 年，盱眙县经济和财政水平平均实现同比增长，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，公司在治理结构、管理制度和高级管理人员方面均未发生重大变化。公司营业总收入主要来自项目建设、工程结算和新增的房产销售收入，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。公司资产结构以流动资产为主，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，所有者权益稳定性仍强；债务负担有所减轻，2025 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，公司在资产划转和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：所在区域经济和财政实力出现明显提升，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：公司发生重大资产变化，核心资产被划出，经营规模显著下降，政府支持程度减弱。

优势

- **公司外部发展环境良好。**2024 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 7.60% 和 7.20%，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主体，业务保持区域专营优势。2024 年，盱眙县人民政府将盱眙县城乡建设用地增减挂钩节余指标 686.34 公顷无偿划拨给子公司盱眙县天源投资有限公司，公司以评估价值 36.03 亿元入账增加资本公积。同年，公司收到各类政府补助共计 1.76 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。江苏再担保实力极强，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。

关注

- **公司应收类款项和存货对资金仍形成较大占用。**截至 2024 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 56.42%，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 2025 年面临较大的债务集中兑付压力。**截至 2024 年底，公司主要在建项目计划总投资 21.08 亿元，已投资 16.47 亿元，主要拟建项目计划总投资 2.90 亿元，面临一定资本支出压力。从债务期限分布看，公司 2025 年需偿还 30.21 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 2024 年底，公司对外担保余额 114.53 亿元，担保比率为 59.12%，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、打分表及结果

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

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

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

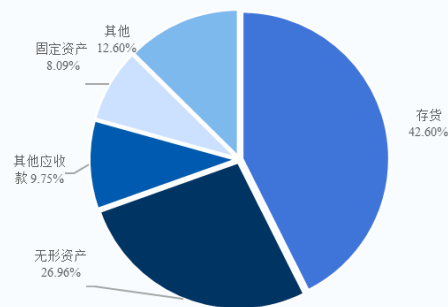
合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
现金类资产（亿元）	6.98	17.69	22.00
资产总额（亿元）	323.95	349.67	381.38
所有者权益（亿元）	168.04	169.18	193.71
短期债务（亿元）	30.15	29.38	30.21
长期债务（亿元）	69.08	83.18	82.42
全部债务（亿元）	99.23	112.56	112.63
营业总收入（亿元）	9.19	9.93	13.29
利润总额（亿元）	1.54	1.51	2.14
EBITDA（亿元）	4.57	3.45	3.17
经营性净现金流（亿元）	-7.54	-1.27	1.95
营业利润率（%）	15.05	17.80	11.49
净资产收益率（%）	0.70	0.71	0.81
资产负债率（%）	48.13	51.62	49.21
全部债务资本化比率（%）	37.13	39.95	36.77
流动比率（%）	215.69	223.01	273.25
经营现金流动负债比（%）	-9.42	-1.43	2.20
现金短期债务比（倍）	0.23	0.60	0.73
EBITDA 利息倍数（倍）	0.69	0.52	0.39
全部债务/EBITDA（倍）	21.73	32.67	35.57

公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额（亿元）	168.01	181.53	188.21
所有者权益（亿元）	74.97	75.88	74.87
全部债务（亿元）	32.94	26.26	19.66
营业总收入（亿元）	2.29	2.31	2.38
利润总额（亿元）	0.68	0.94	0.98
资产负债率（%）	55.38	58.20	60.22
全部债务资本化比率（%）	30.52	25.71	20.79
流动比率（%）	109.27	105.97	108.32
经营现金流动负债比（%）	9.93	15.05	13.35

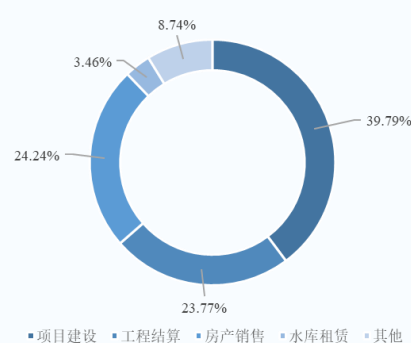
注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末（间）数；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，单位均指人民币

资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

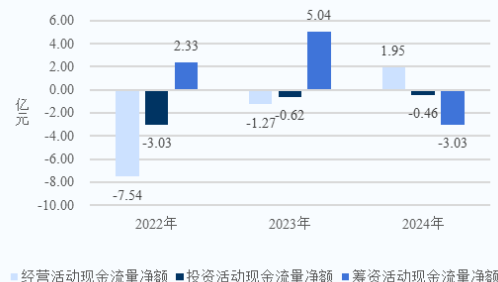
2024 年底公司资产构成



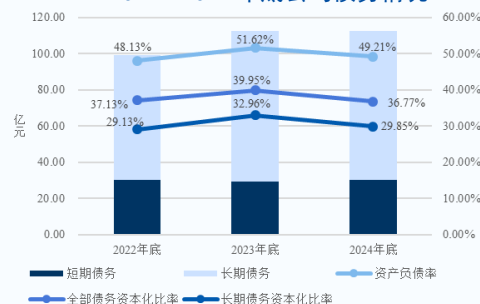
2024 年公司营业总收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 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	3.20 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	2024/06/25	李 颖 韩子祺	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：韩子祺 hanzq@lhratings.com

项目组成员：李 颖 liying@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、实收资本和实际控制人未发生变化。2024 年 8 月，公司股权结构发生调整，其中，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”）持股比例由 99.27%增至 99.64%，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）持股比例由 0.73%降至 0.36%，实际控制人仍为盱眙县国资办。截至 2024 年底，公司注册资本和实收资本均为 22.00 亿元。

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 2024 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 19 家。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 381.38 亿元，所有者权益 193.71 亿元（含少数股东权益 1.28 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 13.29 亿元，利润总额 2.14 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 3.20 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，项目已全部建设完毕。

“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（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 天源产融债/20 天源债	8.00	3.20	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

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2025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。2024年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，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；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2025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，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。2024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、滁州市天长市相邻，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2024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59.68万人。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	2023年	2024年
GDP（亿元）	551.11	585.53
GDP增速（%）	7.5	7.6
固定资产投资增速（%）	10.4	19.7
三产结构	15.0:36.3:48.7	14.9:32.5:52.6
人均GDP（万元）	9.18	9.81

注：人均GDP系通过“GDP/期末常住人口”计算得出
资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《2024年盱眙县国民经济和社会发展统计公报》，2024年，盱眙县实现地区生产总值585.53亿元，同比增长7.6%。其中，第一产业实现增加值87.12亿元，同比增长5.5%；第二产业实现增加值190.33亿元，同比增长8.9%；第三产业实现增加值308.10亿元，同比增长7.5%。2024年，盱眙县全年全部工业增加值154.25亿元，同比增长8.1%，规模以上工业企业增加值同比增长10.3%。2024年，盱眙县全年完成规上固定资产投资219.52亿元（含房地产），同比增长19.7%，房地产开发投资同比下降18.58%。

图表 3 • 盱眙县主要财力指标

项目	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	22.54	24.16
一般公共预算收入增速（%）	10.10	7.20
税收收入（亿元）	14.63	16.28
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	64.91	67.38
一般公共预算支出（亿元）	78.20	74.55
财政自给率（%）	28.82	32.41
政府性基金收入（亿元）	21.60	20.68
地方政府债务余额（亿元）	79.85	94.02

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《关于盱眙县 2024 年财政预算执行情况和 2025 年财政预算（草案）的报告》，2024 年，盱眙县实现一般公共预算收入 24.16 亿元，同比增长 7.20%，其中税收占比较高，收入质量尚可。同期，盱眙县一般公共预算支出为 74.55 亿元，财政自给能力弱。2024 年，盱眙县政府性基金收入同比略有下降。

截至 2024 年底，盱眙县地方政府债务余额为 94.02 亿元，其中一般债务余额 24.56 亿元、专项债务余额 69.46 亿元，地方政府债务负担较重。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

截至 2024 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（持股比例由 99.27%增至 99.64%）和农发基金（持股比例由 0.73%降至 0.36%），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，也是盱眙县唯一宅基地复垦实施主体，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，公司职能定位未发生变化，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，也是盱眙县唯一宅基地复垦业务实施主体，业务保持区域专营优势。除公司外，盱眙县主要的基础设施建设开发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”）及其控股股东盱眙国有联合资产经营集团有限公司（以下简称“盱眙国联”），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	381.38	193.71	13.29	2.14	49.21
盱眙城资	盱眙国联	盱眙县城区基础设施建设及棚户区改造业务	324.57	121.34	18.41	2.25	62.62
盱眙国联	盱眙县国资办	/	/	/	/	/	/

注：上表中所列数据为 2024 年/2024 年年底数；“/”代表未获取
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 2025 年 5 月 21 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 2025 年 4 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 2025 年 5 月 21 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，公司在治理结构、管理制度和高级管理人员方面均未发生重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司新增房产销售收入，成为公司营业总收入的主要来源之一。公司营业总收入规模同比有所增长，综合毛利率水平同比有所下降。

跟踪期内，公司新增房产销售收入，公司营业总收入主要来自项目建设、工程结算和新增的房产销售收入，上述业务收入合计占营业总收入的比重为 87.80%。2024 年，公司实现营业总收入 13.29 亿元，同比增长 33.82%，主要系新增房产销售收入所致。同期，公司综合毛利率同比下降 6.45 个百分点，主要系房产销售业务毛利率较低所致。

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	2023 年			2024 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
项目建设	5.27	53.07	17.76	5.29	39.79	16.79
工程结算	3.23	32.53	14.75	3.16	23.77	12.70
房产销售	--	--	--	3.22	24.24	2.24
水库租赁	0.64	6.45	78.43	0.46	3.46	73.35
其他	0.79	7.96	-5.79	1.16	8.74	-4.67
合计	9.93	100.00	18.82	13.29	100.00	12.37

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、厂房租赁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 2024 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。公司仍是盱眙县农村宅基地复垦业务的唯一实施主体，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”。

2024 年，公司农村宅基地复垦工作投入资金 0.31 亿元，确认收入 3.07 亿元，收到回款 0.60 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	2023 年	2024 年
当期投入资金（万元）	8991.76	3120.77
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）	2785.91	2906.02
增减挂钩指标	2753.00	2906.02
占补平衡指标	32.91	0.00
平均出让价格（万元/亩）	34.71	34.60
增减挂钩指标	34.64	34.60
占补平衡指标	41.00	0.00
指标交易金额（万元）	96700.48	100543.90
收到交易资金（万元）	43803.56	0.00
期末存量土地指标量（亩）	52714.09	49808.07
增减挂钩指标	52714.09	49808.07
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。2024 年，公司全年交易指标 2906.02 亩，其中向省平台交易出让指标 2334.20 亩，均为城乡建设用地增减挂钩指标；向淮安市内出让指标 571.82 亩，均为城乡建设用地增减挂钩指标。

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。2024 年，公司土地指标平均出让价格同比小幅下降 0.32%。

截至 2024 年底，公司经过验收入库的土地指标数量累计 4.98 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 0.12 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，公司受盱眙县兴临水利发展有限公司（以下简称“兴临水利”）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，已建设完毕。2024 年，城乡供水一体化项目确认收入 2.21 亿元，收到回款 2.15 亿元。

其他项目建设

跟踪期内，公司受兴阡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，2024 年尚未确认收入，尚未收到回款。

截至 2024 年底，公司主要在建项目计划总投资 21.08 亿元，已投资 16.47 亿元，主要拟建项目计划总投资 2.90 亿元，面临一定资本支出压力。

图表 7 • 截至 2024 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
在建项目					
盱眙县特色产业集聚园	否	2021.01	2025.12	4.60	4.40
马坝镇中心卫生院	是	2021.07	2027.2	1.80	0.83
河桥镇医院建设项目	是	2021.10	2026.12	0.60	0.40
马坝中学	是	2021.10	2024.09	0.68	0.73
农房	其中大产权房属于自营，配套属于代建	2019	2024	9.90	9.90
大运河百里画廊	是	2021.08	2024	1.50	0.15
盱眙龙虾超级工厂项目	否	2024.09	2025.12	2.00	0.06
在建项目合计	--	--	--	21.08	16.47
拟建项目					
盱眙龙虾超级工厂二期项目	否	2025	2026	2.90	--
拟建项目合计	--	--	--	2.90	--

注：1. 农房项目主体已竣工，部分配套项目尚在验收；2. 大运河百里画廊项目原计划建设内容大幅缩减，公司承建部分后续暂无投资计划；3. 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

2024 年，公司工程结算收入和毛利率水平均同比有所下降，但新签合同金额同比大幅增长。

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。2024 年，公司工程结算收入同比下降 2.17%，毛利率同比下降 2.05 个百分点。

2024 年，天源建设新签合同金额 30.96 亿元，同比增长 1017.69%，主要系 2024 年通过直接发包或中标方式新签合同承接的工程数量增加所致。其中，内部新签合同额 1.82 亿元，外部新签合同额 29.14 亿元。

（3）房产销售

2024 年，公司新增房产销售收入，对营业总收入形成有利补充。截至 2024 年底，公司暂无在建和拟建的房地产开发项目，该业务持续性有待关注。

2024 年，公司新增房产销售收入，房地产开发项目由子公司盱眙县天源永润房地产开发有限公司负责实施。项目建设资金由公司自筹，项目建成后通过销售及租赁收入实现资金平衡。截至 2024 年底，公司已完工房地产开发项目为天源崇文府项目，该项目由中国核工业华兴建设有限公司中标承建。天源崇文府项目由 6 栋高层、7 套叠墅和 2 栋商业组成。项目总投资 6.60 亿元，其中自有资金投入 5.40 亿元，银行贷款融资金额 1.20 亿元。2024 年，公司实现房产销售收入 3.22 亿元，对营业总收入形成有利补充；毛利率 2.24%，处于较低水平。截至 2024 年底，公司暂无在建和拟建的房地产开发项目，该业务持续性有待关注。

图表 8 • 截至 2024 年底公司已完工房地产开发项目情况（单位：亿元）

项目名称	位置	计划总投资	已投资额	拟销售金额	累计销售金额
天源崇文府项目	盱眙县泽兰路东侧，实验小学南侧	6.60	4.73	7.66	4.26

注：天源崇文府项目从 2021 年开始销售，2021—2023 年的销售收入计入预收账款，2024 年交房确认收入。

资料来源：公司提供

（4）水库租赁

2024 年，公司水库租赁收入与毛利率水平平均同比有所下降，受子公司划出影响，预计公司未来水库租赁业务规模将有所下降。

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（以下简称“龙源水务”）分别与盱眙水利签订租赁协议，其收入确认条件和会计处理方式等均未发生变化。

截至 2024 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。

2024 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 2023 年维持相同水平¹。同期，公司水库租赁收入同比下降 28.13%，主要系子公司龙源水务划出合并范围，其名下水库对外出租收入未纳入合并范围所致。水库租赁业务毛利率同比下降 5.08 个百分点。龙源水务旗下水库共 12 座，出租面积合计 527.29 万平方米，龙源水务划出后，预计公司未来水库租赁业务规模将有所下降。

2 未来发展

公司将向现代农业、文旅资源开发运营、水务环保三大板块探索发展，积极推动多元化经营体系建设。

未来，公司将向三大板块进行探索发展，一是现代农业，包括水库租赁和河湖生态开发等，二是文旅资源开发运营，涉及全县旅游资源，三是水务环保，包括供水和污水处理等，积极推动多元化经营体系建设。

（四）财务方面

公司提供了 2024 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。

2024 年，公司合并范围新增 1 家一级子公司，为盱眙县天源永创科技有限公司（出资设立）。同期，公司合并范围划出 3 家一级子公司，分别为龙源水务、盱眙县大云山风景区旅游开发有限公司（以下简称“大云山公司”）和盱眙县山水交易投资有限公司（现名盱眙天源山水控股集团有限公司，以下简称“山水公司”）²。截至 2024 年底，公司纳入合并范围的一级子公司共 19 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 2024 年底，公司资产规模较上年底有所增长，仍以项目建设投入、水库相关资产和农村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合计占比较高，对资金仍形成较大占用，公司资产流动性仍较弱。

截至 2024 年底，公司合并资产总额较上年底增长 9.07%，主要系存货增加所致。公司资产结构以流动资产为主，流动资产较上年底占比上升较快。

图表 9 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末		2024 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	198.92	56.89	241.72	63.38
货币资金	17.69	5.06	22.00	5.77
应收账款	15.82	4.52	15.53	4.07
其他应收款	36.23	10.36	37.18	9.75
存货	125.53	35.90	162.46	42.60
非流动资产	150.76	43.11	139.66	36.62
固定资产	31.25	8.94	30.87	8.09

¹ 龙源水务于 2024 年底正式划出，其水库实际租赁数量、期限、面积也是至年底结束，故公司的水库租赁数量及出租面积未发生变化。

² 龙源水务和大云山公司于 2024 年 12 月划转至山水公司，山水公司于 2025 年划转至盱眙县财政局（盱眙县人民政府国有资产监督管理办公室），故上述三家子公司的股权在 2024 年底未实际划出公司合并范围，但根据实质重于形式原则，审计报告的合并范围未包含上述三家公司。

无形资产	112.72	32.24	102.82	26.96
资产总额	349.67	100.00	381.38	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 2024 年底，公司流动资产较上年底增长 21.52%，主要系存货增长所致。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。截至 2024 年底，公司货币资金较上年底增长 24.40%，主要系银行承兑/担保保证金增加所致。货币资金中有 13.53 亿元受限资金，受限比例为 61.50%，主要为银行承兑/担保保证金。公司应收账款较上年底下降 1.79%，账龄以 2 年以内为主，累计计提坏账准备 0.35 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 10.10 亿元，占比为 63.62%，集中度一般。公司其他应收款较上年底增长 2.61%，账龄以 1 年以内和 3 年以上为主，累计计提坏账准备 0.10 亿元；前五大欠款方合计金额为 15.27 亿元，占比为 40.95%，集中度一般。公司存货较上年底增长 29.42%，主要系当期盱眙县人民政府划拨盱眙县城乡建设用地增减挂钩节余指标，评估价值 36.03 亿元，公司以评估价值入账所致。存货主要由合同履约成本（131.81 亿元）和拟开发土地（30.50 亿元）构成，未计提跌价准备和合同履约成本减值准备。

图表 10 • 公司 2024 年底主要应收账款明细（单位：亿元）

名称	期末余额	款项性质	占应收账款期末余额的比例（%）
兴临水利	8.41	工程代建	52.96
盱眙县兴利水资源开发有限公司	0.73	水库租金	4.58
盱眙县国土资源管理事务所	0.45	工程款	2.83
盱眙县金诚渔港开发有限公司	0.34	土地流转收入	2.16
盱眙县黄花塘镇财政和资产管理局	0.17	工程款	1.09
合计	10.10	--	63.62

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 11 • 公司 2024 年底主要其他应收款明细（单位：亿元）

名称	期末余额	款项性质	占其他应收款期末余额的比例（%）
兴临水利	8.05	往来款	21.59
盱眙县淮河镇人民政府	2.00	往来款	5.37
盱眙县财政局	1.98	往来款	5.30
盱眙县河桥镇财政和资产管理局	1.78	往来款	4.77
江苏盱眙经济开发区管理委员会	1.46	往来款	3.92
合计	15.27	--	40.95

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 2024 年底，公司非流动资产较上年底下降 7.36%，公司非流动资产主要由固定资产和无形资产构成。截至 2024 年底，公司固定资产较上年底下降 1.22%，主要由房屋建筑物及构筑物（30.39 亿元）构成，累计计提折旧 7.75 亿元。公司无形资产较上年底下降 8.79%，主要系龙源水务划出以及天源投资 4.00 亿元水库资产核减所致。公司无形资产主要由土地使用权（38.32 亿元，其中包含水库资产 35.90 亿元）和农村土地流转经营权（64.48 亿元）构成，累计摊销 0.64 亿元，未计提减值准备。

受限资产方面，截至 2024 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 12 • 截至 2024 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	13.53	3.55	承兑/担保保证金、质量保证金、工程建设保证金
投资性房地产	0.29	0.08	融资/担保抵押
存货	12.60	3.30	融资/担保抵押
无形资产	1.78	0.47	融资/担保抵押
合计	28.21	7.40	--

资料来源：公司提供

（2）资本结构

① 所有者权益

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底有所增长；公司所有者权益中实收资本及资本公积占比高，所有者权益稳定性仍强。

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底增长 14.50%，主要系资本公积增加所致。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 11.36%、81.07%和 6.51%。所有者权益结构稳定性强。

截至 2024 年底，公司实收资本较上年底保持稳定。公司资本公积较上年底增长 17.06%，主要系盱眙县人民政府将盱眙县城乡建设用地增减挂钩节余指标 686.34 公顷无偿划拨给予子公司天源投资，经坤信评报字(2025)第 006 号资产评估报告评估价值为 36.03 亿元，公司以评估价值入账增加资本公积所致。同期末，公司未分配利润较上年底增长 13.15%，主要系利润积累所致。

图表 13 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末		2024 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	22.00	13.00	22.00	11.36
资本公积	134.16	79.30	157.05	81.07
未分配利润	11.15	6.59	12.62	6.51
归属于母公司所有者权益合计	167.99	99.30	192.43	99.34
少数股东权益	1.19	0.70	1.28	0.66
所有者权益合计	169.18	100.00	193.71	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 2024 年底，公司全部债务小幅增长，债务结构以长期债务为主，债务负担有所减轻，但 2025 年面临较大的债务集中兑付压力。

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底增长 3.98%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

图表 14 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

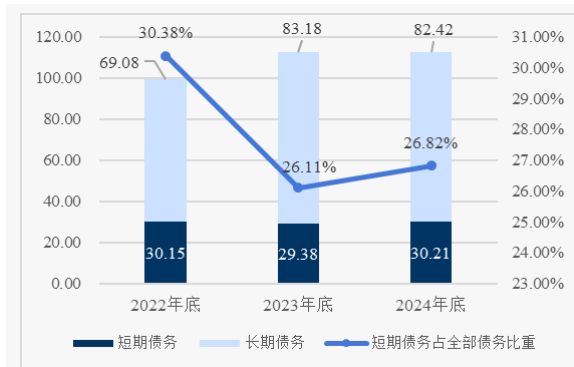
项目	2023 年末		2024 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	89.20	49.42	88.46	47.14
短期借款	13.46	7.46	13.97	7.44
应付账款	7.94	4.40	8.72	4.65
其他应付款	34.07	18.87	37.59	20.03
一年内到期的非流动负债	13.47	7.46	12.94	6.90
非流动负债	91.30	50.58	99.21	52.86
长期借款	78.39	43.43	79.23	42.22
应付债券	4.79	2.65	3.19	1.70
长期应付款	7.29	4.04	16.08	8.57
负债总额	180.49	100.00	187.67	100.00

注：其他应付款含应付利息

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

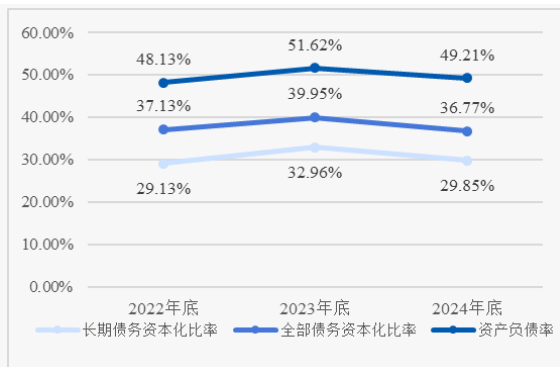
全部债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务较上年底增长 0.06%，公司债务结构以长期债务为主，全部债务中债券占比为 4.25%，对债券融资依赖度低。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所下降。整体来看，公司债务负担有所减轻。

图表 15 • 2022—2024 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 16 • 2022—2024 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 2025 年面临较大的债务集中兑付压力。

图表 17 • 截至 2024 年底公司有息债务期限分布情况（单位：亿元）

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年及以后	合计
偿还金额	30.21	16.20	15.14	51.08	112.63
占有息债务的比例 (%)	26.82	14.38	13.44	45.36	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

2024 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。

2024 年，公司营业总收入同比增长 33.82%；营业成本同比增长 44.44%；营业利润率同比下降 6.31 个百分点。

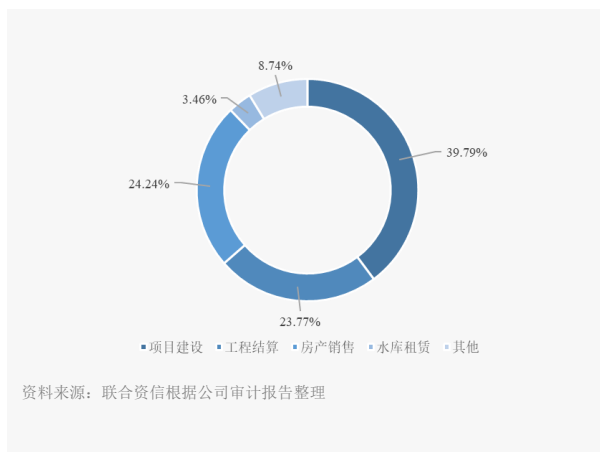
非经营性损益方面，2024 年，政府补助对公司利润总额贡献度高。整体看，公司盈利指标表现一般。

图表 18 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年
营业总收入	9.93	13.29
营业成本	8.06	11.65
期间费用	1.41	0.95
其他收益	1.09	1.76
利润总额	1.51	2.14
营业利润率 (%)	17.80	11.49
总资本收益率 (%)	0.70	0.59
净资产收益率 (%)	0.71	0.81

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 19 • 2024 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

2024 年，公司经营活动现金流由净流出转为净流入；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；筹资活动现金流由净流入转为净流出。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 20 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年
经营活动现金流入小计	20.42	23.81
经营活动现金流出小计	21.69	21.86
经营活动现金流量净额	-1.27	1.95
投资活动现金流入小计	0.00	0.08
投资活动现金流出小计	0.62	0.54
投资活动现金流量净额	-0.62	-0.46

筹资活动前现金流量净额	-1.90	1.48
筹资活动现金流入小计	43.14	32.72
筹资活动现金流出小计	38.10	35.76
筹资活动现金流量净额	5.04	-3.03
现金收入比（%）	50.89	55.23

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，公司经营活动现金流量以经营业务款项收支和往来款为主。2024 年，公司经营活动现金流入同比增长 16.60%，主要系收到以前年度代建收入回款及往来款流入增加所致；经营活动现金流出同比增长 0.78%；经营活动现金流由净流出转为净流入。2024 年，公司现金收入比同比提高 4.34 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，2024 年，公司投资活动现金流入和流出规模均很小，投资活动现金流量净额仍为负。

2024 年，公司筹资活动前现金流量净额由负转正。从筹资活动来看，2024 年，公司筹资活动现金流入同比下降 24.15%，主要系取得借款收到的现金减少所致；筹资活动现金流出同比下降 6.16%，主要系偿还债务支出减少所致。2024 年，公司筹资活动现金流由净流入转为净流出。

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 21 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	223.01	273.25
	速动比率（%）	82.28	89.60
	现金短期债务比（倍）	0.60	0.73
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	3.45	3.17
	全部债务/EBITDA（倍）	32.67	35.57
	EBITDA/利息支出（倍）	0.52	0.39

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 2024 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 2024 年底，公司现金短期债务比有所提高，但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，2024 年，公司 EBITDA 同比下降 8.08%，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 2024 年底，公司对外担保余额 114.53 亿元，担保比率为 59.12%，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 2024 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

截至 2024 年底，公司获得的银行授信额度为 63.06 亿元，未使用额度为 19.73 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 2024 年底，公司本部资产和负债规模占合并口径的比重均一般，权益占合并口径的比重较低；公司本部所有者权益稳定性强；2024 年，公司本部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 2024 年底，公司本部资产总额 188.21 亿元，较上年底增长 3.68%。其中，流动资产 101.64 亿元（占 54.00%），非流动资产 86.57 亿元（占 46.00%）。从构成看，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；非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和无形资产构成。公司本部资产占合并口径的 49.35%，占比一般。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 113.34 亿元，较上年底增长 7.28%。其中，流动负债 93.83 亿元（占 82.79%），非流动负债 19.51 亿元（占 17.21%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款构成；非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。公司本部负债占合并口径的 60.39%，占比一般。截至 2024 年底，公司本部全部债务 19.66 亿元。其中，短期债务占 48.71%、

长期债务占 51.29%。公司本部资产负债率为 60.22%，全部债务资本化比率为 20.79%，公司本部全部债务占合并口径的 17.45%，占比较低。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 74.87 亿元，较上年底下降 1.32%，在所有者权益中，实收资本为 22.00 亿元（占 29.38%）、资本公积合计 44.60 亿元（占 59.56%）、未分配利润合计 7.51 亿元（占 10.03%）、盈余公积合计 0.76 亿元（占 1.02%）。所有者权益稳定性强。公司本部所有者权益占合并口径的 38.65%，占比较低。

2024 年，公司本部营业总收入为 2.38 亿元，占合并口径的 17.93%，占比较低；利润总额为 0.98 亿元，占合并口径的 45.68%，占比一般。

现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 12.52 亿元，投资活动现金流净额-1.25 亿元，筹资活动现金流净额-11.52 亿元。

（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，公司在资产划转和政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

公司实际控制人系盱眙县国资办。2024 年，盱眙县地区生产总值和一般预算收入分别为 585.53 亿元和 24.16 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。

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，公司继续在资产划转和政府补助等方面获得有力的外部支持。

资产划转

依据盱政复〔2024〕132 号文件，盱眙县人民政府将盱眙县城乡建设用地增减挂钩节余指标 686.34 公顷无偿划拨给子公司天源投资，经坤信评报字〔2025〕第 006 号资产评估报告评估价值为 36.03 亿元，公司以评估价值入账增加资本公积。

政府补助

2024 年，公司收到政府性水利设施补助、市政基础设施补贴、污水治理设施项目补贴和其他政府补助共计 1.76 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

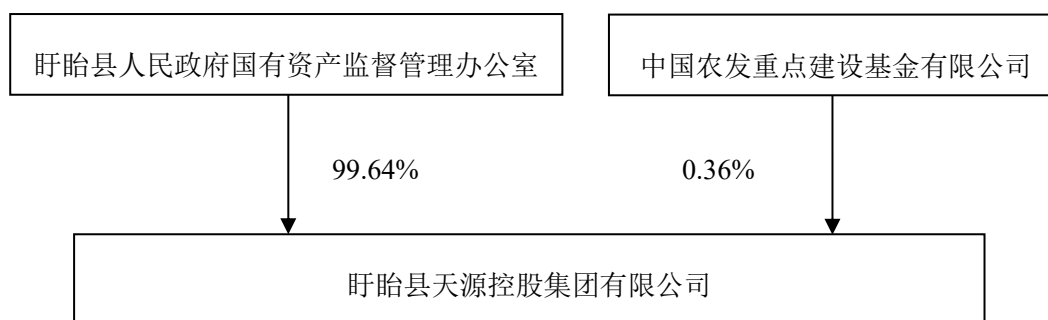
截至报告出具日，公司由联合资信评定的存续担保债券为“20 天源产融债/20 天源债”，债券余额 3.20 亿元，由江苏再担保提供不可撤销的连带责任保证担保。

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

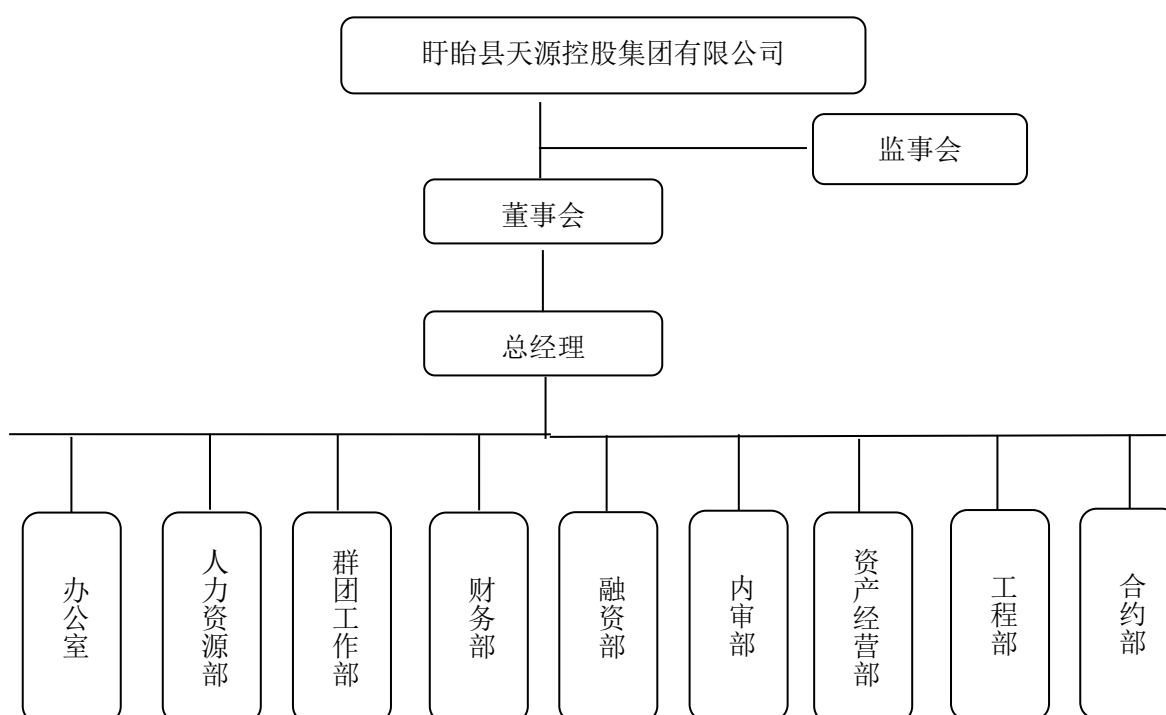
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“20 天源产融债/20 天源债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 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 2024 年底）

子公司名称	主营业务	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
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
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	商务服务	91.67%		划拨
江苏盱眙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
盱眙县天源永创科技有限公司	研究和试验发展	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	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	6.98	17.69	22.00
应收账款（亿元）	14.22	15.82	15.53
其他应收款（亿元）	36.28	36.23	37.18
存货（亿元）	111.03	125.53	162.46
长期股权投资（亿元）	1.18	1.19	1.75
固定资产（亿元）	32.26	31.25	30.87
在建工程（亿元）	1.95	2.31	1.50
资产总额（亿元）	323.95	349.67	381.38
实收资本（亿元）	22.00	22.00	22.00
少数股东权益（亿元）	1.27	1.19	1.28
所有者权益（亿元）	168.04	169.18	193.71
短期债务（亿元）	30.15	29.38	30.21
长期债务（亿元）	69.08	83.18	82.42
全部债务（亿元）	99.23	112.56	112.63
营业总收入（亿元）	9.19	9.93	13.29
营业成本（亿元）	7.69	8.06	11.65
其他收益（亿元）	1.36	1.09	1.76
利润总额（亿元）	1.54	1.51	2.14
EBITDA（亿元）	4.57	3.45	3.17
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	4.57	5.05	7.34
经营活动现金流入小计（亿元）	18.10	20.42	23.81
经营活动现金流量净额（亿元）	-7.54	-1.27	1.95
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.03	-0.62	-0.46
筹资活动现金流量净额（亿元）	2.33	5.04	-3.03
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.76	0.66	0.85
存货周转次数（次）	0.07	0.07	0.08
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	0.04
现金收入比（%）	49.69	50.89	55.23
营业利润率（%）	15.05	17.80	11.49
总资本收益率（%）	1.08	0.70	0.59
净资产收益率（%）	0.70	0.71	0.81
长期债务资本化比率（%）	29.13	32.96	29.85
全部债务资本化比率（%）	37.13	39.95	36.77
资产负债率（%）	48.13	51.62	49.21
流动比率（%）	215.69	223.01	273.25
速动比率（%）	77.02	82.28	89.60
经营现金流动负债比（%）	-9.42	-1.43	2.20
现金短期债务比（倍）	0.23	0.60	0.73
EBITDA 利息倍数（倍）	0.69	0.52	0.39
全部债务/EBITDA（倍）	21.73	32.67	35.57

注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末（间）数
 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	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	2.10	9.35	10.25
应收账款（亿元）	8.20	8.80	8.11
其他应收款（亿元）	35.16	36.64	36.12
存货（亿元）	34.04	38.44	44.57
长期股权投资（亿元）	33.44	33.99	33.88
固定资产（亿元）	23.24	22.68	22.87
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	168.01	181.53	188.21
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）	74.97	75.88	74.87
短期债务（亿元）	14.28	10.22	9.57
长期债务（亿元）	18.66	16.04	10.08
全部债务（亿元）	32.94	26.26	19.66
营业总收入（亿元）	2.29	2.31	2.38
营业成本（亿元）	2.14	1.87	1.96
其他收益（亿元）	0.92	0.60	0.61
利润总额（亿元）	0.68	0.94	0.98
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.64	2.15	3.60
经营活动现金流入小计（亿元）	12.40	15.83	18.09
经营活动现金流量净额（亿元）	7.35	13.42	12.52
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.51	-0.55	-1.25
筹资活动现金流量净额（亿元）	-6.86	-10.52	-11.52
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.31	0.27	0.28
存货周转次数（次）	0.07	0.05	0.05
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01
现金收入比（%）	27.76	92.68	150.95
营业利润率（%）	4.54	17.79	16.31
总资本收益率（%）	1.15	1.08	1.14
净资产收益率（%）	0.82	1.19	1.18
长期债务资本化比率（%）	19.93	17.45	11.87
全部债务资本化比率（%）	30.52	25.71	20.79
资产负债率（%）	55.38	58.20	60.22
流动比率（%）	109.27	105.97	108.32
速动比率（%）	63.28	62.85	60.82
经营现金流动负债比（%）	9.93	15.05	13.35
现金短期债务比（倍）	0.15	0.92	1.07
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末（间）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	(1) 2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% (2) n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 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