

盱眙县天源控股集团有限公司

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〕4592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：

二〇二六年六月二十四日

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。

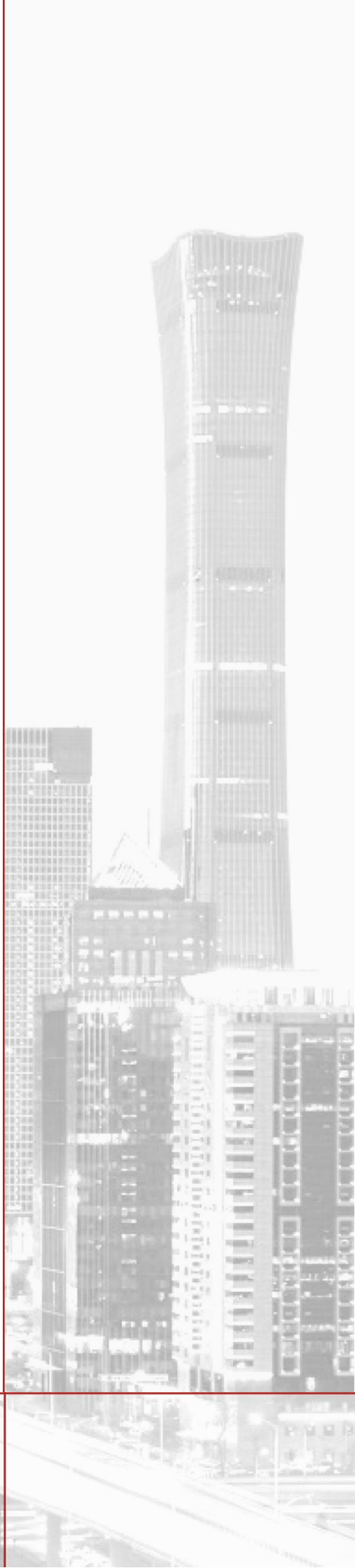
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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
盱眙县天源控股集团有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2026/06/24
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”）作为盱眙县水库资产经营、区域供水建设及农村宅基地复垦项目实施的重要主体，业务仍保持区域专营优势。经营方面，公司营业总收入主要来自项目建设、房产销售和新增的商品销售收入，主要在建及拟建项目面临一定资本支出压力。财务方面，公司资产以项目建设投入、水库相关资产和农村土地流转经营权等为主，资产流动性仍较弱，资产质量一般；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；债务负担指标表现较轻，但短期内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，整体盈利指标表现一般；偿债指标表现较强，间接融资渠道较为通畅，面临一定或有负债风险。

个体调整：无。

外部支持调整：盱眙县是淮安市下辖县，区位条件良好，水产产业优势突出。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，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，持续在资产划转和政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

“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。综合评估，本期债券到期不能偿还的风险极低。

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。

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同比均有所增长，分别同比增长 6.20%和 7.50%，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **业务保持区域专营优势，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。跟踪期内，在资产划转和政府补助等方面获得有力的外部支持。2025 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 2.37 亿元，计入“其他收益”。盱眙县国资办将粮食集团无偿划转给公司，增加资本公积 0.49 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

- **资产流动性较弱。**公司资产以项目建设投入、水库相关资产和农村土地流转经营权等为主，资产流动性仍较弱，资产质量一般。
- **公司短期面临较大的债务集中兑付压力。**截至 2025 年底，公司短期债务 33.87 亿元，占全部债务的比重为 30.75%，现金类资产对短期债务的保障倍数为 0.44 倍。

- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2025 年底，公司对外担保余额 129.49 亿元，担保比率为 70.14%，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	4
			现金流量	2
		资本结构		2
		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

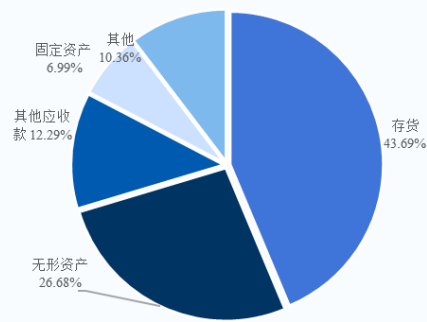
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年
现金类资产（亿元）	17.69	22.00	14.78
资产总额（亿元）	349.67	381.38	379.43
所有者权益（亿元）	169.18	193.71	184.60
短期债务（亿元）	29.38	30.21	33.87
长期债务（亿元）	83.18	82.42	76.28
全部债务（亿元）	112.56	112.63	110.15
营业总收入（亿元）	9.93	13.29	13.40
利润总额（亿元）	1.51	2.14	1.75
EBITDA（亿元）	3.45	3.17	2.83
经营性净现金流（亿元）	-1.27	1.95	8.08
净资产收益率（%）	0.71	0.81	0.87
资产负债率（%）	51.62	49.21	51.35
全部债务资本化比率（%）	39.95	36.77	37.37
现金短期债务比（倍）	0.60	0.73	0.44
EBITDA 利息倍数（倍）	0.52	0.39	0.53

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年
资产总额（亿元）	181.53	188.21	195.00
所有者权益（亿元）	75.88	74.87	69.88
全部债务（亿元）	36.44	42.40	47.38
营业总收入（亿元）	2.31	2.38	2.37
利润总额（亿元）	0.94	0.98	1.28
资产负债率（%）	58.20	60.22	64.16
全部债务资本化比率（%）	32.44	36.15	40.41
现金短期债务比（倍）	0.92	1.07	1.11

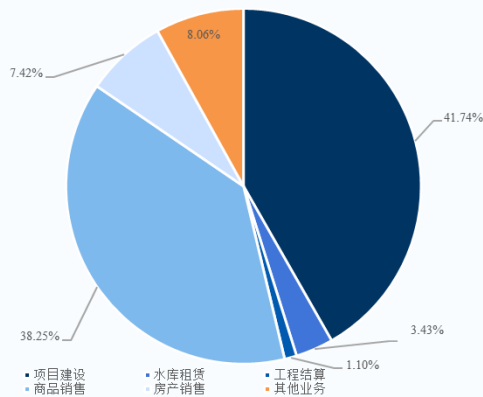
注：1. 2023—2025 年财务数据取自当年审计报告期末（间）数；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，单位均指人民币

资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

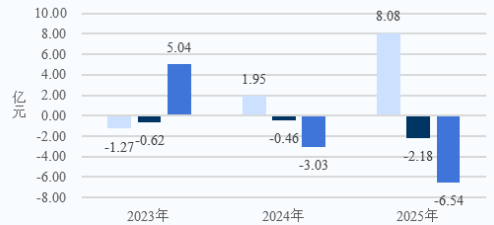
2025 年底公司资产构成



2025 年公司营业总收入构成

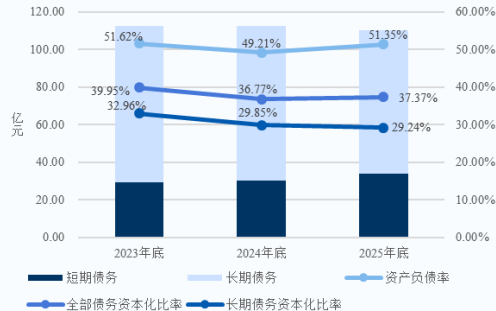


2023—2025 年公司现金流情况



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

2023—2025 年底公司债务情况



短期债务 长期债务 全部债务资本化比率 长期债务资本化比率 资产负债率

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	1.60 亿元	2027/04/24	设置债券提前偿还条款、加速到期

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	2025/06/27	韩子祺 李 颖	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：姚 玥 yaoyue@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，股权结构发生变化，跟踪期内，原中国农发重点建设基金有限公司股权退出；此后，根据股权转让协议文件，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”）将持有公司的 100.00%股权转让给盱眙天源山水控股集团有限公司（以下简称“山水控股”）。截至 2025 年底，公司注册资本和实收资本仍为 22.00 亿元，山水控股持有公司 100.00%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 2025 年底，公司本部内设办公室、人力资源部、财务部、融资部、合约与内审部等职能部门；同期末，公司纳入合并范围内一级子公司共 14 家。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 379.43 亿元，所有者权益 184.60 亿元（含少数股东权益 0.27 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 13.40 亿元，利润总额 1.75 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：张云飞。

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 1.60 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	1.60	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

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升压。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涨风险正在逐步传导，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，公司仍是盱眙县水库资产经营、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 3。跟踪期内，公司职能定位未发生变化，公司仍是盱眙县水库资产经营、区域供水建设及农村宅基地复垦项目实施的重要主体，也是盱眙县重要的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 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（%）
公司	盱眙县国资办	盱眙县水库资产经营、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
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	343.18	129.69	19.28	2.25	62.21
盱眙国联	盱眙县国资办	/	/	/	/	/	/

注：上表中所列数据为 2025 年/2025 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

2 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 2026 年 5 月 20 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：91320830MA1NGEYX16），截至 2026 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：913208307038365174），截至 2026 年 5 月 21 日，子公司盱眙县金谷粮食集团有限公司（以下简称“粮食集团”）本部存在已结清得不良类信贷记录 1 笔以及未结清的不良类信贷记录 18 笔。根据公司提供说明，该不良类信贷记录系是原盱眙县粮食局历史原因形成的粮食贷款挂账。1998 年，受粮改政策要求，原盱眙县粮食局承贷的贷款全部由粮食集团（原盱眙县粮食购销总公司）承接。经国家审计部门认定，占用农发行贷款 17368 万元。该挂账贷款为政策性附营停息挂账贷款，企业账面仍然反映在长期借款科目中，不存在恶意逾期行为。

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未发生重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2025 年，公司商品销售收入大幅增长，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保持稳定，综合毛利率水平同比有所下降。

跟踪期内，公司营业总收入主要来自项目建设和商品销售收入，上述业务收入合计占营业总收入的比重为 80.00%。2025 年，公司实现营业总收入 13.40 亿元，同比保持稳定。同期，公司综合毛利率同比下降 1.15 个百分点，主要系房产销售业务毛利率较低所致。

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（%）
项目建设	5.29	39.80	16.79	5.59	41.74	16.93
工程结算	3.16	23.78	12.70	0.15	1.10	-3.49
房产销售	3.22	24.23	2.24	0.99	7.42	-11.04
水库租赁	0.46	3.46	73.35	0.46	3.43	74.04
商品销售	0.45	3.39	-1.19	5.13	38.25	4.55
其他	0.71	5.34	-6.85	1.08	8.06	9.04
合计	13.29	100.00	12.37	13.40	100.00	11.22

注：公司其他业务包括土地流转、自来水销售、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 2025 年底，公司主要在建及拟建项目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”。

2025 年，公司农村宅基地复垦工作投入资金 0.30 亿元，确认收入 3.35 亿元，收到回款 3.23 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 5 • 公司农村宅基地复垦业务实施情况

项目	2024 年	2025 年
当期投入资金（万元）	3120.77	3025.00
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）	2906.02	500.00
增减挂钩指标	2906.02	500.00
占补平衡指标	0.00	0.00
平均出让价格（万元/亩）	34.60	35.00
增减挂钩指标	34.60	35.00
占补平衡指标	0.00	0.00
指标交易金额（万元）	100543.90	17500.00
收到交易资金（万元）	0.00	0.00
期末存量土地指标量（亩）	49808.07	49308.07
增减挂钩指标	49808.07	49308.07
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。2025 年，公司全年交易指标 500 亩，均系向淮安市内出让指标，性质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；二是在市平台交易，其中增减挂钩出让价格基本为 35 万元/亩以上，占补平衡价格基本为 23 万元/亩以上。2025 年，公司土地指标平均出让价格较上年相对稳定。

截至 2025 年底，公司经过验收入库的土地指标数量累计 4.93 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。

城乡供水一体化项目

跟踪期内，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，已建设完毕。2024 年，城乡供水一体化项目确认收入 2.34 亿元，收到回款 2.10 亿元。

其他项目建设

跟踪期内，公司受兴临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，2025 年尚未确认收入，尚未收到回款。

截至 2025 年底，公司主要在建项目计划总投资 23.98 亿元，已投资 18.47 亿元，主要拟建项目计划总投资 0.45 亿元，面临一定资本支出压力。

图表 6 • 截至 2025 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	1.00
河桥镇医院建设项目	是	2021.10	2026.12	0.60	0.50
马坝中学	是	2021.10	2024.09	0.68	0.68
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	0.20
盱眙龙虾超级工厂项目	否	2024.09	2025.12	2.00	0.87
盱眙龙虾超级工厂二期项目	否	2025.08	2026.12	2.90	0.72
在建项目合计	--	--	--	23.98	18.47
拟建项目					
铁山寺青少年研学住宿及酒店项目	否	2026	2028	0.45	--
拟建项目合计	--	--	--	0.45	--

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）房产销售

受 2024 年预收房款集中结转收入影响，本年度房地产销售收入同比出现大幅回落。截至 2025 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。

公司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 2025 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。2025 年，公司实现房产销售收入 0.99 亿元，同比大幅下降，主要系公司 2024 年得益于前期预售楼盘集中交付，预收款项大规模结转确认收入，导致当年收入增幅较大所致。截至 2025 年底，公司商业房地产业务仅天源崇文府单个开发项目，交付体量有限，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 7 • 截至 2025 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

（3）水库租赁

2025 年，公司水库租赁收入保持稳定，毛利率水平平均同比小幅增长，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、天源投资和原江苏天源建设集团有限公司（以下简称“天源建设”¹，已划出）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。

受原子公司天源建设划出影响，截至 2025 年底，公司旗下水库降至 74 座，均位于盱眙县境内，水域面积合计 4897.94 万平方米。

2025 年，公司旗下 48 座水库水面实现出租，出租面积降至 1535.30 万平方米。由于天源建设名下水库面积不大，对整体水库租赁业务影响不大。2025 年，公司水库租赁收入保持稳定，水库租赁业务毛利率同比增长 0.69 个百分点。

（4）商品销售业务

2025 年，由于粮食集团划入公司合并范围，公司商品销售业务大幅增长。该业务对公司营业总收入支撑较大。

跟踪期内，公司商品销售业务大幅增长，主要系粮食销售业务增长所致。该业务由公司子公司粮食集团负责，主要承担国家粮食储备、最低收购价政策执行、应急保供、市场化粮食收购与销售等核心政策性职能、经营性粮食贸易等业务，贸易种类以经营稻谷、小麦、玉米、大豆为主，该板块已成为公司最主要收入来源。截至 2025 年底，公司控股子公司 21 家国家粮食收储公司，拥有粮库点 53 个，粮库占地面积合计约 1343.27 亩，仓储能力为 53 万吨。

储备粮业务方面，公司通过其位于盱眙县境内主要粮食产区的粮食收购网络，执行政府最低收购价等政策性任务，稳定粮食产品价格。最低保护价粮权归国家所有，最低收购价政策启动由国家综合考虑粮食生产成本、市场供求、国内外市场价格和产业发展等因素，启动最低收购价进行托市，主要是稳定粮价，全力维护粮食市场平稳运行，促进粮食价格保持在合理水平。由中央储备粮管理集团有限公司（简称“中储粮”）执行国家最低收购价政策，根据最低收购价委托收购合同，收购价格、数量、质量、期限等依照国家政策、质量标准执行，中储粮按季度拨付政策储备粮代储保管费用，公司按收到的费用确认收入，公司储备粮收购不承担价格波动风险。

粮食贸易方面，公司粮食贸易主要品种为小麦、水稻和玉米等，其中小麦、稻谷购销占比最大。2025 年，共计收购、代储粮食为 21.66 万吨，其中，稻谷 6.28 万吨、小麦 15.38 万吨；全年共销售出库粮食 19.87 万吨，其中小麦 13.01 万吨、稻谷 6.86 万吨。公司粮食收购一般为以销定购，收购区域主要位于盱眙本地区，2025 年，上游供应商主要为种粮大户、家庭农场等，公司粮食销售下游客户主要是：各加工企业和贸易商。前五大销售客户分别为大庭昌（江苏）粮油食品、江苏甘泉山粮油食品有限公司、盱眙韩庄农业开发有限公司、江苏苏粮麦业有限公司、盱眙谷粒源粮贸易有限公司。

公司粮食收购采用货款现结方式，在粮食检验、过磅、入库等流程合格后支付粮款。粮食销售采用收到粮款后，安排库点出仓方式。从粮食购进到销售完成的周期大约为 3-6 个月。

（5）工程结算

2025 年，随天源建设划出，公司工程结算收入大幅下降，业务持续性弱。

公司近年工程结算收入及存量在手项目基本来自天源建设，跟踪期内，天源建设不再纳入公司合并范围，公司该业务后续收入持续性弱。

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 2025 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。

¹ 2025 年 6 月，盱眙县人民政府印发《县政府关于重组盱眙国有联合资产经营集团有限公司的通知》（盱政发〔2025〕5 号），公司将持有的天源建设 100.00% 股权无偿划转至盱眙国联建设工程集团有限公司，股权划转后天源建设将不再纳入该公司合并范围。

2025 年，公司合并范围由于划拨新增 1 家一级子公司，为粮食集团。同期，公司合并范围划出 6 家一级子公司，分别为江苏盱眙龙虾产业发展股份有限公司及其子公司、江苏宁淮产业园有限公司、盱眙文体旅游集团有限公司及其子公司、天源建设及其子公司等。截至 2025 年底，公司纳入合并范围的一级子公司共 14 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，财务数据的可比性较强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至 2025 年底，公司资产规模较上年底变化不大，资产以项目建设投入、水库相关资产和农村土地流转经营权等为主，资产流动性仍较弱，资产质量一般。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 379.43 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占 64.11%，非流动资产占 35.89%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

图表 8 • 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	241.72	63.38	243.27	64.11
货币资金	22.00	5.77	14.78	3.90
应收账款	15.53	4.07	12.69	3.35
其他应收款	37.18	9.75	46.64	12.29
存货	162.46	42.60	165.76	43.69
非流动资产	139.66	36.62	136.16	35.89
固定资产	30.87	8.09	26.51	6.99
无形资产	102.82	26.96	101.22	26.68
资产总额	381.38	100.00	379.43	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，流动资产 243.27 亿元，较上年底增长 0.64%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款（合计）和存货构成。截至 2025 年底，公司货币资金较上年底下降 32.82%。货币资金中有 6.85 亿元受限资金，受限比例为 46.35%，主要为银行承兑/担保保证金。应收账款较上年底下降 18.29%，账龄以 3 年以上为主，累计计提坏账准备 0.08 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 12.56 亿元，占比为 98.31%，集中度高。其他应收款（合计）46.64 亿元，较上年底增长 25.45%，主要系江苏宁淮产业园有限公司划出公司合并范围，故新增对其往来款 7.38 亿元所致，账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账准备 0.18 亿元；前五大欠款方合计金额为 22.40 亿元，占比为 47.84%，集中度一般。存货 165.76 亿元，较上年底增长 2.03%，较上年底变化不大。存货主要由合同履约成本（130.35 亿元）和拟开发土地（30.62 亿元）构成，未计提跌价准备和合同履约成本减值准备。

图表 9 • 公司 2025 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	10.43	工程代建	81.65
盱眙县兴利水资源开发有限公司	1.01	水库租金	7.91
盱眙县人民政府房屋征收办公室	0.65	工程款	5.09
盱眙金诚渔港开发有限公司	0.43	土地流转收入	3.35
盱眙县淮河镇人民政府	0.04	工程款	0.31
合计	12.56	--	98.31

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 2025 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	8.20	往来款	17.50
江苏宁淮产业园有限公司	7.38	往来款	15.76
江苏盱眙龙虾产业发展股份有限公司	2.96	往来款	6.32
盱眙县河桥镇财政所	2.09	往来款	4.46
盱眙县淮河镇人民政府	1.78	往来款	3.80
合计	22.40	--	47.84

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 136.16 亿元，较上年底下降 2.51%，公司非流动资产主要由固定资产（合计）和无形资产构成。截至 2025 年底，公司固定资产（合计）较上年底下降 14.10%，主要系子公司划出所致。固定资产主要由房屋建筑物及构筑物（26.47 亿元）构成，累计计提折旧 7.67 亿元。公司无形资产 101.22 亿元，较上年底下降 1.55%，较上年底变化不大。公司无形资产主要由土地使用权（36.74 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 0.74 亿元，未计提减值准备。

受限资产方面，截至 2025 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 2025 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	6.85	1.81	承兑/担保保证金、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	3.32	融资/担保抵押
无形资产	1.78	0.47	融资/担保抵押
合计	21.53	5.67	--

资料来源：公司提供

（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小幅下降；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 2025 年底，公司所有者权益较上年底下降 4.70%，主要系资本公积下降所致。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 11.92%、79.85%和 7.62%。所有者权益结构稳定性强。

截至 2025 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下降 6.14%，主要系本期划出 6 家一级子公司所致，合计减少资本公积 9.85 亿元；同时，公司收到盱眙县国资办无偿划转粮食集团，增加资本公积 0.49 亿元所致。同期末，公司未分配利润较上年底增长 11.47%，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（单位：亿元）

科目	2024 年末		2025 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	22.00	11.36	22.00	11.92
资本公积	157.05	81.07	147.41	79.85
未分配利润	12.62	6.51	14.06	7.62
归属于母公司所有者权益合计	192.43	99.34	184.33	99.85
少数股东权益	1.28	0.66	0.27	0.15
所有者权益合计	193.71	100.00	184.60	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，公司全部债务小幅下降，债务结构以长期债务为主，债务负担指标表现较轻，但短期内面临较大的债务集中兑付压力。

截至 2025 年底，公司负债总额 194.83 亿元，较上年底增长 3.82%。其中，流动负债占 52.65%，非流动负债占 47.35%。公司负债结构相对均衡，流动负债占比上升较快。

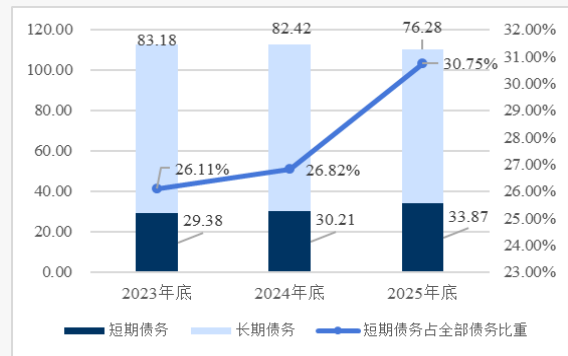
图表 13 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2024 年末		2025 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	88.46	47.14	102.58	52.65
短期借款	13.97	7.44	19.89	10.21
应付账款	8.72	4.65	5.76	2.96
其他应付款（合计）	37.59	20.03	56.63	29.06
一年内到期的非流动负债	12.94	6.90	12.48	6.41
非流动负债	99.21	52.86	92.25	47.35
长期借款	79.23	42.22	74.68	38.33
应付债券	3.19	1.70	1.60	0.82
长期应付款（合计）	16.08	8.57	15.96	8.19
负债总额	187.67	100.00	194.83	100.00

注：其他应付款（合计）含应付利息
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

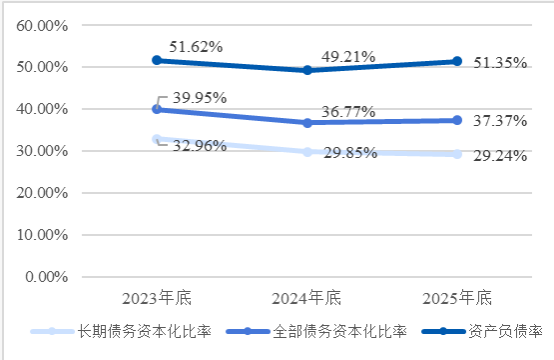
全部债务方面，截至 2025 年底，公司全部债务 110.15 亿元，较上年底下降 2.20%，较上年底变化不大。债务结构方面，公司债务结构以长期债务为主，融资渠道以银行借款和债券融资为主，分别占 95.62%和 1.45%，其余为票据等融资款项。从债务指标来看，截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 51.35%、37.37%和 29.24%，较上年底分别提高 2.14 个百分点、提高 0.60 个百分点和下降 0.61 个百分点。公司债务负担指标表现较轻。

图表 14 • 2023—2025 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 • 2023—2025 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，截至 2025 年底，公司短期债务为 33.87 亿元，短期内面临较大的债务集中兑付压力。

(3) 盈利能力

2025 年，公司营业总收入保持稳定，政府补助对利润总额贡献度高，盈利指标表现一般。

2025 年，公司实现营业总收入同比增长 0.83%；营业成本同比增长 2.15%；营业利润率同比下降 1.77 个百分点。

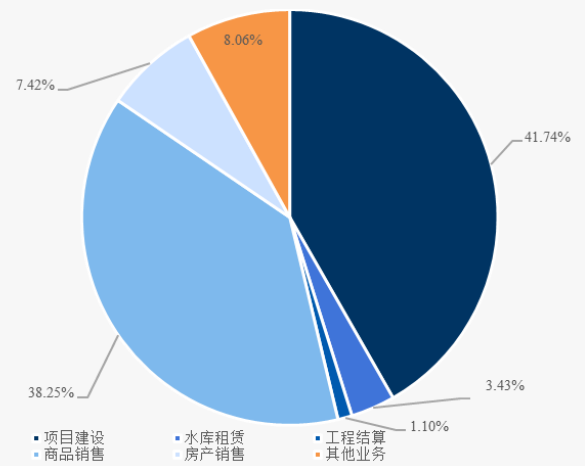
非经营性损益方面，2025 年，政府补助对公司利润总额贡献度高。整体看，公司盈利指标表现一般。

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年
营业总收入	13.29	13.40
营业成本	11.65	11.90
期间费用	0.95	0.93
其他收益	1.76	2.37
利润总额	2.14	1.75
营业利润率（%）	11.49	9.72
总资本收益率（%）	0.59	0.67
净资产收益率（%）	0.81	0.87

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 17 • 2025 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

2025 年，公司经营活动现金流保持净流入；现金收入比明显提升；投资活动现金规模净流出规模有所增加；筹资活动现金流净流出规模扩大。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 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	23.81	29.18
经营活动现金流出小计	21.86	21.10
经营活动现金流量净额	1.95	8.08
投资活动现金流入小计	0.08	0.01
投资活动现金流出小计	0.54	2.19
投资活动现金流量净额	-0.46	-2.18
筹资活动前现金流量净额	1.48	5.90
筹资活动现金流入小计	32.72	45.72
筹资活动现金流出小计	35.76	52.26
筹资活动现金流量净额	-3.03	-6.54
现金收入比（%）	55.23	118.46

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。2025 年，公司经营活动现金流入同比增长 22.55%，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下降 3.51%。同期，公司现金收入比同比大幅增长。从投资活动来看，2025 年，公司投资活动现金流入规模很小，投资活动现金流出大幅增长，投资活动现金净流出规模有所增加。2025 年，公司筹资活动前现金呈净流入状态；同期，公司筹资活动现金继续大幅净流出。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。

2 偿债指标变化

公司偿债指标表现较强，间接融资渠道较为通畅，面临一定或有负债风险。

图表 19 • 公司偿债指标

指标	2024 年	2025 年
现金短期债务比（倍）	0.73	0.44
EBITDA（亿元）	3.17	2.83
EBITDA 利息倍数（倍）	0.39	0.53

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

从偿债指标看，截至 2025 年底，公司现金类资产对短期债务的保障程度一般。2025 年，公司 EBITDA 有所下降，但对利息支出保障程度小幅提升。整体看，公司偿债指标表现较强。

截至 2025 年底，公司对外担保余额 129.49 亿元，担保比率为 70.14%，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 2025 年底，公司有 2 起诉讼案件，其中公司作为被告 1 起，系技术合同纠纷；作为原告 1 起，系建设工程施工合同纠纷，诉讼金额合计 2453.95 万元，上述诉讼目前均仍在审理中。

截至 2025 年底，公司获得的银行授信额度为 236.18 亿元，未使用额度为 46.46 亿元，间接融资渠道较为通畅。

3 公司本部主要变化情况

公司收入主要来自子公司，公司本部对下属子公司管控力度强；公司本部债务负担指标表现较轻，短期偿债压力小。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 195.00 亿元，较上年底增长 3.60%。其中，流动资产 114.03 亿元，非流动资产 80.97 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款（合计）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。截至 2025 年底，公司本部所有者权益为 69.88 亿元，较上年底下降 6.67%，实收资本和资本公积占比高，权益稳定性强；截至 2025 年底，公司本部全部债务 47.38 亿元，其中短期债务 7.56 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 64.16% 和 40.41%，整体债务负担指标表现较轻。2025 年，公司本部营业总收入 2.37 亿元，利润总额为 1.28 亿元。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环境保护，履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度完善。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，在资产划转和政府补助等方面继续获得有力的外部支持。

1 支持能力

公司实际控制人为盱眙县国资办。盱眙县是淮安市下辖县，区位条件良好，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，公司实际控制人综合实力很强。

2 支持可能性

公司作为盱眙县水库资产经营、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。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

2025 年，盱眙县国资办将粮食集团无偿划转给公司，增加资本公积 0.49 亿元。

政府补助

2025 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 2.37 亿元，计入“其他收益”。

八、债券偿还能力分析

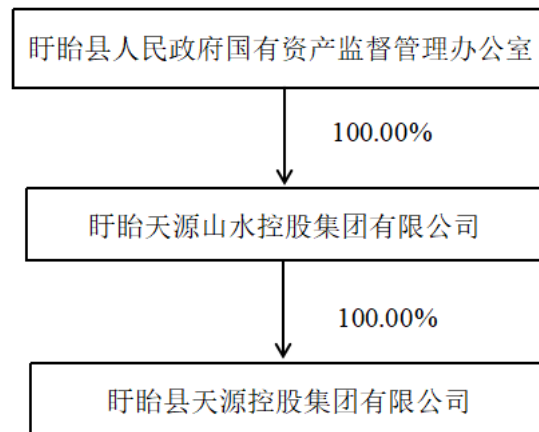
截至报告出具日，公司由联合资信评定的存续担保债券为“20 天源产融债/20 天源债”，债券余额 1.60 亿元，由江苏再担保提供不可撤销的连带责任保证担保。

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

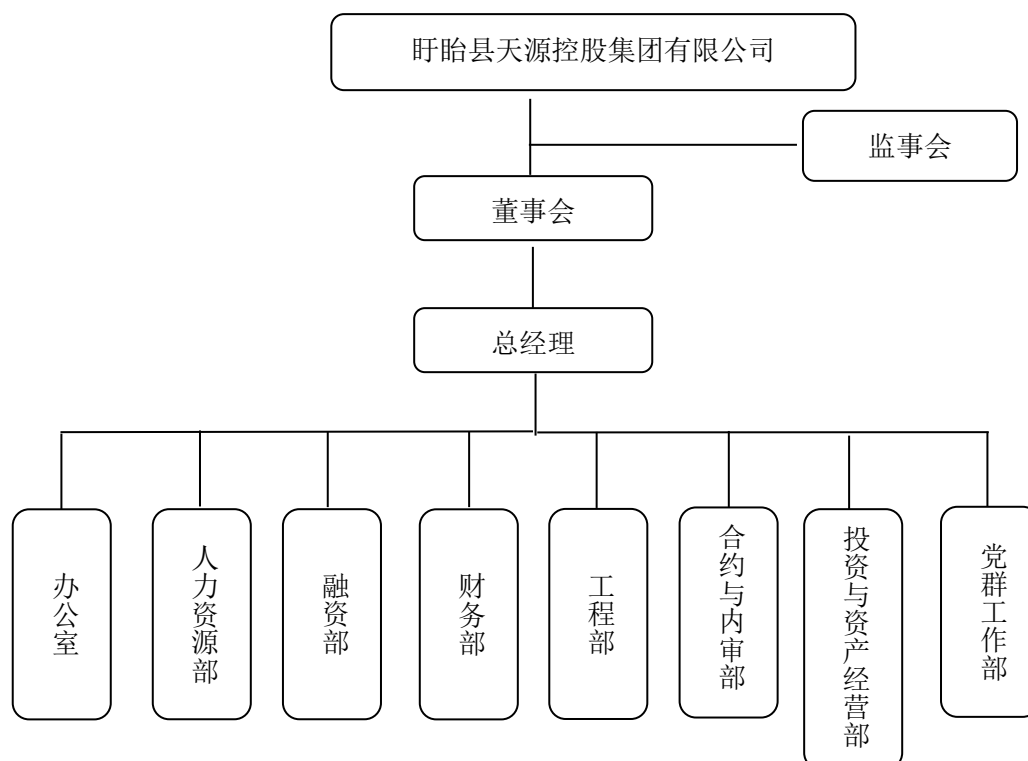
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“20 天源产融债/20 天源债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 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 2025 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
盱眙金谷粮食集团有限公司	食品、饮料及烟草制品批发	100.00%	--	划拨
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
江苏红楼梦世界股份有限公司	文化创意、交流	93.75%	--	出资设立
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
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
江苏盱和大数据科技有限公司	软硬件服务	74.00%	--	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	2023 年	2024 年	2025 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	17.69	22.00	14.78
应收账款（亿元）	15.82	15.53	12.69
其他应收款（合计）（亿元）	36.23	37.18	46.64
存货（亿元）	125.53	162.46	165.76
长期股权投资（亿元）	1.19	1.75	2.69
固定资产（合计）（亿元）	31.25	30.87	26.51
在建工程（合计）（亿元）	2.31	1.50	4.17
资产总额（亿元）	349.67	381.38	379.43
实收资本（亿元）	22.00	22.00	22.00
少数股东权益（亿元）	1.19	1.28	0.27
所有者权益（亿元）	169.18	193.71	184.60
短期债务（亿元）	29.38	30.21	33.87
长期债务（亿元）	83.18	82.42	76.28
全部债务（亿元）	112.56	112.63	110.15
营业总收入（亿元）	9.93	13.29	13.40
营业成本（亿元）	8.06	11.65	11.90
其他收益（亿元）	1.09	1.76	2.37
利润总额（亿元）	1.51	2.14	1.75
EBITDA（亿元）	3.45	3.17	2.83
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5.05	7.34	15.88
经营活动现金流入小计（亿元）	20.42	23.81	29.18
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.27	1.95	8.08
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.62	-0.46	-2.18
筹资活动现金流量净额（亿元）	5.04	-3.03	-6.54
财务指标			
现金收入比（%）	50.89	55.23	118.46
营业利润率（%）	17.80	11.49	9.72
总资本收益率（%）	0.70	0.59	0.67
净资产收益率（%）	0.71	0.81	0.87
长期债务资本化比率（%）	32.96	29.85	29.24
全部债务资本化比率（%）	39.95	36.77	37.37
资产负债率（%）	51.62	49.21	51.35
流动比率（%）	223.01	273.25	237.15
速动比率（%）	82.28	89.60	75.56
经营现金流动负债比（%）	-1.43	2.20	7.88
短期债务占比（%）	26.11	26.82	30.75
现金短期债务比（倍）	0.60	0.73	0.44
EBITDA 利息倍数（倍）	0.52	0.39	0.53

注：1. 2023—2025 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	2023 年	2024 年	2025 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	9.35	10.25	8.38
应收账款（亿元）	8.80	8.11	10.47
其他应收款（合计）（亿元）	36.64	36.12	39.45
存货（亿元）	38.44	44.57	53.56
长期股权投资（亿元）	33.99	33.88	28.15
固定资产（合计）（亿元）	22.68	22.87	23.15
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	181.53	188.21	195.00
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）	75.88	74.87	69.88
短期债务（亿元）	10.22	9.57	7.56
长期债务（亿元）	26.22	32.82	39.82
全部债务（亿元）	36.44	42.40	47.38
营业总收入（亿元）	2.31	2.38	2.37
营业成本（亿元）	1.87	1.96	1.98
其他收益（亿元）	0.60	0.61	1.93
利润总额（亿元）	0.94	0.98	1.28
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.15	3.60	2.34
经营活动现金流入小计（亿元）	15.83	18.09	20.88
经营活动现金流量净额（亿元）	13.42	12.52	10.90
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.55	-1.25	-1.66
筹资活动现金流量净额（亿元）	-10.52	-11.52	-9.99
财务指标			
现金收入比（%）	92.68	150.95	98.88
营业利润率（%）	17.79	16.31	12.15
总资本收益率（%）	0.98	0.92	1.24
净资产收益率（%）	1.19	1.18	1.83
长期债务资本化比率（%）	25.68	30.48	36.30
全部债务资本化比率（%）	32.44	36.15	40.41
资产负债率（%）	58.20	60.22	64.16
流动比率（%）	105.97	108.32	102.60
速动比率（%）	62.85	60.82	54.41
经营现金流动负债比（%）	15.05	13.35	9.81
短期债务占比（%）	28.04	22.58	15.97
现金短期债务比（倍）	0.92	1.07	1.11
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/

注：1. 2023—2025 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	
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