

信用评级公告

联合〔2022〕5840号

联合资信评估股份有限公司通过对江西黄岗山投资股份有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江西黄岗山投资股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，“18黄岗山债 01”“19黄岗山债 01”和“19黄岗山债 02”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

二〇二二年七月五日

江西黄岗山投资股份有限公司 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
江西黄岗山投资股份有限公司	AA ⁻	稳定	AA ⁻	稳定
18 黄岗山债 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 黄岗山债 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 黄岗山债 02	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 黄岗山债 01	5 亿元	4 亿元	2025/10/08
19 黄岗山债 01	5 亿元	4 亿元	2026/01/25
19 黄岗山债 02	2 亿元	1.6 亿元	2026/04/12

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

跟踪评级时间：2022 年 7 月 5 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
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

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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	bbb ⁺	评级结果			AA ⁻
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	C	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	
			经营分析	4	
			企业管理	3	
财务风险	F4	现金流	盈利能力	3	
			现金流量	6	
			资产质量	4	
		资本结构	2		
		偿债能力	4		
调整因素和理由				调整子级	
外部支持				4	

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

评级观点

江西黄岗山投资股份有限公司（以下简称“公司”）是江西省上饶市铅山县重要的城市基础设施建设主体。跟踪期内，铅山县经济持续发展，公司持续获得铅山县人民政府的有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产质量一般、收入实现质量差、未来资本支出压力较大、存在或有负债风险以及短期偿付压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司存续债券“18 黄岗山债 01”“19 黄岗山债 01”和“19 黄岗山债 02”均由重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“重庆三峡担保”）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，重庆三峡担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保有效提升了上述债券的偿付安全性。同时，存续债券均设置了分期还本条款，一定程度上可缓解公司的集中偿付压力。

未来，随着公司项目建设推进，公司整体经营状况有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，“18 黄岗山债 01”“19 黄岗山债 01”和“19 黄岗山债 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 经营环境良好。**跟踪期内，铅山县经济持续发展。2021 年，铅山县全年实现地区生产总值 182.64 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.6%；实现一般公共预算收入 14.16 亿元，增长 0.3%。
- 持续得到政府支持。**公司作为铅山县重要的城市基础设施建设主体，跟踪期内得到铅山县人民政府各项补助共计 2.32 亿元。
- 外部担保有效提升债券的偿付安全性。**重庆三峡担保为“18 黄岗山债 01”“19 黄岗山债 01”和“19 黄岗山债 02”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了上述债券本息偿付的安全性。
- 分期偿还条款缓解集中偿付压力。**“18 黄岗山债 01”

分析师：张依 黄杨宇宸

邮箱：lianhe@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）

网址：www.lhratings.com

“19 黄岗山债 01”和“19 黄岗山债 02”均设置本金分期偿还条款，一定程度上缓解了公司集中偿付压力。

关注

1. **未来资本支出压力较大。**公司在建项目尚需投资14.79 亿元，未来资本支出压力较大。
2. **资产质量一般。**公司资产中应收类款项占比较高，对资金形成一定占用；存货中基建项目投入规模较大，变现受政府结算进度影响大；受限资产占比 25.61%，资产受限比例较高，整体资产流动性较弱，资产质量一般。
3. **公司利润对政府补贴依赖性强。**2021 年，公司利润总额 2.02 亿元，获得政府补贴 2.32 亿元。
4. **公司收入实现质量差，经营活动现金流持续净流出，2021 年现金及现金等价物净减少 2.39 亿元。**2021 年，公司现金收入比为 24.89%，加之项目持续投入，经营活动净现金流为-0.13 亿元。
5. **存在短期偿付压力，对外筹资压力较大。**2021 年，公司现金短期债务比下降至 0.63 倍，2021 年，公司筹资活动现金流入量大幅下降，备用授信已用尽。
6. **存在或有负债风险。**2021 年底，公司对外担保余额合计 11.87 亿元，担保比率为 16.49%。公司对民营企业的对外担保余额为 2479.00 万元，其中一民营企业法定代表人及股东被纳入失信被执行人。

主要财务数据：

项 目	合并口径		
	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产(亿元)	5.64	7.59	6.33
资产总额(亿元)	156.34	192.55	207.83
所有者权益(亿元)	69.30	70.65	71.95
短期债务(亿元)	8.34	6.99	9.99
长期债务(亿元)	45.92	48.74	44.91
全部债务(亿元)	54.26	55.73	54.90
营业总收入(亿元)	4.56	6.33	5.94
利润总额(亿元)	2.23	1.77	2.02
EBITDA(亿元)	2.81	2.41	2.65
经营性净现金流(亿元)	-9.60	-3.97	-0.13
营业利润率(%)	6.01	5.25	8.88
净资产收益率(%)	2.62	1.90	2.17

资产负债率(%)	55.67	63.31	65.38
全部债务资本化比率(%)	43.91	44.10	43.28
流动比率(%)	317.30	225.73	202.87
经营现金流动负债比(%)	-23.35	-5.43	-0.14
现金短期债务比(倍)	0.68	1.09	0.63
EBITDA 利息倍数(倍)	0.55	0.26	0.36
全部债务/EBITDA(倍)	19.30	23.13	20.76

公司本部(母公司)			
项目	2019年	2020年	2021年
资产总额(亿元)	143.50	171.11	189.12
所有者权益(亿元)	63.88	65.26	66.57
全部债务(亿元)	19.50	14.93	19.18
营业总收入(亿元)	4.53	6.29	5.88
利润总额(亿元)	1.80	1.81	2.03
资产负债率(%)	55.48	61.86	64.80
全部债务资本化比率(%)	23.38	18.62	22.36
流动比率(%)	190.07	150.50	147.44
经营现金流动负债比(%)	-14.52	1.52	0.91

注: 1. 已将长期应付款和其他非流动负债中有息债务纳入全部债务核算; 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
资料来源: 公司审计报告及提供资料

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 黄山山债 02 19 黄山山债 01 18 黄山山债 01	AAA	AA ⁺	稳定	2021/09/29	张 依 黄杨宇宸	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
19 黄山山债 02	AAA	AA ⁺	稳定	2019/03/20	张 依 马玉丹	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
19 黄山山债 01	AAA	AA ⁺	稳定	2018/12/28	张 依 马玉丹	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
18 黄山山债 01	AAA	AA ⁺	稳定	2018/07/19	张 依 马玉丹	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2017年) 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、本报告系联合资信接受江西黄岗山投资股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，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。

六、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。

七、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。

八、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。

江西黄岗山投资股份有限公司 2022 年跟踪评级报告

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”）关于江西黄岗山投资股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续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，公司经营范围及组织架构均未发生变动。截至 2021 年底，公司注册资本 1.85 亿元，实收资本由 2020 年的 1.85 亿元下降至 1.70 亿元，系公司回购中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）持有公司的部分股权。公司实收资本中铅山城投控股集团有限公司（以下简称“铅山城投”）、铅山县财政公共服务中心（原铅山县乡镇财政管理局）和农发基金分别出资 1.20 亿元（占 70.59%）、0.30 亿元（占 17.65%）和 0.20 亿元（占 11.76%），截至 2022 年 7 月 4 日，公司股权比例暂未进行工商变更。铅山城投系铅山县人民政府授权铅山县国有资产监督管理办公室（以下简称“铅山县国资办”）出资设立的国有独资公司，公司实际控制人为铅山县国资办。

截至 2021 年底，公司资产总额 207.83 亿元，所有者权益 71.95 亿元；2021 年，公司实现营业总收入 5.94 亿元，利润总额 2.02 亿元。

公司注册地址：江西省上饶市铅山县河口镇鹅湖大道 76 号；法定代表人：邓仁贵。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 6 月底，公司由联合资信所评公司存续债券详见下表，跟踪期内，公司存续债券均已按时支付分期本金及利息。

“18 黄岗山债 01”“19 黄岗山债 01”和“19 黄岗山债 02”募集资金共 12.00 亿元，其中 8.00 亿元用于上饶市铅山县城区棚户区（城中村）改造项目（以下简称“棚户区项目”）、4.00 亿元用于铅山县综合停车场建设项目（以下简称“停车场项目”）。棚户区项目原计划于 2018 年 12 月完成竣工验收，项目预计总投资 16.02 亿元；停车场项目原计划于 2018 年 12 月完成竣工验收，项目预计总投资 6.68 亿元。截至 2022 年底，上述募投项目募集资金已全部按规定使用完毕，

棚户区项目已基本完成拆迁工作，保障房仍处于建设之中；停车场项目已完成基本框架建设，进入收尾阶段。联合资信将对项目后续进展情况和收益实现情况保持关注。

表 1 截至 2022 年 6 月底公司存续债券概况

（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限	票面利率
18 黄岗山债 01	5.00	4.00	2018/10/08	7	7.90%
19 黄岗山债 01	5.00	4.00	2019/01/25	7	7.90%
19 黄岗山债 02	2.00	1.60	2019/04/12	7	7.48%
合计	12.00	9.60	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2021 年底，公司存续期担保债券包括“18 黄岗山债 01”“19 黄岗山债 01”和“19 黄岗山债 02”，上述债券均由重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“重庆三峡担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，

国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）

但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，

体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，

居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生

等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

(2) 行业监管与政策

2021年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥

基建逆经济周期调节作用。

2021年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监会〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法依规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进

新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济环境

跟踪期内，上饶市和铅山县经济稳定发展，财政实力保持增长，公司经营环境良好。

上饶市

上饶市地处江西省东北部，东邻浙江省衢州市，北与九江市、景德镇市接壤，南依武夷山脉毗邻福建南平市，西滨鄱阳湖与省会南昌市相望，总面积22791平方千米，占江西省总面积的13.68%。上饶市下辖信州区、广丰区、广信区、玉山县、横峰县、弋阳县、铅山县、德兴市、婺源县、万年县、余干县、鄱阳县共12县（市、区）。

根据《2021年上饶市国民经济和社会发展统计公报》，2021年上饶市完成地区生产总值3043.5亿元，增长9.0%。其中，第一产业增加值316.9亿元，增长7.1%；第二产业增加值1200.9亿元，增长8.4%；第三产业增加值1525.7亿元，增长10.0%。三次产业对经济增长的贡献率分别为8.8%、35.4%和55.8%；三次产业结构由11.3:38.2:50.5调整为10.4:39.5:50.1，第三产业占比较2020年下降0.4个百分点。2021年，上饶市人均地区生产总值47081元，增长9.6%。

2021年，上饶市规模以上工业增加值同比增长12.0%。2021年，上饶市固定资产投资同比增长11.3%。分产业看，第一产业投资下降26.3%；第二产业投资增长24.6%，其中工业投资增长25.3%；第三产业投资下降0.8%。从投资主要构成看，基础设施投资增长8.6%，占全部投资的17.6%；工业投资增长25.3%，占全部投资的55.5%。

根据《关于上饶市2021年全市和市级预算执行情况与2022年全市和市级预算草案的报告（书面）》，2021年，上饶市完成一般公共预算收入236.0亿元，较2020年增长4.0%；完成一般公共预算支出752.1亿元，较上年增长0.3%。

根据上饶市统计局发布的公开信息，2021年1—4月，上饶市规模以上工业增加值同比增长8.9%；固定资产投资同比增长11.8%。同期，

全市实现一般公共预算收入120.3亿元,比2021年同期提高12.5个百分点。其中,地方税收收入占一般公共预算收入比重67.3%。全市一般公共预算支出281.3亿元,增长3.2%。

铅山县

铅山县地处江西省东北部,是上饶市辖县之一。面积2178平方公里,现辖17个乡镇,1个服务中心。铅山县境内水力资源十分丰富,水能蕴藏量达50万千瓦,已开发和正在开发装机容量16.5万千瓦,是国家第二批农村电气化试点县;地下资源丰富,已探明的矿产有铜、铅、锌、煤、石灰石、花岗岩等30余种,拥有全国第二大露天铜矿永平铜矿。

根据铅山县统计局发布的《2021年铅山县经济运行情况分析》,2021年,铅山县全年实现地区生产总值182.64亿元,按可比价格计算,同比增长8.6%。其中,第一产业增加值20.51亿元,增长7.1%;第二产业增加值72.35亿元,增长8.1%;第三产业增加值89.78亿元,增长9.4%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值比重分别为11.2:39.6:49.2。

2021年,铅山县工业对经济贡献率为29.2%,拉动地区生产总值增长2.51个百分点。全县规模以上工业增加值增长11.4%,两年平均增长8.2%。2021年,铅山县500万以上固定资产投资增长10.5%。

根据《关于铅山县2021年财政预算执行情况和2022年财政预算草案的报告(书面)》,2021年,铅山县实现一般公共预算收入14.16亿元,其中税收收入9.78亿元,占一般公共预算收入的69.05%;同年,铅山县完成政府性基金收入14.93亿元,主要来自于土地出让金。

截至2021年底,铅山县政府债务余额35.15亿元。其中:一般债务余额14.89亿元,专项债务余额20.26亿元。

五、基础素质分析

1. 股权结构

截至2021年底,公司注册资本1.85亿元,

铅山城投持有公司70.59%的股份,为公司第一大股东;铅山县国资办为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司是江西省上饶市铅山县重要的城市基础设施建设主体,业务专营优势明显。

公司通过筹集城建资金,先后实施了铅山县信江大桥、铅山县工业园区以及上饶市经开区至铅山县城连接线等铅山县重大工程项目。

除公司外,铅山县无其他平台公司公开发债,公司作为铅山县重要的城市基础设施建设主体在业务开展和项目资源获取方面具有专营优势。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好,联合资信未发现公司有其他不良信用记录。

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:91361100787255751D),截至2022年5月26日,公司本部无未结清的不良类信贷信息记录,已结清记录存在9笔关注类贷款。根据上饶银行股份有限公司铅山支行和公司分别提供的说明,上述关注类贷款系银行内部管理划分调整所致,公司均已按时归还本金及利息。

截至2022年7月4日,联合资信未发现公司被列入失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内,公司高管、法人治理结构、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内,公司主营业务收入仍以基础设施建设业务收入为主,其他业务收入规模仍很小;受基础设施建设毛利率提升影响,公司综合毛利率较2020年有所提升。

2021年，公司基础设施建设收入同比下降7.02%，主要系政府结算项目规模减少；其他业务收入主要为汽车租赁收入，整体规模很小，对公司主营业务收入影响不大。

2021年，公司主营业务毛利率同比提升2.69个百分点，主要系基础设施建设业务毛利率提升所致；公司其他业务毛利率大幅下降，持续为负，主要系汽车租赁业务成本较高所致。

表3 公司主营业务收入构成和毛利率情况

项目	2020年			2021年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
基础设施建设	6.27	99.51	6.36	5.83	99.44	9.09
其他	0.03	0.49	-0.55	0.03	0.56	-82.53
合计	6.30	100.00	5.89	5.86	100.00	8.58

资料来源：审计报告

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司基础设施建设持续推进，受结算进度影响收入规模有所下降，项目回款滞后。公司在建项目未来仍需一定投资规模，存在一定的融资压力；自营项目因项目周期较长致使费用累积及建筑材料成本上涨等原因，实际投资额已超概算，未来收益实现情况有待观察。

公司的基础设施建设业务主要由公司本部负责，主要涉及道路、桥梁建设以及园区开发等。公司项目建设主要采用委托代建模式，部分项目采用政府回购或自建自营模式。

委托代建模式下，公司与铅山县人民政府签订了《委托建设合同》，受县政府委托实施铅山县城区范围内的基础设施和安置房建设工程以及土地拆迁、补偿、安置、平整等开发工程。项目完工后移交给铅山县人民政府，县政府按公司承建工程的实际成本加成一定比例的管理费结算并支付工程款。建设、开发项目工程款每年结算一次。公司目前无单独的一级土地开发业务，土地平整系为了园区类项目整体开发建设进行，整理后再进行同区块的配套基础设施工程建设，前期土地征迁、平整支

出纳入相关工程成本，待工程完工后一并作为基础设施建设成本结算。从收入确认方式来看，根据公司与铅山县人民政府签订的《委托建设合同》，公司代建项目按照成本加成的形式确认收入，加成比例在10%左右。

自2018年起，公司小部分项目采取政府回购模式。依据公司与铅山县人民政府签订的项目合同，在项目完工后，由铅山县人民政府与公司进行结算，并根据合同向公司支付相应款项。

2021年，公司基础设施建设业务收入主要来源于道路建设等项目，2021年收到政府回款0.99亿元，公司基础设施建设收入回款情况受政府支付效率影响存在较大滞后。

截至2021年底，公司在建项目情况详见下表。公司自建项目总投资规模较大，未来将通过市场化运作获得收益，其中棚户区改造项目 and 停车场建设项目为跟踪评级债券募投项目。

表4 截至2021年底公司主要在建项目情况

(单位：亿元)

项目名称	项目类型	总投资 金额	已投资 金额
棚户区改造项目	自建	16.02	16.68
综合停车场项目工程	自建	6.68	6.68
高标农田基础设施改造	代建	5.74	5.25
铅山县现代农业产业园标准化厂房及配套	代建	3.10	2.22
铅山县河永快速通道公路工程	代建	3.25	1.94
铅山县信江产业新城定制化厂房及配套	代建	3.15	2.61
上铅快速通道路基S2标	代建	1.21	1.12
铅山县两河改造项目	代建	2.60	1.53
扶贫光伏发电	自建	2.80	1.35
铅山县城南棚改置换房建设项目	自建	8.78	0.59
合计	--	53.33	39.97

注：公司零星项目较多，未在上表中体现；棚户区改造项目因项目周期较长致使各类费用累积增加，同时叠加建筑材料价格上涨较大等因素实际投资规模已超出计划总投资额0.66亿元

资料来源：公司提供

公司在建项目未来仍需一定规模的投资支出，公司仍存在一定的外部融资压力，自建自营项目收益实现受项目建设、运营和区域发展情况等因素影响大，收益实现情况仍有待观

察。公司暂无拟建项目。

3. 未来发展

随着铅山县的持续发展,公司未来业务量较有保障。

未来,随着铅山县大力开展城市基础设施建设,着重加强对于老城区的开发改造,公司作为铅山县重要的城市基础设施投资、建设及运营主体,未来业务量较有保障。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年度财务报告,中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)对财务报告进行审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。

2021 年底,公司拥有纳入合并范围内的子公司 22 家。2021 年,公司合并范围减少 4 家子公司。其中,注销铅山县永平十景旅游开发有限责任公司、江西惠济孵化器科技服务有限公司和铅山县金鸡竹木制品有限公司,划出铅

山县绿色产业投资发展有限公司。公司注销的 3 家公司无实际业务发生,划出的公司资产规模较小。总体看,合并范围减少子公司对公司财务数据影响不大,公司财务数据可比性较强。

截至 2021 年底,公司资产总额 207.83 亿元,所有者权益 71.95 亿元;2021 年,公司实现营业收入总收入 5.94 亿元,利润总额 2.02 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内,公司资产规模有所增长,其中应收类款项和存货占比较高;存货中基建项目投入变现受政府结算进度影响大;应收类款项对公司资金形成一定占用,且部分应收账款欠款方被列入失信被执行人,存在一定回款风险;资产受限比例较高。公司资产流动性较弱,资产质量一般。

2021 年底,公司资产总额较 2020 年底增长 7.93%。公司资产仍以流动资产为主,主要构成见下表。

表5 公司主要资产构成情况

科目	2020 年底		2021 年底	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	165.12	85.76	179.87	86.55
货币资金	7.59	3.94	6.33	3.05
应收账款	19.26	10.00	23.90	11.50
其他应收款	18.86	9.80	26.01	12.51
存货	119.42	62.02	123.63	59.49
非流动资产	27.43	14.24	27.96	13.45
投资性房地产	21.04	10.93	20.62	9.92
固定资产	4.10	2.13	4.82	2.32
在建工程	1.55	0.80	1.69	0.81
资产总额	192.55	100.00	207.83	100.00

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

2021 年底,公司流动资产较 2020 年底增长 8.93%,主要系应收类款项和存货增长所致;从构成上看,公司流动资产主要由存货、应收账款和其他应收款构成。

2021 年底,公司货币资金较 2020 年底下

降 16.49%,主要系公司收到资金往来减少所致。其中 1.14 亿元货币资金为保证金使用受限,受限比例 17.93%。

2021 年底,公司应收账款较 2020 年底增长 24.10%,主要系应收铅山县财政局的工程款

增长所致。从结构上看，应收铅山县财政局的工程款 22.48 亿元，应收铅山县立天房地产发展有限公司²（以下简称“立天房地产公司”）的款项 1.81 亿元，合计占应收账款期末余额的 99.95%，集中度高。经联合资信公开信息查询，立天房地产公司于 2020 年 12 月 15 日被列入失信被执行人，涉案金额 1.02 亿元，公司对立天房地产公司的应收账款计提坏账准备 0.40 亿元。

2021 年底，公司其他应收款较 2020 年底增长 37.88%，主要系公司关联方往来款增长所致。公司其他应收款前五名欠款单位合计欠款占其他应收款总额的 68.72%，集中度较高；按款项性质看，公司其他应收款主要为与政府单位及国有企业之间的往来款，对资金形成一定占用。2021 年底，公司对其他应收款共计提坏账准备 0.18 亿元，计提比例为 0.71%。

表6 2021年底公司其他应收款前五名明细

（单位：亿元）

单位名称	款项性质	账面余额	账龄	占比 (%)
铅山县工业园区建设指挥部	往来款	8.06	3 年以内	30.77
铅山县城投产业投资有限公司	关联方往来款	4.82	2 年以内	18.42
铅山县财政局	往来款	2.22	2 年以内	8.49
铅山县新型城镇化建设（一期）项目部	代垫款	1.50	2 年以内	5.73
铅山县公共住房开发建设投资有限公司	关联方往来款	1.39	3 年以内	5.31
合计	--	17.99	--	68.72

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2021 年底，公司存货较 2020 年底增长 3.53%，系合同履行成本和开发用土地增长所致。其中，公司合同履行成本 81.65 亿元（主要为代建项目的工程投入），开发用土地账面价值 41.99 亿元（其中 38.75 亿元土地已用于抵押）。

2021 年底，公司非流动资产较 2020 年底增长 1.95%，公司非流动资产主要由投资性房地产（占 73.74%）、固定资产（占 17.23%）

和在建工程（占 6.05%）构成。公司固定资产较 2020 年底增长 17.53%，主要系房屋建筑物增加所致。公司在建工程较 2020 年底增长 9.40%，主要系公司扶贫电站等项目持续投入所致。

2021 年底，公司资产受限情况详见下表，受限资产主要以抵押的土地为主。

表7 截至 2021 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	1.14	0.55	保证金
存货	38.75	18.64	抵押
固定资产	4.21	2.03	抵押
投资性房地产	9.14	4.40	抵押
合计	53.23	25.61	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司实收资本有所下降，但所有者权益较 2020 年底有所增长，权益结构稳定性尚可。

2021 年底，公司所有者权益较 2020 年底增长 1.84%，主要系利润累计留存所致。公司实收资本较 2020 年减少 0.15 亿元，系公司回购农发基金持有公司的部分股权所致。公司资本公积基本保持稳定；未分配利润较 2020 年底增长 17.25%。从结构上看，公司所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成，权益结构稳定性尚可。

表8 公司主要所有者权益构成情况

项目	2020 年底		2021 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
实收资本	1.85	2.62	1.70	2.36
资本公积	59.57	84.31	59.57	82.80
未分配利润	8.32	11.77	9.75	13.56
归属于母公司所有者权益合计	70.65	100.00	71.95	100.00
所有者权益合计	70.65	100.00	71.95	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

² 铅山县立天房地产发展有限公司为民营企业，公司将土地进行转让，产生部分应收款项，账龄在 4 年以内

(2) 负债

跟踪期内，公司负债规模持续增长，有息债务较 2020 年底略有下降，整体债务负担一

般。

2021 年底，公司负债总额较 2020 年底增长 11.47%。公司负债结构仍以流动负债为主。

表 9 公司主要负债构成情况

科目	2020 年底		2021 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	73.15	60.01	88.66	65.25
短期借款	1.10	0.90	0.89	0.65
其他应付款	63.50	52.09	75.70	55.71
一年内到期的非流动负债	5.18	4.25	7.97	5.86
非流动负债	48.75	39.99	47.22	34.75
长期借款	28.47	23.36	29.66	21.83
应付债券	18.89	15.50	14.52	10.69
长期应付款	0.65	0.53	2.30	1.69
其他非流动负债	0.73	0.60	0.73	0.54
负债总额	121.90	100.00	135.88	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2021 年底，公司流动负债较 2020 年底增长 21.21%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2021 年底，公司短期借款较 2020 年底下降 19.01%，全部为保证借款，短期借款利率在 4.35%~5.15% 之间。公司其他应付款较 2020 年底增长 19.21%，主要系关联方往来款增长所致。从往来对象来看，其他应付款往来对象主要为参股子公司等国有企业。

表 10 截至 2021 年底公司其他应付款前五名明细
(单位：亿元)

单位名称	账面余额	占比 (%)
铅山城投控股集团有限公司	20.42	27.12
上饶市城市建设投资开发集团有限公司	6.66	8.84
铅山城投智慧停车服务有限公司	3.44	4.57
铅山县农业产业投资发展有限公司	3.36	4.46
江西振兴发展铅山产业投资中心(有限合伙)	3.00	3.98
合计	36.88	48.97

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2021 年底，公司一年内到期的非流动负债较 2020 年底增长 53.80%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券增长所致。主要包括一年内到期的长期借款 5.03 亿元、应付债券 2.40 亿元、长期应付款 0.48 亿元。

2021 年底，公司非流动负债较 2020 年底下降 3.14%，主要系应付债券的偿还及一年内到期部分调整至流动负债所致。2021 年底，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。其中，长期借款较 2020 年底增长 4.18%，主要包括保证+质押借款 15.08 亿元、抵押借款 8.26 亿元和保证借款 4.71 亿元，借款利率在 4.95%~6.88% 之间。应付债券较 2020 年底下降 23.13%，主要为公司偿还“18 黄岗山债 01”分期本金，偿还子公司发行的私募可转换债券。公司长期应付款较 2020 年底大幅增长 256.47%，系增加铅山县住房和城乡建设局针对铅山县城南棚改置换房建设项目资金的专项应付款所致。公司其他非流动负债较 2020 年底基本保持稳定，全部为定向融资款，本报告将其纳入全部债务核算。

截至 2021 年底，公司全部债务较 2020 年底下降 1.48%。其中短期债务占 18.20%，长期

债务占 81.80%。

表11 公司有息债务构成情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年
短期债务	6.99	9.99
长期债务	48.74	44.91
全部债务	55.73	54.90
资产负债率（%）	63.31	65.38
全部债务资本化比率（%）	44.10	43.28
长期债务资本化比率（%）	40.83	38.43

注：已将长期应付款和其他非流动负债中有息债务纳入全部债务核算

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从债务指标来看，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 2020 年底分别变动 2.07 个、-0.82 个和 -2.40 个百分点。公司其他应付款中存在部分拆借款项，其中有息部分未能获取，公司实际债务负担或超过测算值。

根据公司提供的有息债务到期分布情况，公司将于 2022 年、2023 年和 2024 年以后到期的债务分别为 9.90 亿元、15.23 亿元和 29.77 亿元，公司 2023 年面临较大集中偿付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入有所下降，利润总额有所增长，政府补助对利润总额影响大。

2021 年，公司营业总收入同比下降 6.20%，主要系公司基础设施建设收入下降；2021 年公司营业成本同比下降 9.70%，营业成本降幅高于营业总收入，致使公司营业利润率同比提高 3.64 个百分点。

表 12 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
营业总收入	6.33	5.94
营业成本	5.96	5.38
其他收益	2.11	2.32
利润总额	1.77	2.02
营业利润率（%）	5.25	8.88
总资本收益率（%）	1.06	1.23
净资产收益率（%）	1.90	2.17

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2021 年，公司期间费用总额为 0.60 亿元，同比变化不大，仍以管理费用为主，期间费用率 10.05%。

2021 年，公司实现其他收益 2.32 亿元，同比增长 10.03%，主要为收到的与公司日常经营活动相关的政府补助，其他收益占利润总额的比重为 115.13%，对利润总额影响大。同期，公司利润总额同比增加 0.25 亿元。

从盈利指标来看，2021 年公司总资本收益率和净资产收益率同比分别提升 0.17 个和 0.27 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流净额及投资活动现金流净额持续为负，但缺口有所缩小，收入实现质量仍差。公司筹资活动现金流入规模下降明显，筹资活动现金流净额由正转负，2021 年现金及现金等价物净减少 2.39 亿元。考虑到公司项目支出和现有债务还本付息的资金需求，公司仍存在一定的筹资压力。

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入量同比下降 29.72%，主要系经营性回款及往来款减少所致。其中销售商品、提供劳务收到的现金 1.48 亿元，同比下降 45.94%。2021 年，公司现金收入比同比下降 18.30 个百分点，收入实现质量差。公司收到其他与经营活动有关的现金 20.44 亿元，主要为公司收到的往来款。同期，公司经营活动现金流出量同比下降 37.30%。其中公司购买商品、接受劳务支付的现金 8.67 亿元，主要为公司项目投入支出；支付其他与经营有关的现金 13.33 亿元，主要为往来款支出。2021 年，公司经营活动现金净流净额持续为负，但缺口有所缩小。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入量	31.19	21.92
经营活动现金流出量	35.16	22.05
经营活动现金流净额	-3.97	-0.13
投资活动现金流净额	-2.58	-0.93

筹资活动现金流入量	34.06	19.89
筹资活动现金流出量	25.44	21.22
筹资活动现金流净额	8.63	-1.33
现金收入比(%)	43.19	24.89

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

投资活动方面，2021年，公司无投资活动现金流入；投资活动现金流出主要以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金支出为主。2021年，公司投资活动现金流持续净流出。

筹资活动方面，2021年，公司筹资活动现金流入规模下降明显，其中取得借款收到的现金10.11亿元，同比下降50.39%，主要为公司发行债券以及借款获得的资金；收到其他与筹资活动有关的现金9.78亿元，主要为公司往来款。2021年，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息8.90亿元和支付其他与筹资活动有关的现金8.18亿元，主要为支付融资租赁的本金。2021年，公司筹资活动现金流净额由正转负。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司现金短期债务比下降明显，长期偿债能力指标表现较弱，间接融资渠道亟待拓宽，存在或有负债风险。

从短期偿债能力看，2021年，公司流动比率有所下降；速动比率略有上升，公司经营活动产生的现金流量净额持续为负，对公司流动负债无保障能力。同期，公司现金短期债务比下降明显，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。整体看，公司短期偿债能力指标表现较弱。

从长期偿债能力看，2021年，公司EBITDA和EBITDA利息倍数有所增长，全部债务/EBITDA有所下降。公司长期偿债能力指标表现较弱。

表14 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年
短期偿	流动比率(%)	225.73	202.87

债能力指标	速动比率(%)	62.48	63.43
	经营现金流流动负债比(%)	-5.43	-0.14
	现金短期债务比(倍)	1.09	0.63
长期偿债能力指标	EBITDA(亿元)	2.41	2.65
	EBITDA利息倍数(倍)	0.26	0.36
	全部债务/EBITDA(倍)	23.13	20.76

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年底，公司对外担保余额为11.87亿元，担保比率为16.49%，主要被担保对象为铅山县内国有企业，其中对民营企业的担保余额为2479.00万元。公司对外担保的民营企业中铅山县天鑫河红茶业有限公司法定代表人及股东江西含珠实业有限公司被纳入失信被执行人，公司存在或有负债风险。

表15 2021年底公司对外担保情况(单位：万元)

被担保单位	担保余额	到期日
铅山县弘升投资实业有限公司	30000.00	2032/01/27
	12000.00	2022/03/25
铅山县人民医院	12000.00	2031/03/29
	2770.53	2032/11/10
	4000.00	2032/12/04
	4000.00	2024/12/26
	8000.00	2025/06/04
	8000.00	2025/12/04
铅山县妇幼保健院	600.00	2030/06/29
铅山县安远矿业有限公司*	450.00	2032/01/29
铅山县翔宇物流有限公司*	450.00	2032/04/29
铅山县建安商品混凝土有限公司*	250.00	2031/07/29
江西省城镇开发投资有限公司	7137.09	2031/01/29
铅山县第一中学	4000.00	2031/10/29
铅山县中医院	1000.00	2022/12/29
	2670.39	2032/03/08
铅山县陈坊铁矿*	500.00	2031/12/29
江西省鑫诚实业有限公司*	500.00	2030/01/29
铅山县天鑫河红茶业有限公司*	300.00	2032/03/19
上饶市九狮物流有限公司*	29.00	2031/03/29
铅山县永铜水务发展有限公司	20000.00	2023/06/22
合计	118657.01	-

注：经公开信息查询，铅山县弘升投资实业有限公司已更名为铅山县发展集团有限公司；*为民营企业

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2021 年底，公司本部获得银行授信总额 32.16 亿元，已全部使用完毕，公司间接融资渠道亟待拓宽。

7. 母公司财务分析

公司资产、权益、收入和利润主要集中在母公司，母公司短期偿债能力指标表现一般。

2021 年底，母公司资产总额 189.12 亿元，较 2020 年底增长 10.53%，占合并口径的 91.00%。其中，流动资产 158.13 亿元，非流动资产 30.99 亿元。从构成看，流动资产主要由应收账款（占 15.10%）、其他应收款（占 28.31%）和存货（占 53.77%）构成。

2021 年底，母公司所有者权益为 66.57 亿元，较 2020 年底增长 2.01%，占合并口径的 92.53%。其中，实收资本较 2020 年减少 0.15 亿元至 1.70 亿元；资本公积较 2020 年底未发生变化，仍为 54.31 亿元；未分配利润 9.64 亿元，较 2020 年底增长 15.68%。公司所有者权益仍以资本公积为主。

2021 年底，母公司负债总额 122.55 亿元，较 2020 年底增长 15.78%，占合并口径的 90.19%。其中，流动负债 107.25 亿元，主要为其他应付款（占 93.69%），非流动负债 15.31 亿元，主要为长期借款（占 39.20%）和应付债券（占 56.02%）。2021 年底，母公司资产负债率为 64.80%，较 2020 年上升 2.94 个百分点；全部债务资本化比率为 22.36%。

2021 年，母公司实现营业总收入为 5.88 亿元，利润总额为 2.03 亿元。

2021 年底，母公司流动比率较 2020 年底有所下降，速动比率有所提升，分别为 147.44% 和 68.16%。2021 年，母公司经营现金流动负债比为 0.91%。同期，母公司现金短期债务比为 1.15 倍。

十、外部支持

公司是江西省上饶市铅山县重要的城市

基础设施建设主体，跟踪期内，公司获得了政府补贴方面的支持。

公司按照政府规划承接县内大部分基础设施建设项目，自成立以来，公司通过筹集城建资金，先后实施了铅山县信江大桥、铅山县工业园区以及上饶市经开区至铅山县城连接线等铅山县重大工程项目。

2019 年，公司收到财政拨款 10.42 亿元；2020 年，公司收到铅山县国资办划拨公务用车，账面价值 91.68 万元，均计入“资本公积”。

2019-2021 年，公司分别收到铅山县政府各项补助共计 2.73 亿元、2.11 亿元和 2.32 亿元，均计入“其他收益”。

十一、债券偿还能力分析

截至 2022 年 5 月底，公司存续期担保债券包括“18 黄岗山债 01”“19 黄岗山债 01”和“19 黄岗山债 02”，合计余额 9.60 亿元。上述存续债券均设置分期偿付条款，其中“18 黄岗山债 01”“19 黄岗山债 01”和“19 黄岗山债 02”在债券存续期的第 3~7 年末每年分期偿付 20% 本金。

“18 黄岗山债 01”“19 黄岗山债 01”和“19 黄岗山债 02”以募投项目收入作为还款来源。根据上饶宝信工程咨询有限公司出具的《上饶市铅山县城棚户区（城中村）改造项目可行性研究报告》和《铅山县综合停车场建设项目可行性研究报告》，铅山县城棚户区项目预计完工后可获得经营收入共计 119500.00 万元，停车场项目预计完工后在债券存续期内可获得经营收入共计 67122.28 万元。棚户区项目与停车场项目均原计划于 2018 年 12 月完成竣工验收，截至 2021 年底，棚户区项目已基本完成拆迁工作，保障房仍处于建设之中；停车场项目已完成基本框架建设，进入收尾阶段。联合资信将对项目后续进展情况和项目收益实现情况保持关注。

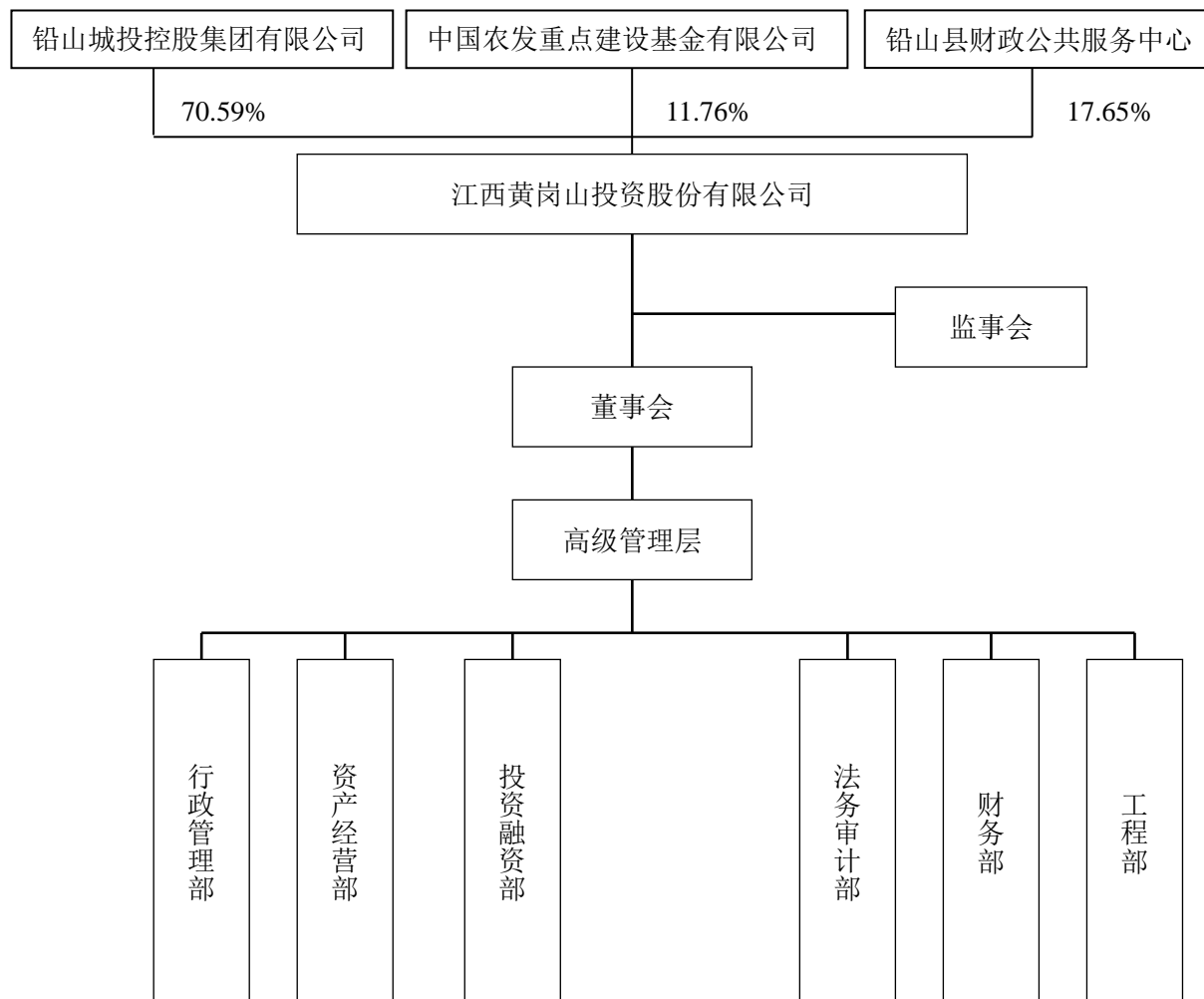
重庆三峡担保为“18 黄岗山债 01”“19 黄

岗山债01”和“19黄岗山债02”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，重庆三峡担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其担保有效提升了公司上述存续债券到期偿付的安全性。

十一、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-，“18黄岗山债01”“19黄岗山债01”和“19黄岗山债02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底公司股权及组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司合并范围子公司情况

企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
铅山县信江投资发展有限公司	15000.00	100.00	--	出资
上饶市信江投资有限责任公司	10000.00	100.00	--	出资
上饶市茅山建筑工程有限责任公司	3000.00	--	100.00	出资
铅山县水利投资发展有限公司	10000.00	100.00	--	出资
铅山县旅游投资发展有限公司	10000.00	100.00	--	出资
铅山县国有资产投资经营有限公司	5000.00	100.00	--	出资
江西黄岗山工贸有限公司	1000.00	100.00	--	出资
铅山县武夷山林场有限公司*	500.00	100.00	--	出资
铅山县独竖尖林场有限公司*	410.00	100.00	--	出资
铅山县黄冈山林场有限公司*	--	100.00	--	出资
铅山县国营永平综合垦殖场*	208.90	100.00	--	出资
铅山县黄岗山出租汽车有限公司	200.00	100.00	--	出资
铅山县公务用车服务有限公司	200.00	100.00	--	出资
江西惠济电子商务有限公司	200.00	100.00	--	出资
铅山县林业工业公司*	174.40	100.00	--	出资
铅山县共产主义劳动大学林场*	75.80	100.00	--	出资
铅山县森林苗圃*	65.00	100.00	--	出资
江西含珠园林绿化有限公司*	200.00	--	99.00	出资
铅山县行政中心餐饮服务有限公司*	50.00	100.00	--	出资
铅山县天柱山综合垦殖场*	50.00	100.00	--	出资
江西黄岗山实业发展有限公司	9500.00	100.00	--	出资
铅山城投鑫辉工程服务有限公司	200.00	--	100.00	出资

注：*表示截至 2021 年底，公司尚未对相关子公司出资，无业务发生
资料来源：公司财务报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.64	7.59	6.33
资产总额(亿元)	156.34	192.55	207.83
所有者权益(亿元)	69.30	70.65	71.95
短期债务(亿元)	8.34	6.99	9.99
长期债务(亿元)	45.92	48.74	44.91
全部债务(亿元)	54.26	55.73	54.90
营业总收入(亿元)	4.56	6.33	5.94
利润总额(亿元)	2.23	1.77	2.02
EBITDA(亿元)	2.81	2.41	2.65
经营性净现金流(亿元)	-9.60	-3.97	-0.13
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.39	0.39	0.28
存货周转次数(次)	0.06	0.06	0.04
总资产周转次数(次)	0.03	0.04	0.03
现金收入比(%)	43.59	43.19	24.89
营业利润率(%)	6.01	5.25	8.88
总资本收益率(%)	1.48	1.06	1.23
净资产收益率(%)	2.62	1.90	2.17
长期债务资本化比率(%)	39.85	40.83	38.43
全部债务资本化比率(%)	43.91	44.10	43.28
资产负债率(%)	55.67	63.31	65.38
流动比率(%)	317.30	225.73	202.87
速动比率(%)	131.67	62.48	63.43
经营现金流动负债比(%)	-23.35	-5.43	-0.14
现金短期债务比(倍)	0.68	1.09	0.63
EBITDA 利息倍数(倍)	0.55	0.26	0.36
全部债务/EBITDA(倍)	19.30	23.13	20.76

注：已将长期应付款和其他非流动负债中有息债务纳入全部债务核算
资料来源：公司财务报告及提供资料

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.34	5.54	4.46
资产总额(亿元)	143.50	171.11	189.12
所有者权益(亿元)	63.88	65.26	66.57
短期债务(亿元)	0.36	2.78	3.87
长期债务(亿元)	19.14	12.15	15.31
全部债务(亿元)	19.50	14.93	19.18
营业总收入(亿元)	4.53	6.29	5.88
利润总额(亿元)	1.80	1.81	2.03
EBITDA(亿元)	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	-8.78	1.42	0.97
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.39	0.38	0.27
存货周转次数(次)	0.07	0.08	0.06
总资产周转次数(次)	0.03	0.04	0.03
现金收入比(%)	43.85	42.83	24.15
营业利润率(%)	6.60	6.00	9.59
总资本收益率(%)	1.66	1.72	1.85
净资产收益率(%)	2.17	2.11	2.38
长期债务资本化比率(%)	23.05	15.70	18.69
全部债务资本化比率(%)	23.38	18.62	22.36
资产负债率(%)	55.48	61.86	64.80
流动比率(%)	190.07	150.50	147.44
速动比率(%)	80.01	60.20	68.16
经营现金流动负债比(%)	-14.52	1.52	0.91
现金短期债务比(倍)	14.82	1.99	1.15
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/

注：已将长期应付款和其他非流动负债中有息债务纳入全部债务核算；因未获取到 EBITDA 计算相关指标，相关数据无法计算
资料来源：公司财务报告及提供资料

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其含义

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