

江西黄岗山投资股份有限公司

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〕4433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，确定维持江西黄岗山投资股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“18 黄岗山债 01/18 黄投 01”“19 黄岗山债 01”“19 黄岗山债 02”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：

二〇二四年六月十八日

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，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。



江西黄岗山投资股份有限公司

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
江西黄岗山投资股份有限公司	AA-/稳定	AA-/稳定	2024/06/18
18 黄岗山债 01/18 黄投 01/	AAA/稳定	AAA/稳定	
19 黄岗山债 01/19 黄岗山债 02			

评级观点

跟踪期内，江西黄岗山投资股份有限公司（以下简称“公司”）仍是江西省上饶市铅山县重要的城市基础设施建设主体。2023 年，铅山县一般公共预算收入保持增长，公司经营环境良好，持续获得外部支持。跟踪期内，公司在治理结构和组织架构方面均未发生重大变化。公司营业总收入仍主要来源于基础设施建设业务，但公司主要在建的委托代建项目尚需投资规模小，暂无拟建项目，业务持续性有待观察。公司资产规模有所增长，其中存货和应收类款项占比高；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较大占用，账龄较长且应收账款存在一定回款风险。公司资产流动性弱，整体资产质量一般；所有者权益以资本公积为主，所有者权益稳定性尚可；债务结构以长期债务为主，但短期债务占比仍较高，整体债务负担一般，2024 年面临债务集中兑付压力；公司整体盈利指标表现尚可；短期偿债指标表现较弱，长期偿债指标表现尚可，间接融资渠道亟待拓宽，存在或有负债风险。

“18 黄岗山债 01/18 黄投 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，重庆三峡担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其提供的担保显著提升了上述债券的偿付安全性。同时，上述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。

个体调整：无。

外部支持调整：跟踪期内，公司在资金注入、股东债转股和财政补贴等方面持续获得外部支持。

评级展望

未来，随着上饶市铅山县开发建设的持续推进，公司在继续开展基础设施建设业务的同时不断探索基础设施建设的新路径，公司整体经营情况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：所在区域和经济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，资产质量和盈利能力大幅提升。

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，偿债能力恶化，政府支持程度减弱。

优势

- **跟踪期内，公司持续获得外部支持。**公司作为铅山县重要的城市基础设施建设主体，持续获得外部支持。2023 年，股东对公司债转股 4.00 亿元，政府向公司增资 3.44 亿元；同期，公司获得财政补贴 2.61 亿元。
- **外部担保显著提升债券的偿付安全性。**重庆三峡担保为“18 黄岗山债 01/18 黄投 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，显著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 01/18 黄投 01”“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的集中偿付压力。

关注

- **资产流动性弱。**公司资产中应收类款项占比较高，账龄较长且具有一定回收风险，对资金形成较大占用；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。
- **公司基础设施代建业务持续性有待观察。**截至 2023 年底，公司主要在建的基础设施代建项目尚需投资规模小，且暂无拟建项目，公司基础设施代建业务持续性有待观察。
- **公司收入实现质量差。**2023 年，公司现金收入比为 11.27%，仍处于低水平。

- **存在或有负债风险。**2023 年底，公司对外担保余额合计 30.91 亿元，担保比率为 40.80%，且均未设置反担保措施，公司存在或有负债风险。
- **面临集中兑付压力，筹资活动现金流持续净流出，再融资压力较大。**2024 年公司需偿还有息债务 17.31 亿元；2023 年，公司筹资活动现金流净额为-2.31 亿元，公司再融资压力较大。

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	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
			企业管理	3
			经营分析	4
财务风险	F5	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	7
		资本结构		2
		偿债能力		4
指示评级				bb ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				bb ⁺
外部支持调整因素：外部支持				+7
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

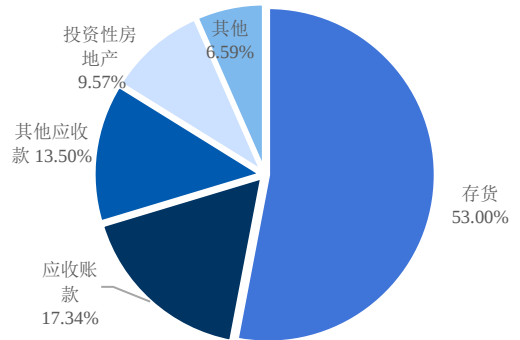
合并口径			
项 目	2021 年	2022 年	2023 年
现金类资产（亿元）	6.33	6.37	3.51
资产总额（亿元）	207.83	195.25	204.67
所有者权益（亿元）	71.95	66.85	75.76
短期债务（亿元）	18.79	21.57	17.31
长期债务（亿元）	44.91	24.48	30.77
全部债务（亿元）	63.71	46.05	48.09
营业总收入（亿元）	5.94	6.24	6.46
利润总额（亿元）	2.02	1.68	1.82
EBITDA（亿元）	2.65	2.30	2.54
经营性净现金流（亿元）	-0.13	1.61	0.13
营业利润率（%）	8.88	11.28	7.74
净资产收益率（%）	2.17	2.11	1.95
资产负债率（%）	65.38	65.76	62.98
全部债务资本化比率（%）	46.96	40.79	38.83
流动比率（%）	202.87	164.29	183.18
经营现金流动负债比（%）	-0.14	1.58	0.13
现金短期债务比（倍）	0.34	0.30	0.20
EBITDA 利息倍数（倍）	0.36	1.35	1.05
全部债务/EBITDA（倍）	24.08	19.99	18.93

公司本部口径			
项 目	2021 年	2022 年	2023 年
资产总额（亿元）	189.12	193.94	201.35
所有者权益（亿元）	66.57	65.55	74.55
全部债务（亿元）	27.98	29.11	21.57
营业总收入（亿元）	5.88	6.19	6.40
利润总额（亿元）	2.03	1.38	1.90
资产负债率（%）	64.80	66.20	62.97
全部债务资本化比率（%）	29.59	30.75	22.44
流动比率（%）	147.44	141.80	142.22
经营现金流动负债比（%）	0.91	2.67	7.27

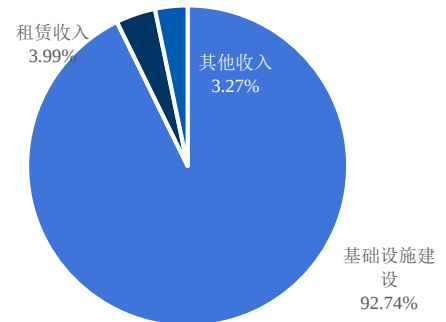
注：1. 2022—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

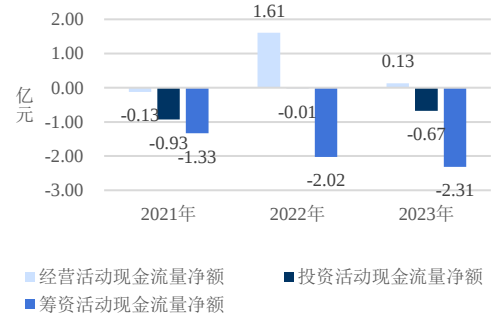
2023 年底公司资产构成



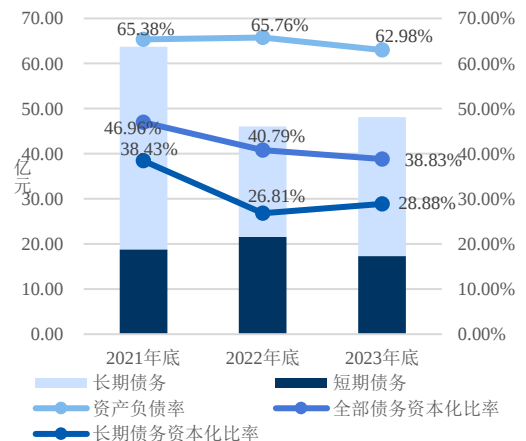
2023 年公司营业总收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



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（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
19 黄岗山债 01	5.00	2.00	2026/01/25	设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3~7 年末每年分期偿付 20% 本金
19 黄岗山债 02	2.00	0.80	2026/04/12	
18 黄岗山债 01/18 黄投 01	5.00	2.00	2025/10/08	

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
19 黄岗山债 01/19 黄岗山债 02/18 黄岗山债 01/18 黄投 01	AAA/稳定	AA-/稳定	2023/06/25	宋金玲 魏 凯	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
19 黄岗山债 01	AAA/稳定	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
19 黄岗山债 02	AAA/稳定	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
18 黄岗山债 01/18 黄投 01	AAA/稳定	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号
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：宋金玲 songjl@lhratings.com

项目组成员：冯熙智 fengxz@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”）关于江西黄岗山投资股份有限公司（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

江西黄岗山投资股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2006 年 4 月，系经铅山县人民政府批准（铅府字〔2006〕36 号）而成立。截至 2023 年底，公司注册资本 8.48 亿元，实收资本 1.85 亿元。公司股东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和农发基础设施基金有限公司（以下简称“农发基金”）分别持有公司 94.10%、3.54%和 2.36%股权¹，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；公司控股股东为铅山城投，实际控制人为铅山县国资办。

公司主营业务为实业投资、投资经营管理土地资产、城市基础设施建设、交通设施建设、房地产开发、旅游开发等。

截至 2023 年底，公司本部设行政管理部、资产经营部、投资融资部、法务审计部、财务部和工程部；截至 2023 年底，公司纳入合并范围内的子公司共 21 家。

截至 2023 年底，公司资产总额 204.67 亿元，所有者权益 75.76 亿元；2023 年，公司实现营业总收入 6.46 亿元，利润总额 1.82 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：邢璇。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券（见图表 1），“18 黄岗山债 01/18 黄投 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 2024 年 5 月底，上述募投项目募集资金已全部按规定使用完毕。棚户区项目募投部分已完工，实际总投 16.68 亿元，但尚未实现销售；停车场项目已完工运营，项目实际总投 6.68 亿元。2023 年，停车场项目实现收入规模较小，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。

图表 1 • 截至 2024 年 5 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
19 黄岗山债 01	5.00	2.00	2019/01/25	7 年
19 黄岗山债 02	2.00	0.80	2019/04/12	7 年
18 黄岗山债 01/18 黄投 01	5.00	2.00	2018/10/08	7 年
合计	12.00	4.80	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“18 黄岗山债 01/18 黄投 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。

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。国内正处在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

¹ 公司股权比例以股东认缴注册资本比例为基准计算。

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，上饶市经济稳定发展，上饶市和铅山县一般公共预算收入均保持增长。

上饶市

上饶市地处江西省东北部，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）。

图表 2 • 上饶市主要经济指标

项目	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	3309.70	3401.60
GDP 增速（%）	5.10	6.70
固定资产投资增速（%）	8.60	3.00
三产结构	10.3:38.1:51.6	9.8:38.5:51.7
人均 GDP（万元）	5.14	5.30

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《2023 年上饶市国民经济和社会发展统计公报》，2023 年，上饶市实现地区生产总值比上年增长 6.7%。其中，第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 4.1%、10.2%和 4.6%。

图表 3 • 上饶市主要财力指标

项目	2022 年	2023 年
一般公共预算收入（亿元）	250.86	270.70
一般公共预算收入增速（%）	10.40	7.90

税收收入（亿元）	168.80	183.40
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	67.29	67.75
一般公共预算支出（亿元）	793.79	814.80
财政自给率（%）	31.60	33.22
政府性基金收入（亿元）	279.20	244.10
地方政府债务余额（亿元）	1118.19	1328.14

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《2024 年上饶财政预算草案报告》，2023 年，上饶市实现一般公共预算收入同比增长 7.90%，其中，实现税收收入 183.40 亿元，一般公共预算收入质量尚可。同期，上饶市一般公共预算支出为 814.80 亿元，财政自给能力较弱。2023 年，受国有土地使用权出让收入下降影响，上饶市政府性基金收入同比下降 12.6%。截至 2023 年底，上饶市地方政府债务余额为 1328.14 亿元，其中，一般债务 444.67 亿元，专项债务 883.47 亿元。

根据上饶市政府公开数据，2024 年 1—3 月，上饶市实现地区生产总值 778.4 亿元，同比增长 6.8%。其中，第一产业增加值 46.7 亿元，同比增长 3.2%，第二产业增加值 310.1 亿元，同比增长 11.2%，第三产业增加值 421.6 亿元，同比增长 4.5%。2024 年 1—4 月，上饶市完成一般公共预算收入 134.34 亿元，增长 3.0%，其中，税收收入 86.39 亿元；完成一般公共预算支出 293.53 亿元。

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。

图表 4 • 铅山县主要经济指标

项目	2022 年	2024 年 1-3 月
GDP（亿元）	197.37	50.13
GDP 增速（%）	4.76	8.70
固定资产投资增速（%）	8.50	/
三产结构	10.8:40.2:49.0	/
人均 GDP（万元）	4.75	/

注：1. 2022 年固定资产投资增速为铅山县 500 万元及以上固定资产投资增速；2. “/”表示数据未获取；3. 未获取铅山县 2023 年相关经济数据

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据铅山县政府网站披露数据，2022 年，铅山县地区生产总值比上年增长 4.76%，500 万元及以上固定资产投资增长 8.50%。2024 年一季度，铅山县实现地区生产总值 50.13 亿元。其中，第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.2%、11.7%和 7.5%。（截至本报告出具日，铅山县暂未公布 2023 年经济数据）

图表 5 • 铅山县主要财力指标

项目	2022 年	2023 年
一般公共预算收入（亿元）	15.41	16.14
一般公共预算收入增速（%）	8.79	4.80
税收收入（亿元）	11.02	/
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	57.04	/
一般公共预算支出（亿元）	45.22	48.31
财政自给率（%）	34.08	33.42
政府性基金收入（亿元）	15.77	12.56
地方政府债务余额（亿元）	49.94	62.07

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据铅山县政府网站披露《2023 年 12 月财政执行情况分析》，2023 年，铅山县实现一般公共预算收入同比增长 4.80%，同期，铅山县一般公共预算支出为 48.31 亿元，财政自给能力较弱。2023 年，受国有土地使用权出让收入下降影响，铅山县政府性基金收入同比下降 20.32%。截至 2023 年底，铅山县地方政府债务余额为 62.07 亿元，其中，一般债务 19.27 亿元，专项债务 42.79 亿元。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

跟踪期内，公司注册资本、实际控制人及股权结构均未发生重大变化。截至 2023 年底，公司注册资本为 8.48 亿元，实收资本为 1.85 亿元，铅山城投持股比例为 94.10%，铅山县国资办为公司实际控制人。

2 企业规模和竞争力

公司是上饶市铅山县重要的城市基础设施建设主体。

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，铅山县还有一家平台公司，为公司控股股东铅山城投。铅山城投系铅山县最大的基础设施建设主体。

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好；联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91361100787255751D），截至 2024 年 5 月 6 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，均系 2019 年之前发生事项。根据公司提供的说明，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。

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

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部有严重失信行为、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、组织结构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

2023 年，公司营业总收入同比变化不大，仍以基础设施建设业务收入为主；受其他业务毛利率提升影响，公司综合毛利率同比有所上升。

2023 年，公司营业总收入仍主要来源于基础设施建设业务。2023 年，公司营业总收入同比增长 3.51%；其中，基础设施建设收入同比变化不大，基础设施建设业务占营业总收入的比重均超过 92.00%。其他业务收入主要为汽车租赁收入和资金占用费收入，由于收入规模和盈利能力提升，公司综合毛利率同比有所上升。

图表 6 • 公司营业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
基础设施建设	5.95	95.32%	9.09%	5.99	92.74%	9.09%
租赁收入	0.23	3.72%	88.32%	0.26	3.99%	90.51%
其他收入	0.06	0.96%	-0.48%	0.21	3.27%	54.69%
合计	6.24	100.00%	11.95%	6.46	100.00%	13.83%

注：公司其他主营业务包括汽车租赁、档案管理、资金占用费业务、建筑服务业务等
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（1）基础设施建设业务

跟踪期内，公司基础设施建设收入同比变化不大，项目回款滞后。公司主要在建的委托代建项目尚需投资规模小，暂无拟建项目，业务持续性有待观察；公司自营项目未来收益实现情况有待观察。

公司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。

2023 年，公司基础设施建设业务收入主要来源于道路建设和污水管网改建等项目，2023 年暂未收到政府回款，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。

2023 年底，公司主要项目情况详见下表（图表 7）。公司在建项目主要有铅山县信江产业新城定制化厂房及配套设施建设项目、扶贫光伏发电和铅山县城南棚改置换房建设项目，尚需投资 3.84 亿元。其中，公司自建项目未来将通过市场化运作获得收益。跟踪评级债券募投项目中，综合停车场项目已完工运营，棚户区改造项目募投部分已完工，但未实现销售，后续通过“铅山县城南棚改置换房建设项目”继续推进。

图表 7 • 截至 2023 年底公司主要项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	计划总投资金额	已投资金额	项目状态
棚户区改造项目	自建	16.02	16.68	已完工
综合停车场项目工程	自建	6.68	6.68	已完工
高标农田基础设施改造	代建	5.74	5.74	已完工
铅山县现代农业产业园标准化厂房及配套设施	代建	3.10	2.91	已完工
铅山县河永快速通道公路工程	代建	3.25	3.25	已完工
上铅快速通道路基 S2 标	代建	1.21	1.12	已完工
铅山县两河改造项目	代建	2.60	2.47	已完工
铅山县信江产业新城定制化厂房及配套设施建设项目	代建	3.15	2.85	二期尚未完工
扶贫光伏发电	自建	2.80	2.64	尚未完工
铅山县城南棚改置换房建设项目 ²	自建	8.78	5.40	一期完工
合计	—	53.33	49.74	—

注：1. 公司零星项目较多，未在上表中体现；2. 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涨幅较大等因素实际投资规模已超出计划总投资额 0.66 亿元；3. 铅山县信江产业新城定制化厂房及配套设施建设项目和扶贫光伏发电项目处于停滞状态
资料来源：联合资信根据公司年报整理

公司在建项目未来投资支出压力不大，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。截至 2023 年底，公司暂无拟建项目。

（2）其他业务

2023 年，公司其他业务收入占比有所上升，对公司收入形成一定补充。

公司其他业务主要包括物业租赁、汽车租赁、档案管理、资金占用费业务和建筑服务业务等。2023 年，公司新增建筑服务业务收入，其收入规模小（占营业总收入的 0.44%），对公司营业总收入影响不大。同期，物业租赁业务和资金占用费业务毛利率高，对公司综合毛利率有所影响。

² 铅山县城南棚改置换房建设项目系募投项目“棚户区改造项目”的延续。

2 未来发展

随着铅山县的持续发展，公司未来将积极开展铅山县基础设施建设业务。

公司未来将加快推进铅山县棚户区及基础设施项目建设，提高主营业务的管理水平，加强投资项目的运营能力；公司不断探索基础设施建设的新路径，在继续开展基础设施建设业务的同时积极开展旅游文化业务，向综合性国有资产运营主体发展。

（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）对上述财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2023 年，公司合并范围内变化的子公司规模较小，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至 2023 年底，公司资产规模有所增长，其中存货和应收类款项占比高；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较大占用，账龄较长且应收账款存在一定回款风险。公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

截至 2023 年底，公司资产总额较上年底增长 4.82%，主要系应收账款和存货增加所致。公司资产结构仍以流动资产为主。

图表 8 • 公司资产主要情况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	166.94	85.50%	175.55	85.77%
货币资金	6.37	3.26%	3.51	1.71%
应收账款	29.80	15.26%	35.49	17.34%
其他应收款	26.78	13.71%	27.63	13.50%
存货	103.46	52.99%	108.47	53.00%
非流动资产	28.31	14.50%	29.12	14.23%
投资性房地产	20.06	10.27%	19.59	9.57%
资产总额	195.25	100.00%	204.67	100.00%

注：其他应收款中包含应收利息和应收股利
 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，公司流动资产较上年底增长 5.16%。公司货币资金主要由银行存款 3.01 亿元、其他货币资金 0.50 亿元构成；其他货币资金系定期存款而受限，受限部分占货币资金的 14.25%，受限比例一般。公司应收账款较上年底增长 19.11%，主要系应收铅山县财政局代建工程款增长所致；应收对象主要为铅山县财政局（34.78 亿元）和铅山县立天房地产公司发展有限公司³（以下简称“立天房地产公司”，1.81 亿元），两者合计占比为 99.95%，集中度很高。公司应收账款中 1 年以内占比为 16.91%、1~2 年占比为 16.74%，2~3 年占比为 16.39%，3~4 年占比为 17.64%，4~5 年占比为 16.47%，5 年以上占比为 15.84%，整体来看，账龄较长；公司应收账款累计计提坏账准备 1.11 亿元，系对立天房地产公司应收账款计提坏账所致。根据公开信息查询，立天房地产公司系当地民营房地产公司，于 2023 年 8 月被列为被执行人；第一大股东童国雄持有其 40%股权被冻结，且第一大股东存在限制高消费记录，资金回收情况有待持续关注。公司其他应收款较上年底增长 3.20%，主要为与政府单位及国有企业之间的往来款；前五名欠款单位欠款账面余额合计 20.84 亿元，占其他应收款账面余额的 74.59%，集中度较高。公司其他应收款中 1 年以内占比为 15.56%、1~2 年占比为 26.07%，2~3 年占比为 27.61%，3~4 年占比为 8.12%，4~5 年占比为 15.36%，5 年以上占比为 7.28%，整体账龄较长，累计计提坏账准备 0.31 亿元。公司存货较上年底增长 4.85%，主要由合同履约成本 58.17 亿元和开发用土地 45.28 亿元构成。合同履约成本主要为代建项目的工程投入，开发用土地中 29.15 亿元土地已用于抵押。

³ 公司对立天房地产公司的应收账款系铅山县城南建材大市场土地使用权转让款。

图表 9 • 截至 2023 年底公司其他应收款前五大单位明细

单位	款项性质	金额（亿元）	账龄	占比
铅山县旅游投资发展有限公司	其他往来款	15.42	5 年以内	55.20%
铅山县工业园区建设项目部	代垫款	1.86	4—5 年	6.66%
铅山县公共住房开发建设投资有限公司	代垫款	1.59	5 年以内	5.69%
铅山县信江投资发展有限公司	其他往来款	1.01	2—3 年	3.60%
铅山县建设局城建项目部	资金往来款	0.96	5 年以上	3.44%
合计	--	20.84	--	74.59%

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增长 2.87%。公司非流动资产主要由投资性房地产构成。公司投资性房地产较上年底下降 2.35%，主要系成本计量模式下投资性房地产折旧增加所致。

资产流动性方面，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仍高，为 83.84%，应收类款项主要为应收铅山县政府机关和国有企业委托代建款和往来款，账龄较长且具有一定回款风险，对公司资金仍形成较大占用。此外，公司存货中待结转的项目开发成本规模较大。整体来看，公司资产流动性仍弱。

资产受限方面，截至 2023 年底，公司受限资产情况如下所示，总体看，公司资产受限比例一般。

图表 10 • 截至 2023 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	0.50	0.24%	定期存款
存货	29.15	14.24%	抵押
固定资产	3.48	1.70%	抵押
投资性房地产	5.51	2.69%	抵押
合计	38.63	18.88%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）资本结构

① 所有者权益

截至 2023 年底，公司所有者权益有所增长，主要系资本公积增加所致。公司所有者权益以资本公积为主，所有者权益稳定性尚可。

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底增长 13.33%，公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 2.44%、80.07% 和 15.92%。

图表 11 • 公司所有者权益主要情况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	1.85	2.77%	1.85	2.44%
资本公积	53.23	79.62%	60.67	80.07%
未分配利润	10.74	16.07%	12.06	15.92%
所有者权益合计	66.85	100.00%	75.76	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2023 年底，公司实收资本未发生变化；资本公积较上年底增长 13.97%，主要系铅山县财政局无偿拨付资金 3.44 亿元，以及股东铅山城投债转股 4.00 亿元所致；公司未分配利润较上年底增长 12.28%，系经营利润累积所致。

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，但短期债务占比仍较高，整体债务负担一般，2024 年面临债务集中兑付压力。

截至 2023 年底，公司负债规模较上年底变化不大，负债结构仍以流动负债为主。

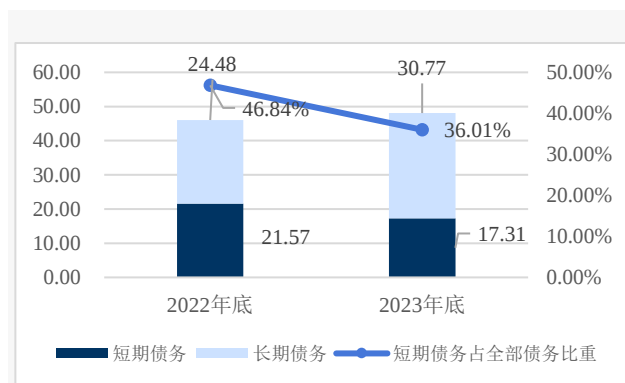
图表 12 • 公司负债主要情况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末	
	金额	占比	金额	占比
流动负债	101.61	79.14%	95.83	74.34%
其他应付款	90.53	70.51%	84.53	65.57%
一年内到期的非流动负债	5.63	4.39%	5.79	4.49%
非流动负债	26.78	20.86%	33.07	25.66%
长期借款	11.61	9.04%	21.77	16.89%
应付债券	12.15	9.46%	8.27	6.41%
负债总额	128.40	100.00%	128.91	100.00%

注：其他应付款中包含应付利息和应付股利
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

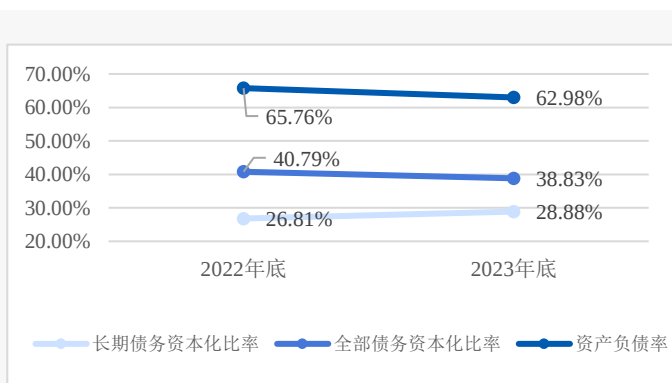
有息债务方面，本报告将其他应付款中的其他筹资款（系铅山城投、铅山县人民医院等外部单位为公司提供的借款）、其他流动负债中的保理融资款和长期应付款中农发基金借款计入有息债务核算。截至 2023 年底，公司全部债务较上年底增长 4.41%。公司短期债务占比较上年底下降 10.83 个百分点，债务期限结构仍以长期债务为主，但短期债务占比仍较高。从偿债指标来看，公司资产负债率和全部债务资本化比率均较上年底有所下降，长期债务资本化比率较上年底有所上升。

图表 13 • 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以及公司提供资料整理

图表 14 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告以及公司提供资料整理

从债务期限分布看，截至 2023 年底，公司短期债务 17.31 亿元，2024 年面临债务集中兑付压力。

(3) 盈利能力

2023 年，公司营业总收入保持增长，利润总额对非经常性损益的依赖程度高，公司盈利指标表现尚可。

2023 年，公司营业总收入同比增长 3.51%，主要系公司资金占用费收入等其他业务收入增长所致；同期，公司营业利润率同比下降 3.54 个百分点。同期，公司非经常性损益（其他收益+信用减值损失）占利润总额的比例为 114.29%，公司利润对非经常性损益的依赖程度高。

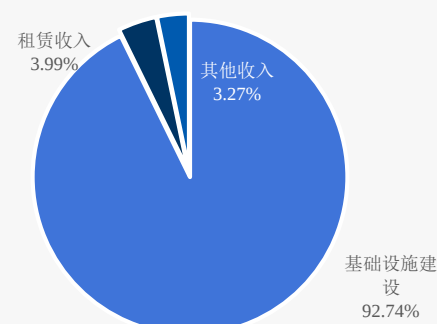
从盈利指标看，2023 年，公司总资本收益率和净资产收益率均同比有所下降，公司盈利指标表现尚可。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年
营业总收入	6.24	6.46
营业成本	5.50	5.57
其他收益	1.95	2.61
信用减值损失	-0.31	-0.53
利润总额	1.68	1.82
营业利润率	11.28%	7.74%
总资本收益率	1.25%	1.19%
净资产收益率	2.11%	1.95%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 16 • 2023 年公司营业收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（4）现金流

2023 年，公司经营活动现金净流量大幅下降，收入实现质量仍差，投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额持续为负，公司再融资压力较大。

从经营活动来看，2023 年，公司经营活动现金流入较上年变动不大；公司经营活动现金流出同比增长 7.09%，主要系支付往来款项增长以及补缴房产税所致；公司经营活动现金净流量同比下降 92.00%。现金收入比 11.27%，收入实现质量仍差。

图表 17 • 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	28.95	29.40
经营活动现金流出	27.34	29.28
经营活动产生的现金流量净额	1.61	0.13
投资活动现金流入	0.00	0.00
投资活动现金流出	0.01	0.68
投资活动产生的现金流量净额	-0.01	-0.67
筹资活动前现金流量净额	1.59	-0.54
筹资活动现金流入	6.57	12.27
筹资活动现金流出	8.59	14.59
筹资活动产生的现金流量净额	-2.02	-2.31
现金收入比	9.19%	11.27%

注：2023 年投资活动现金流入为 43.15 万元

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动来看，2023 年，公司投资活动现金流入规模较小，主要系取得投资收益收到的现金。2023 年，公司投资活动现金流出同比大幅增长，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产等方面的支出。同期，公司投资活动现金流继续净流出，且缺口有所扩大。

2023 年，公司筹资活动前现金流量净额由正转负。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入以取得借款收到的现金为主；2023 年，公司筹资活动现金流入同比增长 86.91%。筹资活动现金流出以偿还债务本息为主（公司收到其他与筹资活动有关的现金主要系股东铅山城投增资以及外部单位为公司取得的借款），2023 年，公司筹资活动现金流出同比增长 69.79%。同期，公司筹资活动现金流继续净流出，缺口有所扩大，公司再融资压力较大。

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现较弱，长期偿债指标表现尚可，间接融资渠道亟待拓宽，存在或有负债风险。

图表 18 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	164.29%	183.18%
	速动比率	62.48%	69.99%
	现金类资产/短期债务（倍）	0.30	0.20
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	2.30	2.54
	全部债务/EBITDA（倍）	19.99	18.93
	EBITDA/利息支出（倍）	1.35	1.05

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

从短期偿债指标看，截至 2023 年底，公司流动资产对流动负债的覆盖程度有所提升。截至 2023 年底，公司现金类资产对短期债务的保障倍数为 0.20 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度低。整体看，公司短期偿债指标表现较弱。

从长期偿债指标看，2023 年，公司 EBITDA 同比有所增长。同期，公司 EBITDA 利息倍数下降至 1.05 倍，全部债务/EBITDA 指标表现较弱。整体看，公司长期偿债指标表现尚可。

截至 2023 年底，公司对外担保余额 30.91 亿元，担保比率为 40.80%，担保对象均为当地国有企业。总体看，公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，公司存在或有负债风险。

截至 2024 年 5 月底，公司存在被执行案件 1 起，涉案金额共 0.47 亿元，系建设工程施工合同纠纷，涉及公司欠付工程款为 2068.28 万元。根据公司出具的说明，该起案件因项目质量问题尚未办结竣工验收导致延迟支付工程款，经法院判决后，公司已支付工程款 2000.00 万元。

截至 2023 年底，公司暂无银行授信额度。

3 公司本部主要变化情况

公司业务主要由公司本部承担，资产、负债和所有者权益主要来自公司本部，公司本部债务结构和债务负担与合并口径差异不大。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，能够履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现一般。

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，截至目前，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，公司承建了铅山县信江大桥、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，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司具有较强的管控能力，且建立了较为完善的法人治理结构。跟踪期内，公司高管不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

公司是铅山县重要的城市基础设施建设主体，铅山县国资办是公司的实际控制人。跟踪期内，公司在资金注入、股东债转股和财政补贴等方面持续获得外部支持。

公司实际控制人系铅山县国资办。2023 年，铅山县一般公共预算收入保持增长。截至 2023 年底，铅山县地方政府债务余额为 62.07 亿元，其中，一般债务 19.27 亿元，专项债务 42.79 亿元。公司作为铅山县重要的城市基础设施建设主体，跟踪期内，公司在资金注入、股东债转股和财政补贴等方面持续获得外部支持。

2023 年，铅山县财政局向公司无偿划拨资金 3.44 亿元；股东铅山城投将对公司 4.00 亿元的债权转为股权，计入“资本公积”。

2023 年，公司收到铅山县人民政府拨付财政补贴 2.61 亿元，计入“其他收益”。

整体看，公司的业务地位有利于其获得政府支持。

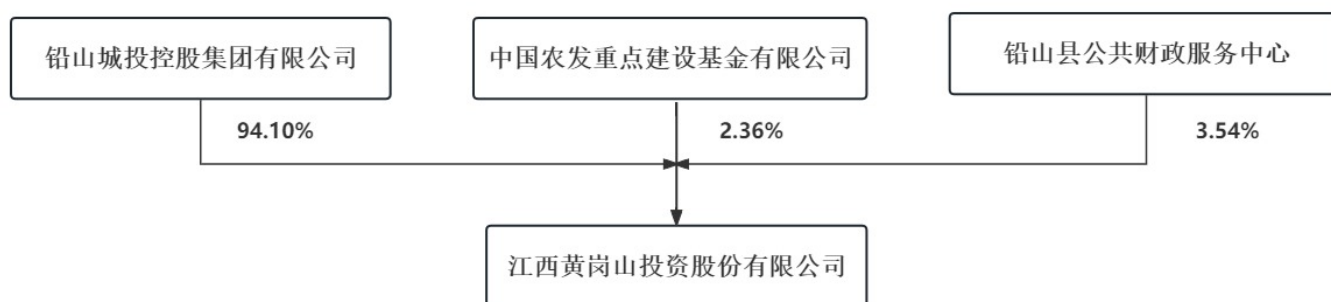
八、债券偿还能力分析

截至 2024 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续期担保债券为“18 黄岗山债 01/18 黄投 01”“19 黄岗山债 01”和“19 黄岗山债 02”，合计余额 4.80 亿元。上述存续债券均设置分期偿付条款，在债券存续期的第 3~7 年末每年分期偿付 20%本金。重庆三峡担保为“18 黄岗山债 01/18 黄投 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。截至 2022 年末，重庆三峡担保注册资本及实收资本均为 51.00 亿元，其中重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）、三峡资本控股有限责任公司和国开金融有限责任公司分别持有重庆三峡担保 50.00%、33.33%和 16.67%的股权。重庆三峡担保控股股东为渝富控股，渝富控股为重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）全资子公司，重庆三峡担保实际控制人为重庆市国资委。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，其提供的担保显著提升了公司上述存续债券到期偿付的安全性。

九、跟踪评级结论

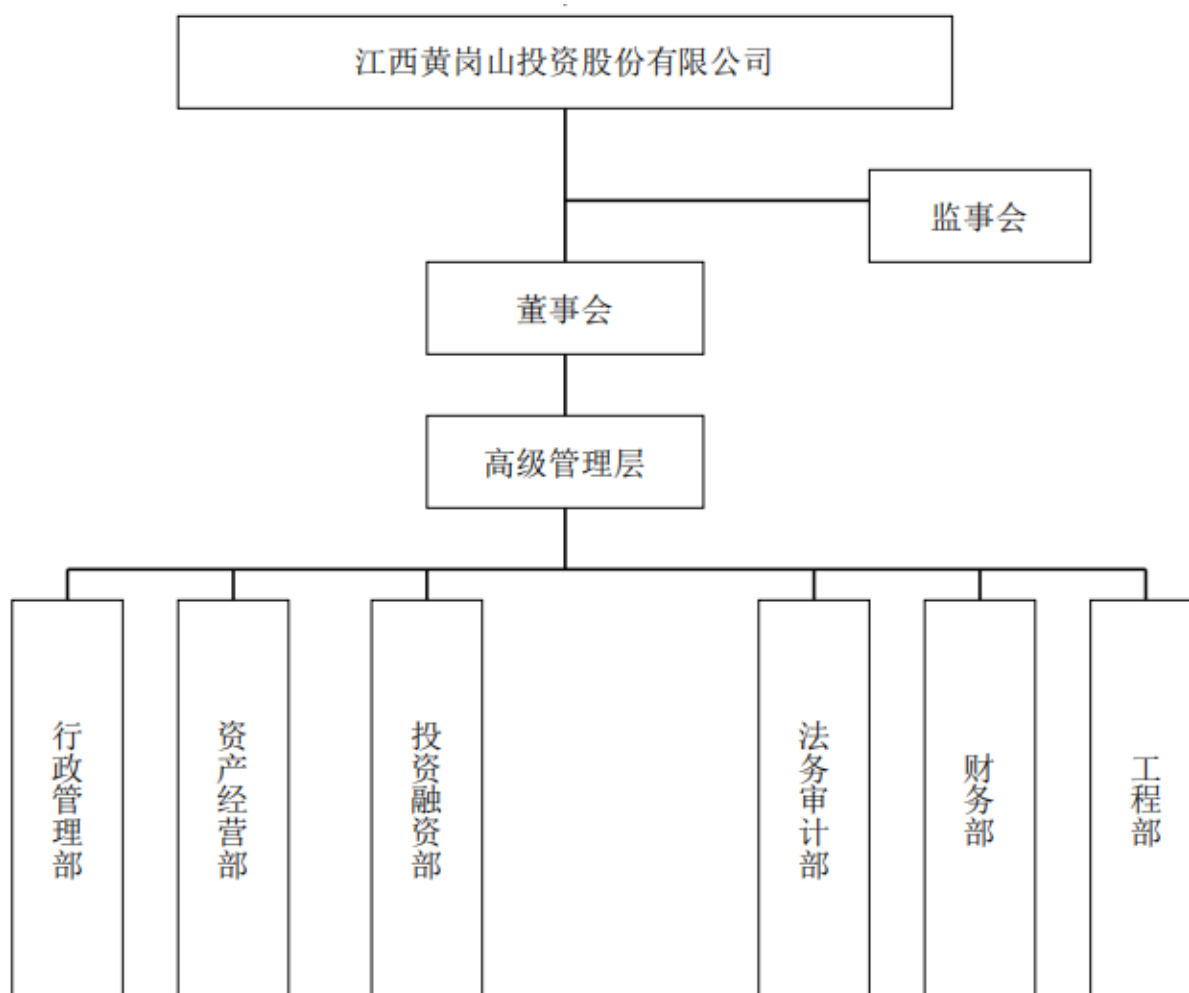
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“18 黄岗山债 01/18 黄投 01”“19 黄岗山债 01”和“19 黄岗山债 02”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2023 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织结构图（截至 2023 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司主要下属子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	主营业务	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
铅山县水利投资发展有限公司	土地开发与经营	100.00	--	出资
江西省星晴建设工程有限公司	建筑业	--	100.00	划拨
铅山县黄岗山非融资担保有限公司	基础设施建设	--	100.00	划拨
铅山县城投产业投资有限公司	旅游服务	100.00	--	划拨
江西狮江矿业有限公司	物业管理	--	100.00	划拨
铅山县国有资产投资经营有限公司	产业园投资及管理	100.00	--	出资
铅山县黄岗山出租汽车有限公司	交通运输、仓储和邮政业	100.00	--	出资
江西黄岗山实业发展有限公司	建筑业	52.63	--	出资
铅山县城荣石油贸易有限责任公司	批发和零售业	100.00	--	出资

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

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）	6.33	6.37	3.51
应收账款（亿元）	23.90	29.80	35.49
其他应收款（亿元）	26.01	26.78	27.63
存货（亿元）	123.63	103.46	108.47
长期股权投资（亿元）	0.21	0.19	0.19
固定资产（亿元）	4.82	4.71	5.37
在建工程（亿元）	1.69	2.66	2.66
资产总额（亿元）	207.83	195.25	204.67
实收资本（亿元）	1.70	1.85	1.85
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	71.95	66.85	75.76
短期债务（亿元）	18.79	21.57	17.31
长期债务（亿元）	44.91	24.48	30.77
全部债务（亿元）	63.71	46.05	48.09
营业总收入（亿元）	5.94	6.24	6.46
营业成本（亿元）	5.38	5.50	5.57
其他收益（亿元）	2.32	1.95	2.61
利润总额（亿元）	2.02	1.68	1.82
EBITDA（亿元）	2.65	2.30	2.54
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.48	0.57	0.73
经营活动现金流入小计（亿元）	21.92	28.95	29.40
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.13	1.61	0.13
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.93	-0.01	-0.67
筹资活动现金流量净额（亿元）	-1.33	-2.02	-2.31
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.28	0.23	0.20
存货周转次数（次）	0.04	0.05	0.05
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	0.03
现金收入比（%）	24.89	9.19	11.27
营业利润率（%）	8.88	11.28	7.74
总资本收益率（%）	1.15	1.25	1.19
净资产收益率（%）	2.17	2.11	1.95
长期债务资本化比率（%）	38.43	26.81	28.88
全部债务资本化比率（%）	46.96	40.79	38.83
资产负债率（%）	65.38	65.76	62.98
流动比率（%）	202.87	164.29	183.18
速动比率（%）	63.43	62.48	69.99
经营现金流动负债比（%）	-0.14	1.58	0.13
现金短期债务比（倍）	0.34	0.30	0.20
EBITDA 利息倍数（倍）	0.36	1.35	1.05
全部债务/EBITDA（倍）	24.08	19.99	18.93

注：本报告将其他应付款中的有息部分、其他流动负债中的有息部分和长期应付款中的有息部分计入有息债务核算

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 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）	4.46	2.14	2.05
应收账款（亿元）	23.88	29.79	35.48
其他应收款（亿元）	44.76	45.08	40.37
存货（亿元）	85.03	88.66	90.96
长期股权投资（亿元）	4.32	2.04	6.05
固定资产（亿元）	4.75	4.69	5.34
在建工程（亿元）	1.66	1.73	1.73
资产总额（亿元）	189.12	193.94	201.35
实收资本（亿元）	1.70	1.85	1.85
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	66.57	65.55	74.55
短期债务（亿元）	12.67	17.55	13.50
长期债务（亿元）	15.31	11.55	8.07
全部债务（亿元）	27.98	29.11	21.57
营业总收入（亿元）	5.88	6.19	6.40
营业成本（亿元）	5.30	5.41	5.45
其他收益（亿元）	2.28	1.58	2.58
利润总额（亿元）	2.03	1.38	1.90
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.42	0.01	0.74
经营活动现金流入小计（亿元）	63.65	29.98	28.26
经营活动现金流量净额（亿元）	0.97	3.12	8.63
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.34	-0.01	-4.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.72	-5.93	-4.60
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.27	0.23	0.20
存货周转次数（次）	0.06	0.06	0.06
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	0.03
现金收入比（%）	24.15	0.14	11.59
营业利润率（%）	9.59	11.98	8.69
总资本收益率（%）	1.68	1.17	1.62
净资产收益率（%）	2.38	1.69	2.09
长期债务资本化比率（%）	18.69	14.99	9.77
全部债务资本化比率（%）	29.59	30.75	22.44
资产负债率（%）	64.80	66.20	62.97
流动比率（%）	147.44	141.80	142.22
速动比率（%）	68.16	65.92	65.61
经营现金流动负债比（%）	0.91	2.67	7.27
现金短期债务比（倍）	0.35	0.12	0.15
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 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；2. “/”代表数据未取得；3. 本报告将其他应付款中的有息部分、其他流动负债中的有息部分和长期应付款中的有息部分计入有息债务核算

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	
总资产收益率	(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-合同资产) / 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