

江西黄岗山投资股份有限公司

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〕3475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”和“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：

二〇二五年六月十七日

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。

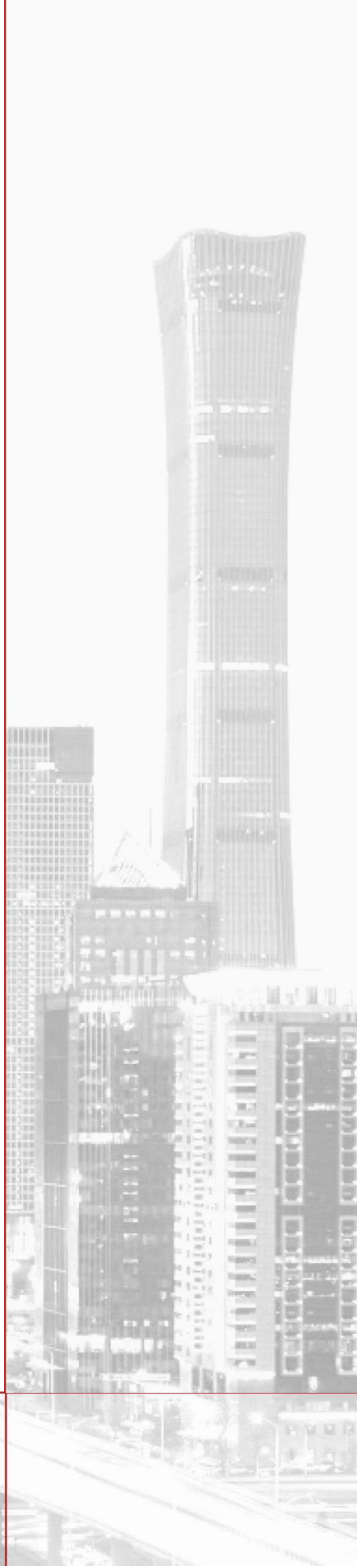
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



江西黄岗山投资股份有限公司

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
江西黄岗山投资股份有限公司	AA-/稳定	AA-/稳定	2025/06/17
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。2024 年，铅山县地区生产总值和一般公共预算收入同比均保持增长，公司外部发展环境良好，并继续获得外部支持。公司在治理结构和管理制度方面均未发生重大变化。经营方面，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，公司自营项目未来收益实现情况有待观察。财务方面，公司资产规模有所增长，其中存货和应收类款项占比高；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，所有者权益结构稳定性尚可；短期债务占比较高，整体债务负担适中，2025 年面临集中兑付压力；利润总额对政府补助的依赖程度高，整体盈利指标表现较好；整体偿债指标表现一般，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，上述债券均设置了分期偿还条款，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，公司在政府补助等方面继续获得外部支持。

评级展望

未来，随着上饶市铅山县开发建设的继续推进，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

- **外部发展环境良好。**2024 年，铅山县地区生产总值和一般公共预算收入分别比上年增长 4.6%和 2.08%。
- **跟踪期内，公司继续获得外部支持。**公司作为铅山县重要的城市基础设施建设主体，继续获得外部支持。2024 年，公司获得政府补助 2.54 亿元。
- **外部担保显著提升债券的偿付安全性，分期偿还条款缓解集中偿付压力。**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。此外，“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

- **自营项目未来收益实现情况有待观察。**公司自建自营项目已投入规模较大，收益实现受项目建设、运营和区域发展情况等因素影响大，收益实现情况有待观察。
- **资产流动性弱。**公司资产中存货和应收类款项占比高，应收类款项账龄较长且具有一定回收风险，对资金形成较大占用。
- **经营活动现金转为净流出，再融资压力较大，收入实现质量差。**2024 年，公司经营活动现金流量净额由正转负，筹资活动前现金流量净额为-4.35 亿元；同期，公司现金收入比为 3.34%，仍处于低水平。
- **全部债务继续增长，面临集中兑付压力。**截至 2024 年底，公司全部债务 60.95 亿元，较上年底增长 26.76%，短期债务 21.59 亿元，现金短期债务比 0.13 倍。

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	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				bbb ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				bbb ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+6
评级结果				AA ⁺

个体信用状况变动说明：由于联合资信评级方法和模型进行统一调整，公司的个体信用等级由 bb⁺ 调整为 bbb⁺；无个体调整因素。

外部支持变动说明：公司实际控制人具有较强的综合实力，公司在政府补助等方面继续获得外部支持。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

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

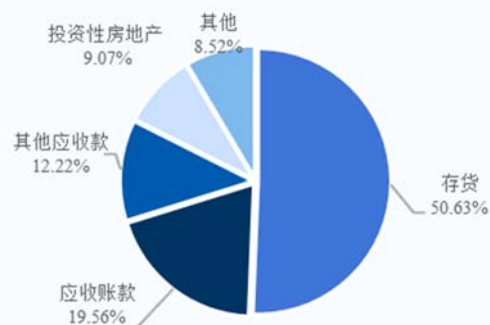
合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
现金类资产（亿元）	6.37	3.51	2.81
资产总额（亿元）	195.25	204.67	209.48
所有者权益（亿元）	66.85	75.76	77.64
短期债务（亿元）	21.57	17.31	21.59
长期债务（亿元）	24.48	30.77	39.36
全部债务（亿元）	46.05	48.09	60.95
营业总收入（亿元）	6.24	6.46	6.56
利润总额（亿元）	1.68	1.82	1.48
EBITDA（亿元）	2.30	2.54	2.22
经营性净现金流（亿元）	1.61	0.13	-3.91
营业利润率（%）	11.28	7.74	9.14
净资产收益率（%）	2.11	1.95	2.14
资产负债率（%）	65.76	62.98	62.94
全部债务资本化比率（%）	40.79	38.83	43.98
流动比率（%）	164.29	183.18	195.03
经营现金流动负债比（%）	1.58	0.13	-4.34
现金短期债务比（倍）	0.30	0.20	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	1.35	1.05	0.79
全部债务/EBITDA（倍）	19.99	18.93	27.44

公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额（亿元）	193.94	201.35	198.70
所有者权益（亿元）	65.55	74.55	76.40
全部债务（亿元）	29.11	21.57	19.51
营业总收入（亿元）	6.19	6.40	6.44
利润总额（亿元）	1.38	1.90	1.66
资产负债率（%）	66.20	62.97	61.55
全部债务资本化比率（%）	30.75	22.44	20.34
流动比率（%）	141.80	142.22	142.70
经营现金流动负债比（%）	2.67	7.27	2.66

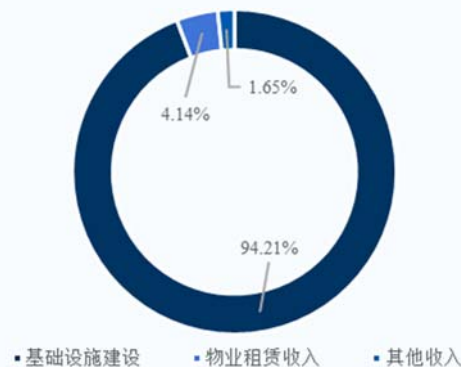
注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末（间）数，非追溯调整数据；2. 本报告合并口径已将其他应付款和其他流动负债中付息项调整至短期债务核算，将长期应付款中付息项调整至长期债务核算；3. 本报告公司本部口径已将其他应付款和其他流动负债中付息项调整至短期债务核算，将长期应付款中付息项调整至长期债务核算；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

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
19 黄岗山债 01	5.00 亿元	1.00 亿元	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 亿元	0.40 亿元	2026/04/12	
18 黄岗山债 01/18 黄投 01	5.00 亿元	1.00 亿元	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：联合资信根据公开资料整理

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	2024/06/18	宋金玲 冯熙智	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：上述评级方法/模型、历史评级项目的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均无版本编号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：宋金玲 songjl@lhratings.com

项目组成员：魏 凯 weikai@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 2024 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中国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。

公司是上饶市铅山县重要的城市基础设施建设主体，主要负责铅山县道路建设、园区开发以及安置房建设等。

截至 2024 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；公司纳入合并范围内的一级子公司共 16 家。

截至 2024 年底，公司资产总额 209.48 亿元，所有者权益 77.64 亿元；2024 年，公司实现营业总收入 6.56 亿元，利润总额 1.48 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 2025 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表。“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 2025 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；停车场项目已完工运营，项目实际总投 6.68 亿元。2024 年，募投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。

“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；此外，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。跟踪期内，公司已按时支付上述债券分期本金及利息。

图表 1 • 截至 2025 年 5 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
19 黄岗山债 01	5.00	1.00	2019/01/25	7 年
19 黄岗山债 02	2.00	0.40	2019/04/12	7 年
18 黄岗山债 01/18 黄投 01	5.00	1.00	2018/10/08	7 年
合计	12.00	2.40	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料及公开资料整理

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经济工作会议精神，使用超长期特别国债

¹ 公司股权比例以股东认缴注册资本比例为基准计算。

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

2024 年，铅山县地区生产总值和一般公共预算收入同比均保持增长。

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 2·铅山县主要经济指标

项目	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	205.05	210.30
GDP 增速（%）	6.3	4.6
固定资产投资增速（%）	6.0	-2.2%
三产结构	10.4:39.7:49.9	10.8:32.5:56.7
人均 GDP（万元）	/	/

注：1. 2023 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；
资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《铅山县 2024 年国民经济和社会发展统计公报》，2024 年，铅山县地区生产总值比上年增长 4.6%。其中，第一产业增加值 22.72 亿元，增长 2.8%；第二产业增加值 68.32 亿元，下降 1.2%，其中，工业增加值 59.97 亿元，下降 0.6%；第三产业增加值 119.25 亿元，增长 8.8%。2024 年，铅山县规上工业增加值同比增长 2.7%；全县 500 万元及以上固定资产投资同比下降 2.2%。

图表 3 • 铅山县主要财力指标

项目	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	16.14	16.48
一般公共预算收入增速（%）	4.77	2.08
税收收入（亿元）	10.90	11.32
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	67.53	68.69
一般公共预算支出（亿元）	48.31	48.88
财政自给率（%）	33.42	33.72
政府性基金收入（亿元）	12.56	10.07
地方政府债务余额（亿元）	62.07	78.45

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%
资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《2025 年铅山县政府预算公开》，2024 年，铅山县一般公共预算收入比上年增长 2.08%，其中税收收入比上年增长 3.88%，收入质量尚可。同期，铅山县一般公共预算支出比上年增长 1.18%，财政自给能力较差。2024 年，铅山县政府性基金收入比上年下降 19.83%，主要系国有土地使用权出让收入下降所致。截至 2024 年底，铅山县地方政府债务余额 78.45 亿元，其中一般债务 20.99 亿元、专项债务 57.46 亿元。

根据铅山县人民政府官网公布的数据，2025 年一季度，铅山县地区生产总值 51.75 亿元，同比增长 6.3%。其中，第一产业增加值为 2.93 亿元，同比增长 3.1%；第二产业增加值为 18.61 亿元，同比增长 7.5%；第三产业增加值为 30.21 亿元，同比增长 6.0%。

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 2024 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

公司职能定位未发生变化，仍是上饶市铅山县重要的城市基础设施建设主体。

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，公司是铅山城投主要业务实施主体。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。

3 信用记录

跟踪期内，公司本部未新增不良信贷记录，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 2025 年 5 月 21 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本部存在逾期或违约记录。

截至本报告出具日，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、管理制度、组织架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

跟踪期内，公司营业总收入略有增长，仍以基础设施建设业务收入为主；综合毛利率有所下降。

2024 年，公司营业总收入同比略有增长，仍主要源于基础设施建设业务。其中，基础设施建设业务收入同比略有增长，占营业收入的比重仍超过 92.00%。其他业务收入主要为汽车租赁收入和建筑服务收入，由于毛利率高的资金占用费收入规模大幅下降，叠加汽车租赁业务大幅亏损，公司综合毛利率同比有所下降。

图 4 • 公司营业总收入及毛利率情况（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 (%)
基础设施建设	5.99	92.74	9.09	6.18	94.21	9.09
物业租赁收入	0.26	3.99	90.51	0.27	4.14	90.65
其他收入	0.21	3.27	54.69	0.11	1.65	-9.45
合计	6.46	100.00	13.83	6.56	100.00	12.16

注：公司其他业务包括汽车租赁、建筑服务业务和资金占用费业务等
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略有增长，项目回款滞后。截至 2024 年底，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》，受铅山县人民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，铅山县人民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。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，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。

2024 年，公司基础设施建设业务收入同比略有增长，主要来源于道路建设类项目。同期，公司暂未收到政府回款；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。

截至 2024 年底，公司主要项目情况详见图表 5。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、铅山县城南棚改置换房建设项目和铅山县城南加油站项目，尚需投资 3.88 亿元。其中，公司自建项目未来将通过市场化运作获得收益。

图表 5 • 截至 2024 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
上铅快速道路路基 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
铅山县城南加油站项目	自建	0.40	0.36	在建
合计	—	53.73	50.10	—

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、扶贫光伏发电项目和铅山县城南棚改置换房建设项目处于停滞状态
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

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，收益实现情况有待观察。截至 2024 年底，公司暂无拟建项目。

（2）其他业务

2024 年，公司其他业务收入对公司营业总收入形成一定补充。

公司其他业务主要包括物业租赁、汽车租赁、建筑服务业务、档案管理和资金占用费业务等。2024 年，公司物业租赁收入同比变化不大，毛利率仍保持高水平；汽车租赁收入 0.04 亿元，同比变化不大，毛利率-84.05%；资金占用费收入 13.40 万元，同比大幅下降，毛利率为 100.00%。

2 未来发展

随着铅山县的继续发展，公司未来将继续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 2024 年财务报告，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，出具了标准无保留意见的审计结论。

2024 年，公司合并范围一级子公司未发生变化。截至 2024 年底，公司合并范围内一级子公司共 16 家。总体看，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，其中存货和应收类款项占比高；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。

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。

截至 2024 年底，公司资产规模较 2023 年底增长 2.35%，主要系应收账款和在建工程增长所致。公司资产结构仍以流动资产为主。

图表 6 • 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	175.55	85.77	175.89	83.96
货币资金	3.51	1.71	2.81	1.34
应收账款	35.49	17.34	40.97	19.56
其他应收款	27.63	13.50	25.59	12.22
存货	108.47	53.00	106.06	50.63
非流动资产	29.12	14.23	33.60	16.04
投资性房地产	19.59	9.57	19.01	9.07
在建工程	2.66	1.30	7.41	3.54
资产总额	204.67	100.00	209.48	100.00

注：其他应收款包括应收股利
 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 2024 年底，公司货币资金主要由银行存款 2.31 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 17.79%。公司应收账款较上年底增长 15.44%，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（40.96 亿元）和铅山县立天房地产公司发展有限公司（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；账龄方面，1 年以内占 14.46%、1~2 年占 14.45%，2~3 年占 14.33%，3~4 年占 14.02%，4~5 年占 15.10%，5 年以上占 27.65%，整体账龄较长；累计计提坏账准备 1.81 亿元，系对立天房地产公司应收账款全额计提坏账所致。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 2025 年 4 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，存在一定回款风险。公司其他应收款较上年底下降 7.40%，主要为与政府单位及国有企业之间的往来款；前五名欠款方合计欠款账面余额占其他应收款账面余额的 87.72%，集中度高；账龄方面，1 年以内占 4.55%、1~2 年占 9.45%，2~3 年占 26.46%，3~4 年占 29.73%，4~5 年占 5.43%，5 年以上占 24.39%，整体账龄较长，累计计提坏账准备 0.36 亿元。公司存货较上年底下降 2.22%，主要由合同履约成本 55.64 亿元和开发用土地 50.42 亿元构成；合同履约成本主要为代建项目的工程投入。

图表 7 • 截至 2024 年底公司主要其他应收款明细（单位：亿元）

单位名称	款项性质	金额	账龄	占其他应收款账面余额的比例（%）
铅山县旅游投资发展有限公司	其他往来款	14.92	2~5 年以上	57.52
铅山县工业园区建设项目部	代垫款	3.38	3~5 年以上	13.03
铅山县公共住房开发建设投资有限公司	代垫款	1.86	5 年以上	7.17
铅山县信江投资发展有限公司	其他往来款	1.59	2~5 年以上	6.13
铅山县建设局城建项目部	资金往来款	1.01	5 年以上	3.88
合计	--	22.75	--	87.72

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，公司投资性房地产较上年底下降 2.96%，主要系成本计量模式下投资性房地产折旧增加所致。截至 2024 年底，公司在建工程较上年底大幅增长 178.93%，主要系对铅山县上投教育优质综合学校项目新增投入 4.65 亿元所致。

资产流动性方面，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仍高，为 82.41%，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。

截至 2024 年底，公司受限资产情况如下所示，总体看，公司资产受限比例一般。

图表 8 • 截至 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	受限金额（亿元）	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	13.91	抵押
固定资产	3.54	1.69	抵押
投资性房地产	5.51	2.63	抵押
合计	38.70	18.47	--

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

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，所有者权益构成以资本公积为主，所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2024 年底，公司所有者权益较 2023 年底增长 2.47%，主要系利润累积所致。公司所有者权益中资本公积占比高，所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2024 年底，公司实收资本较 2023 年底无变化；资本公积较 2023 年底略有增长。截至 2024 年底，公司未分配利润较 2023 年底增长 13.77%，主要系利润累积所致。

图表 9 • 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	1.85	2.44	1.85	2.38
资本公积	60.67	80.07	60.88	78.41
未分配利润	12.06	15.92	13.72	17.68
所有者权益合计	75.76	100.00	77.64	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

② 负债

跟踪期内，公司全部债务有所增长，短期债务占比较高，整体债务负担适中，2025 年面临集中兑付压力。

截至 2024 年底，公司负债总额较 2023 年底增长 2.28%，主要系融资规模扩大所致。公司负债结构仍以流动负债为主。

图表 10 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年末		2024 年末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	95.83	74.34	90.19	68.40
其他应付款	84.53	65.57	74.96	56.85
一年内到期的非流动负债	5.79	4.49	9.39	7.12
非流动负债	33.07	25.66	41.66	31.60
长期借款	21.77	16.89	34.31	26.02
应付债券	8.27	6.41	4.38	3.33
负债总额	128.91	100.00	131.85	100.00

注：其他应付款中包含应付利息

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2024 年底，公司经营性负债主要体现在由往来款和其他筹资款（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）形成的其他应付款。

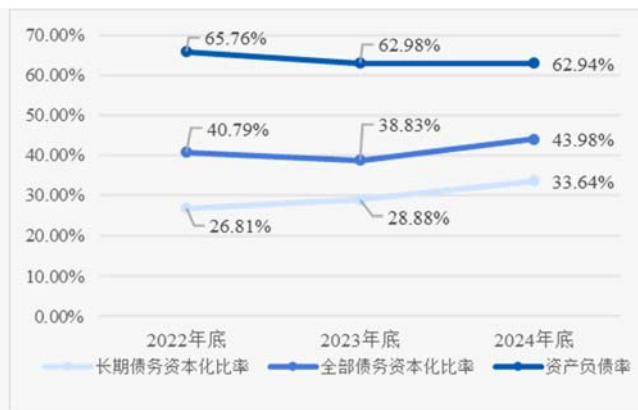
全部债务方面，本报告合并口径将其他应付款和其他流动负债中付息项调整入短期债务核算，将长期应付款中付息项调整入长期债务核算。截至 2024 年底，公司全部债务较 2023 年底增长 26.76%，短期债务占比较高。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率较 2023 年底略有下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2023 年底有所上升。整体来看，公司债务负担适中。

图表 11 • 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 12 • 公司财务杠杆水平



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

截至 2024 年底，公司短期债务为 21.59 亿元，2025 年面临集中兑付压力。

(3) 盈利能力

2024 年，公司营业总收入同比略有增长，利润总额对政府补助的依赖程度高，公司盈利指标表现较好。

2024 年，公司营业总收入同比略有增长，营业利润率有所上升。

从期间费用看，公司期间费用以管理费用为主，2024 年，公司期间费用率³为 11.22%，较 2023 年上升 0.27 个百分点，期间费用对公司利润总额侵蚀有所加重。

非经营性损益方面，2024 年，公司其他收益略有下降，主要为政府补助；公司其他收益相当于利润总额的 171.88%，利润总额对政府补助的依赖程度高。

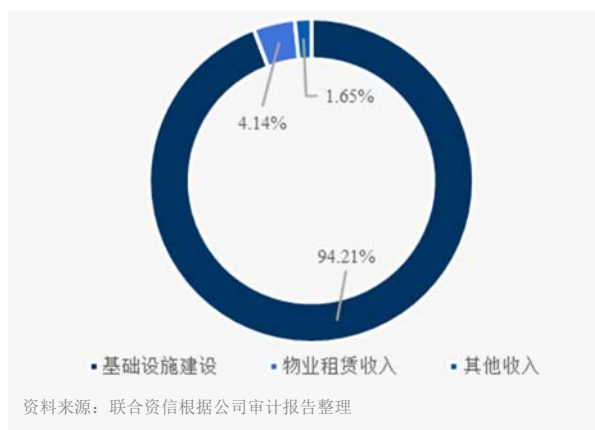
从盈利指标看，2024 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所上升，公司盈利指标表现较好。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年
营业总收入	6.46	6.56
营业成本	5.57	5.76
期间费用	0.71	0.74
其他收益	2.61	2.54
利润总额	1.82	1.48
营业利润率 (%)	7.74	9.14
总资本收益率 (%)	1.19	1.20
净资产收益率 (%)	1.95	2.14

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 14 • 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，公司经营活动现金转为净流出，收入实现质量仍差；投资活动现金继续净流出，但缺口有所收窄；筹资活动现金转为净流入，考虑到公司后续还本付息需求，公司再融资压力仍较大。

³ 期间费用率=期间费用/营业总收入*100.00%

图表 15 • 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	29.40	1.04
经营活动现金流出小计	29.28	4.95
经营活动现金流量净额	0.13	-3.91
投资活动现金流入小计	0.00	0.01
投资活动现金流出小计	0.68	0.45
投资活动现金流量净额	-0.67	-0.44
筹资活动前现金流量净额	-0.54	-4.35
筹资活动现金流入小计	12.27	19.24
筹资活动现金流出小计	14.59	15.59
筹资活动现金流量净额	-2.31	3.66
现金收入比（%）	11.27	3.34

注：2023年投资活动现金流入43.15万元
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

经营活动方面，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。受收到/支付往来款净额列示影响，2024 年，公司经营活动现金流入和现金流出同比均大幅下降。同期，公司经营活动现金流量净额由正转负，现金收入比 3.34%，收入实现质量仍差。

投资活动方面，2024 年，公司投资活动现金流入规模很小；公司投资活动现金流出规模亦较小。公司投资活动现金流量净额继续为负，但缺口有所收窄。

2024 年，公司筹资活动前现金流量净额继续为负，且缺口有所扩大。

筹资活动方面，2024 年，公司筹资活动现金流入同比增长 56.77%，全部为取得借款收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出同比增长 6.85%，主要为偿还债务本息；筹资活动现金流量净额由负转正。考虑到公司后续还本付息需求，公司再融资压力仍较大。

2 偿债指标变化

公司整体偿债指标表现一般，间接融资渠道亟待拓宽，存在或有负债风险。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	183.18	195.03
	速动比率（%）	69.99	77.42
	现金短期债务比（倍）	0.20	0.13
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	2.54	2.22
	全部债务/EBITDA（倍）	18.93	27.44
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.05	0.79

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

从短期偿债指标看，截至 2024 年底，公司流动比率、速动比率均较 2023 年底有所上升，流动资产对流动负债的保障程度指标表现有所提升。截至 2024 年底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数指标表现较上年底有所下降，保障程度指标表现弱。整体看，公司短期偿债指标表现较弱。

从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 同比有所下降，EBITDA 利息倍数下降至 0.79 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 2024 年底，公司对外担保余额 53.94 亿元，担保比率为 69.48%，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，担保比率较高且均未设置反担保措施，公司存在或有负债风险。

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，公司暂无银行授信额度。

3 公司本部主要变化情况

截至 2024 年底，公司本部资产总额、负债总额和所有者权益分别占合并口径的 94.85%、92.76%和 98.40%；公司本部营业总收入和利润总额分别占合并口径的 98.16%和 112.60%。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，公司本部全部债务 19.51 亿元，全部债务资本化比率为 20.34%，公司本部债务负担轻。

（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，治理结构相对完善，内控制度相对健全。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。2024 年，联合资信未发现公司曾发生安全责任事故，未发现公司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，建立了相对完善的法人治理结构，公司本部对子公司管控力度较强。2024 年，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，公司在财政补贴等方面继续获得外部支持。

公司实际控制人系铅山县国资办。2024 年，铅山县地区生产总值和一般公共预算收入均保持增长。截至 2024 年底，铅山县地方政府债务余额为 78.45 亿元。公司作为铅山县重要的城市基础设施建设主体，跟踪期内在财政补贴等方面继续获得外部支持。

2024 年，公司收到政府补助 2.54 亿元，计入“其他收益”。

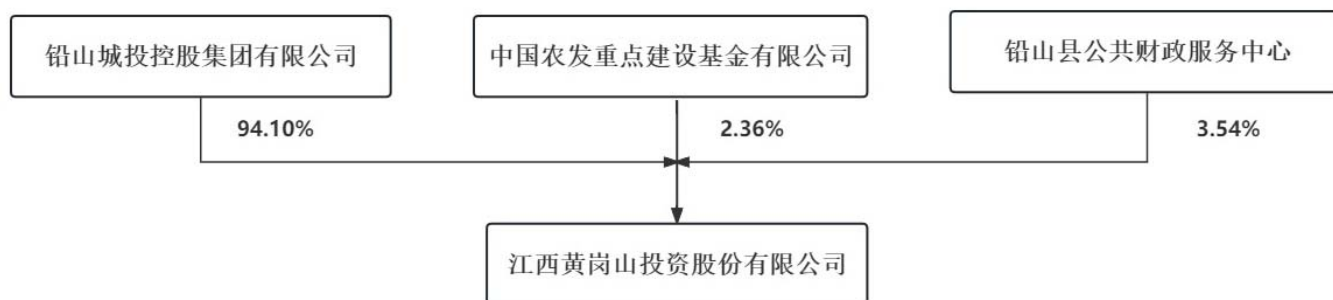
八、债券偿还能力分析

截至 2025 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续期担保债券为“18 黄冈山债 01/18 黄投 01”“19 黄冈山债 01”和“19 黄冈山债 02”，合计余额 2.40 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 黄冈山债 01/18 黄投 01”“19 黄冈山债 01”和“19 黄冈山债 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，重庆三峡担保个体信用等级为 aa^+ ，无个体调整情况，考虑到重庆三峡担保股东综合实力很强且对其支持力度较大，外部支持提升 1 个子级，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

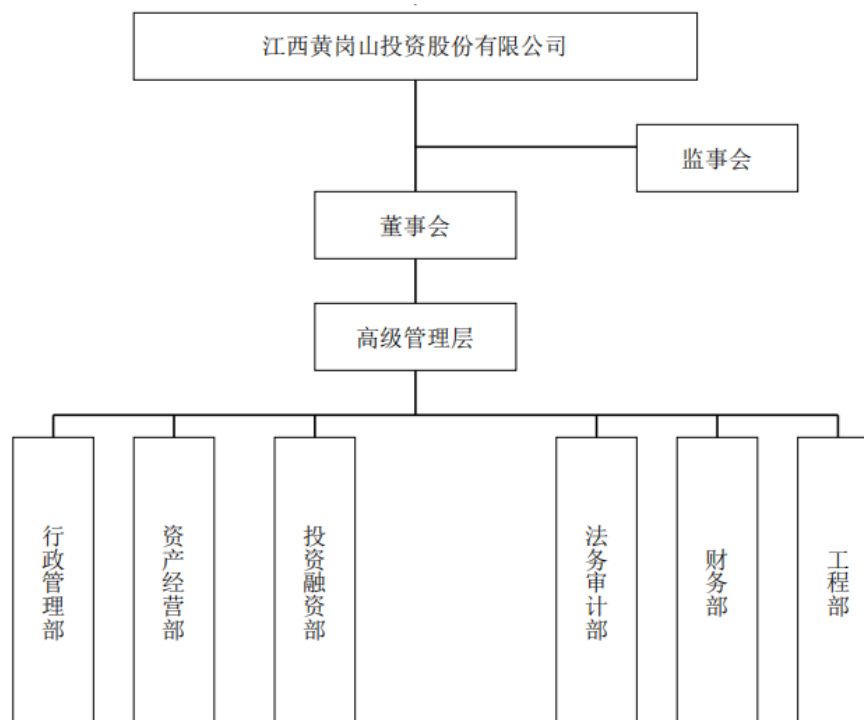
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“18 黄冈山债 01/18 黄投 01”“19 黄冈山债 01”和“19 黄冈山债 02”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司合并口径主要一级子公司情况（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	
铅山县水利投资发展有限公司	水利、环境和公共设施管理业	100.00	--	出资
铅山县城投产业投资有限公司	房地产业	100.00	--	划拨
铅山县国有资产投资经营有限公司	房地产业	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
铅山县公务用车服务有限公司	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

注：铅山县城投产业投资有限公司唯一股东已于 2025 年 1 月变更为铅山城投控股集团有限公司
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-4 公司对外担保情况（截至 2024 年底）

被担保方	担保金额（万元）
铅山城投林业开发有限公司	970.00
铅山城投智慧停车服务有限公司	970.00
铅山县公共住房开发建设投资有限公司	44002.00
铅山县发展集团有限公司	74800.00
铅山县黄岗山城市运营管理有限公司	32144.62
铅山县黄岗山旅游经营管理有限公司	21608.37
铅山县黄岗山文化传媒发展有限公司	980.00
铅山县黄岗山新能源开发管理有限公司	980.00
铅山县交通投资有限责任公司	28001.00
铅山县旅游投资发展有限公司	48291.00
铅山县绿色产业投资发展有限公司	108225.77
铅山县农业产业投资发展有限公司	49000.00
铅山县人民医院	3844.92
铅山县信江建设管理有限公司	41600.00
铅山县信江砂石经营管理有限公司	22190.00
铅山县信江投资发展有限公司	11980.00
铅山县星河水务发展有限公司	2445.00
上饶胜源水务有限公司	34580.00
上饶市汇纳利供应链管理有限公司	1939.81
上饶市信江投资有限责任公司	10878.00
合计	539430.49

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	6.37	3.51	2.81
应收账款（亿元）	29.80	35.49	40.97
其他应收款（亿元）	26.78	27.63	25.59
存货（亿元）	103.46	108.47	106.06
长期股权投资（亿元）	0.19	0.19	0.20
固定资产（亿元）	4.71	5.37	5.35
在建工程（亿元）	2.66	2.66	7.41
资产总额（亿元）	195.25	204.67	209.48
实收资本（亿元）	1.85	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）	66.85	75.76	77.64
短期债务（亿元）	21.57	17.31	21.59
长期债务（亿元）	24.48	30.77	39.36
全部债务（亿元）	46.05	48.09	60.95
营业总收入（亿元）	6.24	6.46	6.56
营业成本（亿元）	5.50	5.57	5.76
其他收益（亿元）	1.95	2.61	2.54
利润总额（亿元）	1.68	1.82	1.48
EBITDA（亿元）	2.30	2.54	2.22
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.57	0.73	0.22
经营活动现金流入小计（亿元）	28.95	29.40	1.04
经营活动现金流量净额（亿元）	1.61	0.13	-3.91
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.01	-0.67	-0.44
筹资活动现金流量净额（亿元）	-2.02	-2.31	3.66
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.23	0.20	0.17
存货周转次数（次）	0.05	0.05	0.05
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	0.03
现金收入比（%）	9.19	11.27	3.34
营业利润率（%）	11.28	7.74	9.14
总资本收益率（%）	1.25	1.19	1.20
净资产收益率（%）	2.11	1.95	2.14
长期债务资本化比率（%）	26.81	28.88	33.64
全部债务资本化比率（%）	40.79	38.83	43.98
资产负债率（%）	65.76	62.98	62.94
流动比率（%）	164.29	183.18	195.03
速动比率（%）	62.48	69.99	77.42
经营现金流动负债比（%）	1.58	0.13	-4.34
现金短期债务比（倍）	0.30	0.20	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	1.35	1.05	0.79
全部债务/EBITDA（倍）	19.99	18.93	27.44

注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末（间）数，非追溯调整数据；2. 本报告合并口径已将其他应付款和其他流动负债中付息项调整至短期债务核算，将长期应付款中付息项调整至长期债务核算

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（本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	2.14	2.05	1.41
应收账款（亿元）	29.79	35.48	40.96
其他应收款（亿元）	45.08	40.37	40.40
存货（亿元）	88.66	90.96	83.81
长期股权投资（亿元）	2.04	6.05	6.06
固定资产（亿元）	4.69	5.34	5.22
在建工程（亿元）	1.73	1.73	1.83
资产总额（亿元）	193.94	201.35	198.70
实收资本（亿元）	1.85	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）	65.55	74.55	76.40
短期债务（亿元）	17.55	13.50	13.94
长期债务（亿元）	11.55	8.07	5.57
全部债务（亿元）	29.11	21.57	19.51
营业总收入（亿元）	6.19	6.40	6.44
营业成本（亿元）	5.41	5.45	5.62
其他收益（亿元）	1.58	2.58	2.50
利润总额（亿元）	1.38	1.90	1.66
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.01	0.74	0.02
经营活动现金流入小计（亿元）	29.98	28.26	3.66
经营活动现金流量净额（亿元）	3.12	8.63	3.11
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.01	-4.12	-0.19
筹资活动现金流量净额（亿元）	-5.93	-4.60	-3.56
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.23	0.20	0.17
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（%）	0.14	11.59	0.30
营业利润率（%）	11.98	8.69	9.72
总资本收益率（%）	1.17	1.62	1.93
净资产收益率（%）	1.69	2.09	2.42
长期债务资本化比率（%）	14.99	9.77	6.79
全部债务资本化比率（%）	30.75	22.44	20.34
资产负债率（%）	66.20	62.97	61.55
流动比率（%）	141.80	142.22	142.70
速动比率（%）	65.92	65.61	70.90
经营现金流动负债比（%）	2.67	7.27	2.66
现金短期债务比（倍）	0.12	0.15	0.10
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，非追溯调整数据；2. 由于公司本部口径未披露折旧、摊销及资本化利息等数据，EBITDA 相关指标无法计算，用“/”表示；3. 本报告本部口径已将其他应付款和其他流动负债中付息项调整至短期债务核算，将长期应付款中付息项调整至长期债务核算

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