

远东资信评估有限公司

远东跟踪（2023）0047号

九江市国有投资控股集团有限公司 2023年跟踪评级信用等级通知书

九江市国有投资控股集团有限公司：

远东资信评估有限公司对贵公司及“22 九江国控债 01/22 九江债”、“23 九江国投 MTN001”进行了跟踪评级。经远东资信评估有限公司信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“22 九江国控债 01/22 九江债”、“23 九江国投 MTN001”的信用等级为 AAA。

特此通知

远东资信评估有限公司

评级总监：

二〇二三年六月二十七日



九江市国有投资控股集团有限公司

2023 年跟踪评级报告

远东跟踪（2023）0047 号



远东资信评估有限公司
Fareast Credit Rating Co.,Ltd.

二〇二三年六月





九江市国有投资控股集团有限公司

2023 年跟踪评级报告

远东跟踪（2023）0047 号

评级结果

主体	主体信用等级	评级展望	评级时间
上次评级	AAA	稳定	2023.2.15
本次评级	AAA	稳定	2023.6.27

债券简称	债券规模 (亿元)	债券期限 (年)	上次 评级	本次 评级
22 九江国控债 01/22 九江债	20.00	7	AAA	AAA
23 九江国投 MTN001	10.00	3	AAA	AAA

主要财务数据

人民币：亿元	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	1,791.77	2,132.89	2,328.81	2,421.85
所有者权益	875.47	1,094.43	1,156.76	1,159.13
总债务	601.03	739.63	864.72	966.87
营业收入	143.39	191.89	232.90	42.66
净利润	15.98	11.05	13.38	0.63
EBITDA	35.04	36.46	41.86	-
营业利润率(%)	12.80	7.12	7.69	1.28
净资产收益率(%)	2.08	1.12	1.19	-
资产负债率(%)	51.14	48.69	50.33	52.14
总债务资本化比率(%)	40.71	40.33	42.78	45.48
流动比率(%)	344.46	347.60	346.40	357.59
EBITDA 利息保障 数(倍)	1.13	1.14	1.16	-
总债务/EBITDA(倍)	17.15	20.28	20.66	-

数据来源：公司 2021~2022 年审计报告及 2023 年 3 月末审计财务报表。

分析师：刘广华 liuguanghua@fecr.com.cn
万骏飞 wanjunfei@fecr.com.cn
马颖筱 mayingxiao@fecr.com.cn

电话：010-57277666 021-65100651

网址：www.sfecr.com

地址：北京市东直门南大街 11 号中汇广场 B 座 11 层
上海市大连路 990 号海上海新城 9 层

评级观点

跟踪期内，九江市国有投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“九江国控”）仍系九江市最重要的城市基础设施建设和国有资产运营主体，承担了九江市基础设施、安置房、土地整理等建设任务，同时亦为九江市最主要的河道采砂及建筑用地砂石经营企业，相关业务仍保持了很强的区域专营优势；此外，九江市经济保持持续增长，为公司发展提供良好的外部环境。

同时，远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）关注到，跟踪期内公司债务负担加重、资本支出压力较大、资产流动性一般等因素对公司经营和整体信用状况造成的不利影响。

综上，远东资信维持九江市国有投资控股集团有限公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持 2022 年第一期九江市国有投资控股集团有限公司公司债券（债券简称“22 九江国控债 01/22 九江债”）、九江市国有投资控股集团有限公司 2023 年度第一期中期票据（债券简称“23 九江国投 MTN001”）信用等级为 AAA。

优势

- 区域经济稳步发展。跟踪期内，九江市逐步加大传统产业转型升级，发展壮大新兴产业，培育新经济新动能，其工业经济始终保持在全省前列，整体经济稳步发展，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 区域专营优势。公司基础设施、安置房、土地整理业务仍保持了很强的区域专营优势。
- 有力的股东支持。跟踪期内，受益于政府股权划拨、资产及资金注入等，公司资产规模持续扩大、资本实力稳步提升。



评级模型

本次评级适用评级方法与模型

中国城投企业信用评级方法与模型（FECR-CTQY-V05-202207）

外部支持专项评价方法（FECR-WBZC-V01-202204）

评级要素	指标名称	权重	档位
业务运营	业务稳定性	20.00%	2
	业务公益性	20.00%	2
融资能力	融资渠道	20.00%	2
资本结构	所有者权益	15.00%	1
	总债务资本化比率	15.00%	2
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	10.00%	4
基本信用状况评价（BACP）			aa
评价调整（AM）			无
个体信用状况（ASCP）			aa
外部支持调整			+2
评级模型级别			AAA

模型评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在个体信用状况的基础上考虑外部支持调整得到。其中，个体信用状况综合反映了基本信用状况评价以及个体相关的评价调整因素，外部支持主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。

关注

- 债务负担有所上升。跟踪期内，随着项目建设投入的进一步增加，公司债务规模增长，债务负担有所加重，且货币资金对短期债务的覆盖程度有所弱化，面临一定的短期偿债压力。
- 面临一定的资本支出压力。公司基础设施代建、土地整理项目回款较慢，加之代建及自营项目尚需投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力，且自营项目未来收益也存在一定不确定性。
- 资产流动性有待改善。公司资产中应收类款项、待开发土地及项目建设成本仍占比较高，且回款周期较长，整体资产流动性有待改善。



本次跟踪债券情况

债券简称	本次 债券 信用 评级	上次 债券 信用 等级	上次评 级日期	发行金 额(亿 元)	债券 余额 (亿 元)	存续期	特殊条款
22 九江国控 债 01/22 九江 债	AAA	AAA	2022.8.18	20.00	20.00	2022.10.14-2029.10.14	在债券存续期的第3至7年末分别按照债券发行总额的20%偿还债券本金
23 九江国投 MTN001	AAA	AAA	2023.2.15	10.00	10.00	2023.2.27-2026.2.27	-

历史评级关键信息

主体评级	债券评级	评级日期	项目组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	AAA	2023.2.15	刘广华、马颖筱	中国城投企业信用评级方法与模型 (FECR-CTQY-V05-202207)	报告原文
AAA/稳定	AAA	2022.8.18	王雪妮、刘广华、 马颖筱	中国城投企业信用评级方法与模型 (FECR-CTQY-V05-202207)	报告原文

评级报告声明

- 一、除因本次评级事项远东资信评估有限公司与九江市国有投资控股集团有限公司构成受托委托关系外，远东资信评估有限公司、本次评级分析师与九江市国有投资控股集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 二、远东资信评估有限公司与本次评级分析师已履行尽职调查与诚信尽责的义务，保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了合理审慎的核查，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述及担保。
- 三、远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据远东资信评估有限公司信用评级标准和程序做出的独立判断，未因被评对象和其他任何组织及个人的影响改变评级意见。
- 四、本报告信用等级在本报告出具之日至受评债券到期兑付日有效，在有效期限内，远东资信评估有限公司拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。
- 五、本评级报告观点仅为远东资信评估有限公司对评级对象、受评债券信用状况的个体意见，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议，投资者应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 六、本评级报告版权归远东资信评估有限公司所有，未经远东资信评估有限公司书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。

一、跟踪评级原因

根据行业惯例和相关法规要求，远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）对九江市国有投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“九江国控”）主体及相关债券进行跟踪评级。本次评级为定期跟踪评级。

二、债券概况

公司分别于2022年10月14日、2023年2月27日发行2022年第一期九江市国有投资控股集团有限公司公司债券（债券简称“22九江国控债01/22九江债”）、九江市国有投资控股集团有限公司2023年度第一期中期票据（债券简称“23九江国投MTN001”），票面利率分别为3.80%、3.71%。截至2023年4月末，“23九江国投MTN001”募集资金10.00亿元已用于兑付到期的“20富和建设MTN001”；“22九江国控债01/22九江债”募集资金20.00亿元，其中10.00亿元用于补充营运资金，10.00亿元用于庐山门户小镇·赛阳项目（虎溪片区）（以下简称“募投项目”）建设。募投项目计划总投资16.00亿元，已于2022年开工，截至2022年末已投资8.00亿元。

截至本报告出具日，“22九江国控债01/22九江债”、“23九江国投MTN001”均未到还本付息日。

表 1：截至 2023 年 4 月末公司募集资金使用情况

债券简称	发行金额	已用金额	资金用途	用途是否变更
22 九江国控债 01/22 九江债	20.00	20.00	10.00 亿元用于庐山门户小镇·赛阳项目（虎溪片区），10.00 亿元用于补充营运资金	否
23 九江国投 MTN001	10.00	10.00	已用于兑付到期的“20 富和建设 MTN001”	否

资料来源：公司公告，远东资信整理

三、运营环境

受房地产市场持续低迷以及俄乌冲突升级、全球通胀加剧等一系列内外因素的影响，2022 年我国经济增速明显放缓；2023 年以来我国经济恢复向好，预计能够实现年度经济增长目标，但美联储持续加息、中美贸易摩擦可能是我国经济面临的潜在风险因素

受俄乌冲突升级、国际大宗商品价格上涨、美联储持续加息等因素的综合影响，2022 年全球主要经济体增速普遍放缓，大国地缘政治经济博弈加剧。外部环境变化对我国经济产生一定冲击，加之房地产市场低迷、房企信用风险事件持续发酵，严重影响市场信心和预期，我国经济复苏的基础尚不稳固。根据国家统计局初步核算数据，2022 年我国 GDP 同比增长 3.0%，低于 2021 年 8.1% 的经济增速；分季度看，一季度国内生产总值同比增长 4.8%，二季度增长 0.4%，三季度增长 3.9%，四季度增长 2.9%。随着稳经济一揽子政策和接续措施落地见效，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，我国经济恢复向好，2023

年一季度我国GDP同比增长4.5%，比上年四季度环比增长2.2%。

我国经济韧性强、潜力大、活力足的特点没有改变，长期向好的基本面没有改变，我国经济回升向好态势将持续，预计2023年能够实现5%左右的经济增长目标。美联储持续加息、中美贸易摩擦可能是我国经济面临的潜在风险因素。

城投公司在支持基建投资方面仍发挥关键作用，2022年以来稳增长力度加大、基建领域投资发力，有利于缓解城投公司再融资压力；但房地产市场持续低迷导致土地出让收入大幅下降，地方政府支持城投公司能力受到制约

城投企业是国家实施新型城镇化战略的重要载体，2008年我国推出“四万亿”经济刺激计划以来，城投企业数量和融资规模快速增加，在支持基建投资方面发挥关键作用。为防范和化解隐性债务风险，国家出台了一系列政策措施规范城投企业融资行为，健全地方政府举债融资机制。《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号）、《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50号）、《关于坚决制止地方政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87号）、《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23号）《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发〔2021〕15号）等政策陆续出台实施，城投公司债务过快增长受到管控，有利于控制城投公司信用风险。

城投公司需要为大量存续债务再融资，顺畅的融资渠道对城投公司至关重要的。2022年以来，政府出台相关政策适度加大基建逆周期调节力度，城投公司融资环境有所改善。如银发〔2022〕92号文明确要求“要在风险可控、依法合规的前提下，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。”同时，国家也通过支持地方政府发行专项债券的方式，为基建项目融资，有利于减轻城投公司融资压力。

房地产市场持续低迷导致土地出让收入大幅减少。2022年，我国地方政府性基金预算本级收入73,755亿元，比上年下降21.6%，其中，国有土地使用权出让收入66,854亿元，比上年下降23.3%。2023年一季度，地方政府性基金预算本级收入9,920亿元，同比下降23.6%，其中，国有土地使用权出让收入8,728亿元，同比下降27%。土地出让收入是基建投资的重要资金来源；土地出让收入的锐减限制了地方政府为基建支出提供资金的能力，也制约了其支持城投公司的能力。

跟踪期内，九江市逐步加大传统产业转型升级，发展壮大新兴产业，培育新经济新动能，其工业经济始终保持在全省前列，整体经济稳步发展

九江市系江西省地级市，2022年以来，九江市地区经济实现较快增长，其中，第一产业增加值258.66亿元，增长4.4%；第二产业增加值1,926.52亿元，增长4.5%；第三产业增加值1,841.42亿元，增长4.1%；三次产业结构为6.4:47.8:45.8。截至2022年末，九江市常住人口为455.77万人。

表 2：2020~2022 年九江市主要经济指标

单位：亿元、%

项 目	2020 年		2021 年		2022 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	3,240.50	3.8	3,735.68	8.8	4,026.60	4.3
第一产业增加值	228.56	2.0	246.19	6.8	258.66	4.4
第二产业增加值	1,534.10	3.6	1,785.21	7.9	1,926.52	4.5
第三产业增加值	1,477.84	4.3	1,704.28	9.9	1,841.42	4.1
人均地区生产总值（万元）	7.03	-	8.16	9.4	8.83 ¹	-
规模以上工业增加值	-	4.2	-	11.3	-	5.6
全社会固定资产投资	-	9.0	-	10.3	-	9.5
社会消费品零售总额	1,196.10	3.1	1,407.81	17.7	1,485.96	5.6
三次产业结构	7.1:47.3:45.6		6.6:47.8:45.6		6.4:47.7:45.8	

资料来源：公开资料，远东资信整理

九江市工业经济发展良好，2022年规模以上工业增加值同比增长5.6%，其中制造业继续保持较快增长，2022年制造业增加值同比增长6.9%，高于九江市规模工业增加值增幅1.3个百分点；在制造业中，高技术制造业增加值同比增长31.9%，拉动工业增加值增长3.2个百分点；装备制造业同比增长9.6%，拉动九江市规模工业增长2.2个百分点。固定资产投资方面，2022年九江市重大项目计划投资4,372亿元，同比增长超过30%。2022年，九江市基础设施投资同比增长73.9%，高于全省平均水平56.6个百分点，实现高速增长。

2022年，九江市限额以上单位消费品零售额468.67亿元，同比增长19.2%，高出全省平均水平4.8个百分点。其中，粮油、食品类增长20.2%，服装、鞋帽、针纺织品类增长68.6%，日用品类增长36.3%。乡村消费市场活力增强，2022年，城镇消费市场实现零售1,236.91亿元，同比增长5.4%，乡村消费市场实现零售额249.04亿元，同比增长6.2%，乡村市场增长快于城镇0.8个百分点，其中，限上单位在城镇市场实现的零售额421.22亿元，增长16.1%，乡村市场实现的零售额47.43亿元，增长59.1%。

财政收支方面，2022年九江市一般公共预算收入为303.40亿元，较上年稳步增长，其中税收收入162.04亿元，税收收入在一般公共预算收入中占比为53.41%，较上年比重下降9.91个百分点。2022年九江市一般公共预算支出为691.60亿元，主要用于教育支出、一般公共预算服务支出等刚性支出；同期财政自给率为43.87%，同比减少2.93个百分点，财政收支平衡能力有所减弱。

截至2022年末，九江市地方政府债务限额1,299.81亿元，其中，一般债务限额471.17亿元、专项债务限额828.64亿元；债务余额1,159.68亿元，其中，一般债余额425.02亿元、专项债余额734.66亿元。

表 3：2020~2022 年九江市主要财政数据

单位：亿元、%

项目	2020 年	2021 年	2022 年
一般公共预算收入	286.44	292.23	303.40
其中：税收收入	190.54	185.04	162.04
一般公共预算支出	648.18	624.47	691.60
政府性基金收入	197.09	288.40	154.20

¹ 2022 年人均地区生产总值由地区生产总值/常住人口计算得出。

项目	2020年	2021年	2022年
土地出让收入	185.12	268.42	-
政府性基金支出	338.82	363.90	337.20
地方政府债务余额	815.27	993.64	1,159.68
地方政府债务限额	998.77	1,142.44	1,299.81
财政自给率	44.19	46.80	43.87
负债率	25.16	26.60	28.80
债务率	166.62	169.42	253.43

资料来源：公开资料，远东资信整理

2023年1~3月，九江市完成一般公共预算收入110.63亿元，同比增长19.7%。其中地方税收收入60.04亿元，增长1.2%；非税收入50.59亿元，增长52.9%；一般公共预算收入中税收占比54.3%。2023年1~3月，九江市一般公共预算支出179.86亿元，同比增长4.9%。

总体看，九江市工业经济持续健康发展，在投资及消费的带动下，九江市整体经济运行回升向好，经济质量持续改善。未来，九江市作为江西省区域中心城市之一、昌九一体化双核城市、环鄱阳湖城市群副中心城市、长江中游城市群成员城市、长江经济带支点城市、赣鄂皖湘区域性现代化中心城市，仍具有较好的发展潜力。

四、业务运营

跟踪期内，公司仍系九江市最重要的城市基础设施建设和国有资产运营主体，继续保持以基础设施代建、安置房建设、土地整理为核心主业的业务结构；2022年以来，公司基础设施代建及土地整理业务回款仍较滞后，加之在建项目较多，投资规模很大，依然面临较大的资本支出压力；此外，公司自营自建项目亦较多，待投资规模较大，需关注其未来收益情况

九江国控系九江市最重要的基础设施建设和国有资产运营主体，跟踪期内，公司业务结构未发生较大变化，仍主要以基础设施代建、土地整理、贸易、砂石销售、保障房建设及房屋销售为主。2022年，公司实现主营业务收入229.14亿元，同比增长19.95%，主要系贸易收入大幅增加所致，从收入占比来看，基础设施建设、土地整理及贸易业务占比合计84.39%，仍为公司主要收入来源。分业务板块来看，2022年土地整理项目结转收入增多，土地整理业务收入有所增长；当年贸易业务收入较2021年增加37.42亿元，主要系九江市濂溪区城投（集团）有限公司（以下简称“濂溪城投”）子公司九江市沪联贸易有限公司（以下简称“沪联贸易”）收入增长较多所致；2022年砂石销售收入较2021年减少4.89亿元，降幅为24.62%，主要受到下游市场需求不足影响，当年开采量有所下滑；此外，房屋销售业务受结转进度影响，当年收入规模大幅下降。

表 4：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司主营业务收入构成及毛利率情况

项目	2020年		2021年		2022年		2023年1~3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
单位：亿元、%								
主营业务收入：								
基础设施代建	56.07	39.21	53.47	27.99	55.58	24.26	11.06	26.12
保障房建设	7.46	5.22	3.25	1.70	3.17	1.38	-	-
土地整理	32.89	23.00	37.32	19.54	44.73	19.52	-	-



项目	2020年		2021年		2022年		2023年1~3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
房屋销售	7.89	5.52	10.59	5.55	3.29	1.44	3.10	7.31
贸易	29.46	20.60	55.64	29.13	93.06	40.61	22.81	53.85
砂石销售	3.84	2.68	19.85	10.39	14.97	6.53	2.62	6.18
其他	5.38	3.76	10.89	5.70	14.34	6.26	2.77	6.54
合计	142.99	100.00	191.02	100.00	229.14	100.00	42.36	100.00
毛利率:								
基础设施代建	13.11		11.65		11.71		23.32	
保障房建设	5.43		10.43		10.43		-	
土地整理	20.47		21.59		24.03		-	
房屋销售	18.05		11.14		9.85		1.70	
贸易	1.14		1.10		0.95		1.17	
砂石销售	-5.29		16.21		12.71		72.38	
其他	65.92		40.18		43.59		37.10	
综合毛利率	13.70		12.57		11.76		13.72	

资料来源：公司提供，远东资信整理

从毛利率情况看，2022年公司主营业务综合毛利率为11.76%。其中，由于所结转项目的代建管理费率有所差异，基础设施代建业务毛利率略有上升；土地整理业务毛利率波动较大主要系各地块因区位、土地性质等条件不同而盈利差异较大所致；跟踪期，受所结转房地产项目为面向特定对象限价销售项目，房屋销售业务毛利率仍处于较低水平；公司贸易业务品种仍主要为建材、有色金属等大宗商品，盈利空间有限，2022年毛利率微降至0.95%；此外，2022年砂石销售业务毛利率有所下降。

2023年1~3月，公司实现主营业务收入42.36亿元，主要来自于基础设施代建和贸易业务收入，同期综合毛利率13.72%。

基础设施代建业务

跟踪期内，作为九江市重要的基础设施建设主体，公司仍主要通过代建模式承担九江市的基础设施建设任务，运营主体主要系九江市城市发展集团有限公司（以下简称“九江城发”）子公司九江市城市建设投资有限公司（以下简称“九江城投”）、九江富和建设投资有限公司（以下简称“富和建投”）、濂溪城投、九江市置地投资有限公司（以下简称“九江置地”）、九江市城发资产商贸经营有限公司（以下简称“资产商贸”）、九江市工业发展集团有限公司（以下简称“九江工发”）子公司九江市国有资产经营有限公司（以下简称“九江国资”）和九江市柴桑区投资集团有限公司（以下简称“柴桑投资”）等，业务模式未发生变化。

2022年公司基础设施代建业务实现收入55.58亿元，毛利率11.71%，受结转项目加成比例不同影响，毛利率有所变化。

表 5：公司基础设施代建业务运营主体情况

名称	业务区域	业务内容
九江城投	九江市区	给排水、交通路网、景观绿化、环境治理、文体场馆
九江置地	九江市区	交通路网、水系治理
资产商贸	九江市区	文化旅游、高铁枢纽
富和建投	九江市经开区	交通路网、标准厂房、棚户区改造、环境治理
濂溪城投	九江市濂溪区	供水供热、交通路网、标准厂房、棚户区改造、旅游设施



名称	业务区域	业务内容
九江国资	九江市八里湖新区	交通路网、景观绿化、文体场馆、安置小区
柴桑投资	九江市柴桑区	医院、学校、景观绿化、棚户区改造

资料来源：公司提供，远东资信整理

截至2022年末，公司主要在建项目总投资181.28亿元，累计已投资115.18亿元，待投资规模仍较大，资金主要来源于自筹，少部分项目有专项资金支持。

表 6：2022 年末公司主要在建基础设施代建项目

单位：亿元

项目名称	承建主体	总投资	已投资
新建快速路系统（一期）工程	九江城投	43.40	14.45
九江高铁枢纽工程	资产商贸	17.99	8.40
琵琶湖黑臭水体治理工程	九江城投	4.50	3.00
龙开河黑臭水体治理工程	九江城投	2.77	1.49
城西港区三期四横三纵道路工程	富和建投	8.33	8.16
沙湾北路延伸线道路与桥梁工程	富和建投	3.00	2.76
城西港区赛城湖路道路工程	富和建投	3.73	3.07
前进新村五期	富和建投	4.50	3.45
柴桑区沙河片区棚户区改造项目	柴桑投资	14.37	11.73
柴桑区长江最美岸线水生态提升工程	柴桑投资	7.22	13.41
沙河老城区改造提升工程	柴桑投资	8.40	9.52
中小企业孵化基地	柴桑投资	3.84	8.10
赤湖工业园综合路网建设工程	柴桑投资	3.16	1.02
九江高铁新区核心区片区开发项目	柴桑投资	25.07	0.01
庐山区棚户区改造（十里片区）建设工程	濂溪城投	23.00	19.21
新港城中村	濂溪城投	2.00	2.00
九江市高改快道路建设工程	九江置地	6.00	5.40
合计	-	181.28	115.18

注：1.部分项目投资超概算；2.部分项目基本已完工尚未做竣工决算仍计入在建项目。

资料来源：公司提供，远东资信整理

截至2022年末，公司主要拟建项目包括富和新城项目、科翔厂房一期代建工程、快速路二期、安永人家四期等，计划总投资62.32亿元，尚需投资规模较大，公司未来面临一定的投融资压力。

表 7：2022 年末公司主要拟建基础设施代建项目

单位：亿元

项目名称	计划建设期间	计划总投资
富和新城项目	2022-2023	3.00
科翔厂房一期代建工程	2022-2024	2.70
快速路二期	2023-2025	43.02
安永人家四期	2023-2025	10.50
蛟滩安置小区	2023-2025	2.40
春安里小区（二期）	2022-2024	0.70
合计	-	62.32

注：部分项目受建设进度影响建设期延迟

资料来源：公司提供，远东资信整理

此外，公司参与的3个PPP项目计划总投资24.57亿元，截至2022年末累计已投资6.94亿元，均尚未回款。



表 8：2022 年末公司参与的 PPP 项目

单位：亿元

项目名称	建设期间	运营周期	总投资	已投资	拟回款
九江市经开区污水处理及配套基础设施建设 PPP 项目	2020-2024	17 年	6.39	2.55	8.83
九江市经开区 2019 年棚户区改造 PPP 项目	2020-2024	22 年	14.02	3.52	23.32
九江市经开区教育基础设施补短板建设 PPP 项目	2020-2023	17 年	4.16	0.87	7.36
合计	-	-	24.57	6.94	39.51

资料来源：公司提供，远东资信整理

自建自营项目

截至2022年末，公司在建自建项目主要包括石化产业园二期、长江公园、通武高速、庐山门户小镇·赛阳项目（虎溪片区）、鄱阳湖生态科技城绿色智慧产业园等项目，计划总投资合计145.47亿元，累计已投资33.02亿元，尚需投资规模仍较大。

截至2022年末，公司拟建自建自营项目主要系智慧产业园、九江市城发濂溪区职教科技产业园、医疗康养结合、瑞昌市田畝矿区建筑用灰岩矿、科创中心二期等项目，拟投资规模合计为38.30亿元。

表 9：截至 2022 年末公司主要拟建自建自营项目

单位：亿元

项目名称	承建主体	计划总投资
九江智慧农业科技产业园项目	九派城乡	6.00
双溪公园项目（置地）	九江置地	2.20
九江市城发濂溪区职教科技产业园项目	九江城发	10.00
医疗康养结合项目	九江交发	2.00
瑞昌市田畝矿区建筑用灰岩矿	九江交发	5.00
湖口县报废汽车拆解项目	九江交发	1.20
航运中心二期	九江交发	3.40
科创中心二期	九江交发	8.50
合计	-	38.30

资料来源：公司提供，远东资信整理

总体看，公司自建自营项目投资后续资金需求较大，面临一定的资金平衡压力；同时，鉴于自建项目尚未投入运营，后续投资回报存在不确定性，需关注未来的经营及盈利情况。

土地整理业务

公司土地整理业务运营主体仍主要为九江城投、富和建投及柴桑投资等，分别在九江市城区、九江经开区及九江市柴桑区等区域开展业务，业务模式跟踪期内未发生变化。

跟踪期内，公司土地整理业务仍主要为九江城投、富和建投及柴桑投资等开展，分别在九江市城区、九江经开区及九江市柴桑区等区域开展业务。截至2022年末，公司土地整理主要已完工项目累计投资104.86亿元，确认收入132.05亿元，已回款17.01亿元，回款进度整体仍较慢。截至2022年末，公司无在手土地整理的项目，拟整理的土地预计总投资为14.53亿元，仍有一定资金需求。

表 10：2022 年末公司拟整理土地情况

单位：万平方米、亿元

项目	地块面积	预计总投资额
九江经济技术开发区九瑞大道等地块	30.00	8.67
九江经济技术开发区城西港区地块	17.30	5.86
合计	47.30	14.53

资料来源：公司提供，远东资信整理

跟踪期内，公司土地整理业务回款进度仍较慢，且易受土地市场行情、政府土地出让计划及土地回收政策等因素影响，该项业务收入实现及盈利水平具有不确定性。

房屋销售业务

公司房屋销售业务仍分为保障房及商品房销售两部分。其中保障房销售系九江置地完成以物抵债的14个保障房建设项目的销售收入。上述14个保障房建设项目于2018年、2021年分两批完成以物抵债，可租售并举，评估价值合计132.96亿元，截至2022年末累计已售12.85亿元，销售进度较慢。2022年及2023年1~3月公司分别实现房屋销售收入3.29亿元和3.10亿元，毛利率分别为9.85%和1.70%，由于结转的主要为水岸莲华一期等限价房以及完成以物抵债的保障房项目的销售收入，整体毛利率不高。

商品房开发业务运营主体主要系九江城投、九江置地、濂溪城投、采桑投资、富和建投等子公司。截至2022年末，公司结转商品房项目主要包括水岸莲华一期、九龙新城、富和小区项目，均已基本售罄，累计已实现销售收入39.43亿元，此外当期末计入合同负债中的预收购房款为8.31亿元，由于均为定向销售的限价房，呈一定幅度亏损。

表 11：截至 2022 年末公司已完工商品房项目情况

单位：亿元、万平方米

项目	总投资	总可售面积	累计销售收入 ²
水岸莲华一期	24.47	35.81	15.99
九龙新城	24.53	42.82	20.80
富和小区	2.42	6.53	2.64
合计	51.42	85.16	39.43

注：累计销售收入为已结转收入，不包含合同负债中的预收购房款

资料来源：公司提供，远东资信整理

截至2022年末，公司房地产业务在建项目主要包括三里嘉园、城东印象住宅小区，及濂溪城投下属江西宝梁控股集团有限公司（以下简称“宝梁地产”）开发的商住项目等，计划总投资43.11亿元，累计已投资29.98亿元。其中，宝梁地产由濂溪城投和上海信庆资产管理中心（有限合伙）共同持股，其中濂溪城投持股49%²，业务采用合作开发的模式，按权益出资比例分配项目收益。

表 12：截至 2022 年末公司房地产板块在建项目情况

单位：亿元

项目	项目性质	计划建设周期	总投资	累计已投资
三里嘉园	住宅	2019~2023	3.00	2.00
宜丰宝梁城	住宅	2020~2023	12.00	8.51
宝梁·天樾	住宅	2020~2023	8.60	6.79
宝梁东苑	商住	2020~2022	2.00	2.00

² 由于濂溪城投实际控制董事会，均为并表项目。



项目	项目性质	计划建设周期	总投资	累计已投资
都昌县宝梁城	商住	2020~2022	5.80	5.80
宝梁花园	商住	2020~2022	1.80	1.80
宝梁商务中心	商业	2020~2023	0.88	0.59
城东印象	住宅	2021~2025	9.03	2.49
合计	-	-	43.11	29.98

资料来源：公司提供，远东资信整理

注：部分项目受建设进度影响建设期延迟

此外，公司还通过参股方式，与品牌房地产企业合作开发房地产项目，具体由品牌房地产企业负责操盘，公司负责监督并获取投资收益。截至2022年末，保利天汇销售进度为44%；悦隽中央公园住宅已全部销售完毕，剩余部分车位及商铺未售，公司持有其中商铺持有商铺44间，面积6,842.13平方米，公寓892间，面积37,913.83平方米；匡庐别苑住宅部分累计签约金额6.25亿元，销售回款6.02亿元；山水雅筑尚未开始销售。

表 13：截至 2022 年末公司参股合作的主要房地产项目情况

单位：亿元、万平方米

项目	建设周期	合作企业	计划总投资	规划总建筑面积
悦隽中央公园	2019~2022	新城控股集团股份有限公司	13.48	25.45
匡庐别苑	2021~2024	南昌融创恒业房地产有限公司	19.49	37.79
山水雅筑	2021~2024	南昌融创恒业房地产有限公司	7.75	13.35
保利天汇	2020~2025	保利（江西）房地产开发有限公司	21.64	51.44

资料来源：公司提供，远东资信整理

贸易业务

公司贸易业务仍以沪联贸易、九江市城发物流有限公司（以下简称“城发物流”）、九江贸通供应链管理、九江市天捷贸易有限公司等为主，2022年实现贸易业务收入93.06亿元，同比大幅增长67.26%，主要系富和建投2021年新增贸易业务，2022年业务全面开展，以及九江濂投集团发展有限公司（以下简称“濂投集团”）业务体量逐年扩张带来整体贸易收入增加所致。

其中，2022年沪联贸易实现营业收入35.52亿元，主要供应商包括海南琼琚新材料有限公司、韩城市融盛昌贸易有限责任公司、上海致悦有色金属有限公司、海南浔瑜新材料有限公司、广州太古物资有限公司，前五大供应商采购额合计30.19亿元；主要客户包括广州置合新材料有限公司、陕西鑫皓金属实业有限公司、天津翊轩工贸有限公司、亨通集团有限公司、江苏联芯通信技术有限公司，对前五大客户销售额合计31.57亿元，沪联贸易上下游集中度均较高。

砂石销售业务

公司砂石销售运营主体仍主要为九江交发子公司九江市赣鄱实业有限公司（以下简称“赣鄱实业”）。2022年及2023年1~3月，公司分别实现砂石销售收入14.97亿元和2.62亿元，毛利率分别为12.71%和72.38%，2023年1~3月砂石销售业务毛利率高系同期未结转砂石资源使用费所致。跟踪期内，公司砂石销售业务销售区域仍以江西省为主，省外主要集中于安徽和江苏等地。作为九江市最主要的砂石开采企业，公司具有较强的区域专营优势，且销售收现情况良好，可为公司提供相对稳定的收入及现金流。



保障房建设业务

2022年公司保障房建设业务实现收入3.17亿元，主要系濂投集团负责的零星保障房业务结转收入，鉴于未来保障房建设需求不大，业务可持续性一般。

其他业务

公司其他业务板块还包括经营性物业租赁、物业管理、安保服务、融资及担保、旅游承包、咨询顾问、地源热泵使用费等，较为多元。2022年及2023年1~3月，公司实现其他业务收入分别为14.34亿元和2.77亿元。

2022年公司实现租赁收入3.37亿元，同比增长57.54%，主要包括九江置地管理的市管公房、廉租房、保障房的出租，以及公司其他子公司的自有房产等租赁收入，2022年大幅增长主要系当年划入的九江五丰宾馆等房产，以及科创中心一期等自建项目完工投入运营所致。

2022年公司实现融资及担保收入2.86亿元，同比减少17.50%。其中，来源于濂溪城投的收入2.61亿元，包括委托贷款收入1.90亿元、融资租赁业务收入0.54亿元、九江市濂溪区城投融资担保有限公司（以下简称“濂溪区融资担保”）担保业务收入0.14亿元。截至2023年3月末，濂溪区融资担保担保责任余额3.75亿元，跟踪期内未发生担保代偿。

五、财务分析

本次财务分析的基础为公司2022年审计报告及2023年3月未经审计财务报表，公司2022年审计报告由亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见。本次财务分析2020年数据采用2021年审计报告期初数，由于公司2022年审计报告对期初数进行了调整，2021年数据采用2022年审计报告期初数。

跟踪期内，受益于政府股权划拨、资产及资金注入及利润积累，公司资产规模持续扩大、资本实力稳步提升；但公司资产中应收类款项、待开发土地及项目建设成本占比较高，且回款周期较长，整体资产流动性一般；随着项目的建设推进，跟踪期内，公司总债务增长较快，且货币资金对短期债务的覆盖程度有所弱化，面临一定的短期偿债压力

资本结构

跟踪期内，受益于政府股权划拨、资产及资金注入、利润积累等因素，公司所有者权益保持增长，主要由实收资本、资本公积及未分配利润构成。2022年末，公司所有者权益为1,156.76亿元，同比增长5.70%，其中实收资本为80.003亿元，较上年末增长20.00亿元，主要系当年公司以资本公积转增实收资本所致。公司资本公积主要系九江市国资委历年划拨的股权、资产、土地及资本金注入等，2022年末，公司资本公积为930.74亿元，同比增长0.73%，主要系当年九江交发、九江工发及九江市文化旅游发展集团有限公司（以下简称“九江文旅”）收到资产划拨、资金注入及股权划转等合计29.36亿元，并将20.00亿元



资本公积转增实收资本所致。公司未分配利润主要系经营利润的不断积累，2022年末为106.96亿元，同比增长13.13%。

表 14：公司末近年主要负债及权益构成

单位：亿元、%

项 目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	47.15	5.15	77.38	7.45	88.23	7.53	112.54	8.91
应付票据	35.01	3.82	31.85	3.07	37.24	3.18	40.89	3.24
应付账款	27.28	2.98	28.19	2.71	24.93	2.13	25.87	2.05
其他应付款	217.23	23.71	205.55	19.79	197.13	16.82	180.87	14.32
一年内到期的非流动负债	99.15	10.82	113.70	10.95	131.98	11.26	122.30	9.69
流动负债合计	474.91	51.83	504.54	48.59	542.96	46.33	549.03	43.48
长期借款	233.32	25.46	246.85	23.77	258.08	22.02	281.67	22.31
应付债券	154.51	16.86	230.15	22.16	299.33	25.54	357.10	28.28
长期应付款	50.41	5.50	49.01	4.72	60.61	5.17	63.83	5.05
非流动负债合计	441.39	48.17	533.92	51.41	629.10	53.67	713.70	56.52
负债合计	916.30	100.00	1,038.46	100.00	1,172.05	100.00	1,262.72	100.00
实收资本	0.003	0.00	60.003	5.48	80.003	6.92	80.003	6.90
资本公积	789.48	90.18	924.02	84.43	930.74	80.46	931.63	80.37
未分配利润	80.97	9.25	94.55	8.64	106.96	9.25	107.64	9.29
所有者权益合计	875.47	100.00	1,094.43	100.00	1,156.76	100.00	1,159.13	100.00

资料来源：公司 2021~2022 年审计报告及 2023 年 3 月未经审计财务报表，远东资信整理

跟踪期内，随着公司业务开展，公司负债总额持续增长，且非流动负债占比逐年提升。2022 年末，公司负债总额为 1,172.05 亿元，同比增长 12.86%，其中非流动负债占比 53.67%。

公司流动负债仍主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款以及一年内到期的非流动负债构成。2022 年末，公司短期借款余额为 88.23 亿元，同比增长 14.03%，其中保证借款和信用借款分别为 40.33 亿元和 36.77 亿元；应付票据余额为 37.24 亿元，同比增长 16.90%，主要为银行承兑汇票，受贸易业务规模扩大而增长。公司应付账款主要为应付工程款，2022 年公司与广东电白二建集团有限公司及中铁四局集团有限公司等单位结算部分工程款，年末应付账款余额为 24.93 亿元，同比减少 11.54%。公司其他应付款主要为应付政府部门及其他企事业单位的往来款等，近年呈逐年下降态势，但规模仍较大；2022 年末，公司其他应付款余额 197.13 亿元，同比减少 4.09%，其中前五名应付余额合计 73.73 亿元，占其他应付款余额比例为 38.77%。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、应付债券及长期应付款，2022 年末，公司一年内到期的非流动负债为 131.98 亿元，同比增长 16.07%，主要系部分长期借款临近到期重分类所致。

表 15：2022 年末公司其他应付款前五名单位情况

单位：亿元、%

单位名称	账面余额	占比	款项性质
九江振和城镇化发展有限公司	23.54	12.38	往来款
九江市国有资产监督管理委员会	21.86	11.49	往来款
九江安和保障房建设投资有限公司	12.08	6.35	往来款
九江市港口航运管理局	10.91	5.74	往来款
九江市财政局	5.35	2.81	往来款
合计	73.73	38.77	-

资料来源：公司 2022 年审计报告，远东资信整理

公司非流动负债仍主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。随着业务开展，公司融资需求逐步上升，长期借款规模持续扩大；2022年末，公司长期借款余额为258.08亿元，同比增长4.55%，为以担保借款及抵押借款为主，借款期限主要分布在1~20年之间，平均借款利率在5%左右。公司应付债券主要为本部及子公司发行的债券，2022年公司部分债券到期兑付，同时公司本部及子公司九江城发、富和建设等新发行多期债券，致使年末公司应付债券余额同比增长30.06%至299.33亿元。长期应付款主要为公司取得的融资租赁、信托及债权投资计划等借款和专项应付款，2022年末，公司长期应付款余额为60.61亿元，同比增长23.65%，其中融资租赁款、信托及债权投资计划等借款合计49.86亿元，同比增长25.64%，主要系当年新增光大兴陇信托有限责任公司信托借款5.00亿元、新增招商信诺资产管理有限公司和交银康联资产管理有限公司债权投资计划借款合计8.30亿元所致；专项应付款余额为10.74亿元，同比增长15.20%，主要为政府拨付用于部分项目建设的专项资金。

2023年3月末，公司新增较多短期借款，流动负债增至549.03亿元，较上年末增长1.12%；同期，非流动负债增至713.70亿元，较上年末增长13.45%，主要系公司本部及子公司九江城发、富和建设、九江置地等发行了多期债券所致，期末公司应付债券余额增至357.10亿元，较上年末增长19.30%；负债总额增至1,262.72亿元，较上年末增长7.74%。

有息债务方面，公司融资渠道主要为银行借款、债券融资以及融资租赁借款。跟踪期内，随着公司基础设施、安置房等项目建设的持续推进以及自营项目的投入，公司资金需求逐步上升，融资规模亦随之扩大，财务杠杆水平有所上升。2022年末，公司总债务为864.72亿元，同比增长16.91%，以长期债务为主；资产负债率和总债务资本化率分别为50.33%和42.78%，较上年末分别上升1.64和2.45个百分点。

2023年3月末，受长期借款及应付债券等长期债务增长影响，公司有息债务规模较上年末增长11.81%至966.87亿元，资产负债率和总债务资本化比率分别增至52.14%和45.48%。

表 16：公司有息债务情况

项 目	单位：亿元、%、倍			
	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期债务	181.30	222.93	257.45	275.73
长期债务	419.73	516.70	607.27	691.14
总债务	601.03	739.63	864.72	966.87
长短期债务比	2.32	2.32	2.36	2.51
总债务资本化比率	40.71	40.33	42.78	45.48
资产负债率	51.14	48.69	50.33	52.14

资料来源：公司 2021~2022 年审计报告及 2023 年 3 月未经审计财务报表，远东资信整理

总体看，跟踪期内，受益于政府股权划拨、资产及资金注入、利润积累等因素，公司资本实力稳步提升；但随着项目建设的推进，公司债务规模亦持续增长，债务负担加重。

资产质量

跟踪期内，受益于政府股权划拨、资产及资金注入，公司资产规模逐年扩大。2022年末，公司总资产为2,328.81亿元，同比增长9.19%，其中流动资产占比在80%以上。

表 17：公司主要资产构成

单位：亿元、%

项目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	227.78	12.71	242.36	11.36	219.06	9.41	262.97	10.86
应收账款	277.02	15.46	310.66	14.57	377.24	16.20	389.91	16.10
其他应收款	270.67	15.11	278.97	13.08	328.02	14.09	331.10	13.67
存货	839.18	46.84	842.12	39.48	842.93	36.20	861.24	35.56
合同资产	-	-	52.94	2.48	51.34	2.20	51.75	2.14
流动资产合计	1,635.87	91.30	1,753.79	82.23	1,880.79	80.76	1,963.25	81.06
投资性房地产	37.68	2.10	95.56	4.48	136.43	5.86	136.79	5.65
固定资产	52.58	2.93	51.10	2.40	51.34	2.20	51.98	2.15
无形资产	10.39	0.58	168.95	7.92	169.16	7.26	169.51	7.00
非流动资产合计	155.90	8.70	379.10	17.77	448.01	19.24	458.60	18.94
资产总计	1,791.77	100.00	2,132.89	100.00	2,328.81	100.00	2,421.85	100.00

资料来源：公司 2021~2022 年审计报告及 2023 年 3 月未经审计财务报表，远东资信整理

公司流动资产仍主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货及合同资产构成。公司货币资金主要为银行存款，2022 年末，公司货币资金为 219.06 亿元，同比减少 9.61%，其中受限货币资金 43.98 亿元，主要系保证金及定期存单。公司应收账款主要为应收政府部门的基础设施建设、土地整理和保障房建设等项目待结算款，近年公司项目持续推进，应收账款持续增长，但回款较慢；2022 年末，公司应收账款余额为 377.24 亿元，同比增长 21.43%，主要系应收九江经济技术开发区（出口加工区）财政局和九江市自然资源储备利用中心的土地收储款和代建项目款。

表 18：2022 年末公司应收账款前五名单位情况

单位：亿元、%

名称	账面余额	占比	账龄	款项性质
九江经济技术开发区（出口加工区）财政局	131.65	34.88	4 年以内	土地收储款、代建项目款
九江市自然资源储备利用中心	107.36	28.44	4 年以内	土地收储款
九江市濂溪区财政局	33.06	8.76	3 年以内	代建项目款
九江市晁焯建设工程有限公司	15.16	4.02	3 年以内	代建项目款
九江市鄱湖生态科技城管理委员会	15.01	3.98	4 年以内	代建项目款
合计	302.25	80.08	-	-

资料来源：公司 2022 年审计报告，远东资信整理

公司其他应收款主要为应收政府部门及其他企事业单位的往来款项及代垫款等，近年规模持续增长。2022 年末，公司其他应收款余额为 328.02 亿元，同比增长 17.58%，前五名单位分别为九江市柴桑区财政局、九江市濂溪区财政局、九江市基础设施建设投资有限公司、九江金瑞建设投资有限公司和九江市八里湖新区管理委员会，均为政府单位及国有企业，款项合计 56.24 亿元，占其他应收款余额的比例为 17.03%；同期，公司其他应收款计提坏账准备 3.50 亿元。近年公司其他应收款规模较大，占用资金较多，需关注未来回收进度。

表 19：2022 年末公司其他应收款前五名单位情况

单位：亿元、%

单位名称	账面余额	占比	账龄	款项性质
九江市柴桑区财政局	14.30	4.33	1 年以内	项目前期征拆款及预付款
九江市濂溪区财政局	11.83	3.58	1 年以内	代垫工程款
九江市基础设施建设投资有限公司	10.84	3.28	5 年以内	代垫工程款



单位名称	账面余额	占比	账龄	款项性质
九江金瑞建设投资有限公司	10.29	3.12	1年以内	往来款
九江市八里湖新区管理委员会	8.99	2.72	1~2年、2~3年、4~5年	代垫工程款
合计	56.24	17.03	-	-

资料来源：公司 2022 年审计报告，远东资信整理

公司存货主要为合同履约成本、拟开发土地和开发产品，占总资产比重较高。2022 年末，存货为 842.93 亿元，较上年末变化不大，其中合同履约成本为 453.00 亿元，主要系九江城投、富和建投、九江国资、濂溪城投、柴桑投资等子公司的基础设施、安置房、保障房等项目投入成本；拟开发土地为 253.32 亿元，主要系富和建投、九江城投和濂溪城投等子公司的土地使用权，土地性质主要为出让用地，土地用途主要为商住用地及商业用地；开发产品为 133.50 亿元，主要系九江市国资委拨入九江置地的以物抵债保障房项目成本。2022 年末，公司合同资产为 51.34 亿元，同比减少 3.01%，主要系子公司九江城投等工程施工项目成本支出。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和无形资产构成。2022 年末，公司投资性房地产为 136.43 亿元，同比增长 42.76%，主要系当年存货中 15.00 亿元拟开发土地转入投资性房地产，加之存货及固定资产转入 24.51 亿元所致。公司固定资产主要系子公司九江置地的廉租房和公租房等资产及合并九江工发、九江交发、九江文旅等子公司所增加的固定资产，无形资产主要系土地使用权和鄱阳湖九江水域砂石资源开采收益权，2022 年末，公司固定资产为 51.34 亿元，无形资产为 169.16 亿元，均较上年末变化不大。

2023 年 3 月末，公司货币资金较上年末增长 20.05%至 262.97 亿元，主要系公司本部及子公司当期发行多期债券募集资金所致；受此影响，公司流动资产增至 1,963.25 亿元，较上年末增长 4.38%，总资产增至 2,421.85 亿元，较上年末增长 4.00%。

2022 年末，公司受限资产账面价值合计 183.60 亿元，占总资产比例为 7.88%，其中受限货币资金 43.98 亿元，主要系定期存单及保证金；受限应收账款、存货和投资性房地产分别为 28.03 亿元、83.12 亿元和 24.28 亿元，主要系用于抵质押借款所致。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模持续扩大，但在建项目规模较大，收入结转及回款较慢，施工成本沉淀为存货及应收类款项，整体资产流动性一般。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入仍主要来自于基础设施建设、土地整理、保障房建设、商品贸易、商品房开发等业务板块。2022 年，公司实现营业收入 232.90 亿元，同比增长 21.37%；综合毛利率为 11.88%，同比下降 0.93 个百分点，主要系毛利率较低的贸易业务收入占比提升所致。随着业务的开展及债务规模的扩大，近年公司期间费用持续增长，2022 年为 24.64 亿元，同比增长 15.76%，期间费用率为 10.58%。

表 20：近年公司盈利情况

项目	单位：亿元、%			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
营业收入	143.39	191.89	232.90	42.66
营业成本	123.58	167.31	205.24	36.68



项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
销售费用	0.68	1.16	1.33	0.43
管理费用	3.04	6.17	8.71	2.13
财务费用	11.48	13.96	14.61	3.83
其他收益	9.14	12.02	13.63	3.05
投资收益	1.80	0.90	1.08	0.06
资产处置收益	4.43	-0.03	0.02	0.00 ³
公允价值变动收益	-	-	2.22	-
营业利润	18.36	13.67	17.90	0.54
利润总额	18.73	14.29	17.91	0.71
净利润	15.98	11.05	13.38	0.63
毛利率	13.82	12.81	11.88	14.01
期间费用率	10.60	11.09	10.58	14.98
总资产报酬率	2.09	1.61	1.61	-
净资产收益率	2.08	1.12	1.19	-

资料来源：公司 2021~2022 年审计报告及 2023 年 3 月未经审计财务报表，远东资信整理

2022 年，公司实现其他收益 13.63 亿元，主要系政府对公司基础设施建设补贴、公交车经营补贴等财政补贴；实现投资收益 1.08 亿元，主要系银行理财收益及其他权益工具投资持有期间的投资收益；此外，2022 年公司按投资性房地产评估增值实现公允价值变动收益 2.22 亿元。受上述因素影响，2022 年公司实现营业利润 17.90 亿元，同比增长 30.99%，实现净利润 13.38 亿元，同比增长 21.10%。

从收益率指标情况来看，2022 年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.61% 和 1.19%，较上年变化不大，均处于较低水平，资产获利能力一般。

2023 年 1~3 月，公司实现营业收入 42.66 亿元，实现其他收益 3.05 亿元，实现净利润 0.63 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司盈利仍对财政补贴、投资收益、公允价值变动损益等非经常性收益依赖程度较高，整体资产获利能力一般。

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金净流出有所增加，投资活动和筹资活动现金流整体变化不大。经营活动现金流方面，2022 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 183.47 亿元，现金收入比为 78.78%，项目回款较慢；购买商品、接受劳务支付的现金为 249.25 亿元，主要系项目建设支出，随着项目建设的推进增长较多；收到与支付其他与经营活动有关的现金主要系往来款，均较上年有所增长。受上述因素影响，2022 年公司经营活动现金净流出 81.17 亿元，流出量同比增长 108.76%。

投资活动现金流方面，公司投资活动现金流入主要系公司回收投资款、处置子公司股权等获得的投资收益以及定期存单回收的现金，投资活动现金流出主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，以及定期存单等投资支付的现金。2022 年，公司投资活动现金净流出 11.87 亿元，流出量同比减少 27.84%。

随着经营性活动及投资性活动资金需求的增加，公司对外融资规模逐年扩大，2022

³ 43.22 万元



年,公司筹资活动现金净流入 98.07 亿元,流入量同比增长 16.43%,主要来自政府注资、发行债券及金融机构借款等。

2023 年 1~3 月,公司经营活动和投资活动现金流均为净流出,对筹资活动现金流仍较为依赖。

表 21: 近年公司现金流情况

单位: 亿元

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	84.92	148.59	183.47	44.61
收到其他与经营活动有关的现金	122.40	244.81	299.64	58.34
经营活动现金流入小计	207.35	393.77	483.56	103.28
购买商品、接受劳务支付的现金	121.44	179.31	249.25	52.29
支付其他与经营活动有关的现金	112.25	242.64	302.05	74.55
经营活动现金流出小计	242.34	432.65	564.73	130.15
经营活动产生的现金流量净额	-34.99	-38.88	-81.17	-26.87
投资活动现金流入小计	25.59	28.64	18.88	1.58
投资活动现金流出小计	8.00	45.09	30.75	16.24
投资活动产生的现金流量净额	17.59	-16.44	-11.87	-14.66
筹资活动现金流入小计	285.57	347.49	389.29	181.93
筹资活动现金流出小计	234.01	263.26	291.21	87.69
筹资活动产生的现金流量净额	51.56	84.23	98.07	94.24

资料来源: 公司 2021~2022 年审计报告及 2023 年 3 月未经审计财务报表, 远东资信整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看,跟踪期内,公司流动比率、速动比率均维持在较高水平,但流动资产中流动性较差的拟开发土地、基础设施及保障房等项目建设成本占比较大,整体资产流动性一般。2022 年末,公司货币资金/短期债务为 0.85 倍,货币资金对短期债务的保障程度较上年末有所弱化,存在一定短期偿债压力。

表 22: 近年公司偿债能力指标

单位: 亿元、%、倍

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
总债务	601.03	739.63	864.72	966.87
EBITDA	35.04	36.46	41.86	-
流动比率	344.46	347.60	346.40	357.59
速动比率	165.80	177.75	182.05	191.15
经营现金流流动负债比	-7.37	-7.71	-14.95	-
EBITDA 利息保障倍数	1.13	1.14	1.16	-
总债务/EBITDA	17.15	20.28	20.66	-

资料来源: 公司 2021~2022 年审计报告及 2023 年 3 月未经审计财务报表, 远东资信整理

从长期偿债能力指标看,跟踪期内,公司总债务规模持续增长,仍面临较大偿债压力。2022 年,公司 EBITDA 为 41.86 亿元,EBITDA 利息保障倍数和总债务/EBITDA 均较上年变化不大,EBITDA 尚可对利息支出形成覆盖。

截至 2022 年末,公司银行授信总额为 736.68 亿元,已使用额度为 527.81 亿元,未使用额度为 208.87 亿元,备用流动性尚可。此外,公司通过资本市场发行债券,直接融资渠道较为畅通。

或有事项



2022年末，公司非关联对外担保余额为136.02亿元，被担保对象主要为九江市其他国有企业及关联企业，其中九江市国有融资担保有限责任公司的融资担保业务所形成的对中小企业及个人的担保余额16.45亿元；剔除担保业务所形成的对外担保余额后，公司剩余非关联对外担保余额合计119.57亿元，担保比率为10.34%，包括对九江广和旧城改造建设投资有限公司、九江安和保障房建设投资有限公司、九江港城建设投资有限公司、九江振和城镇化发展有限公司等公司的担保，以及公司担保业务所形成的部分对外担保。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信中心查询的《企业信用报告》（统一社会信用代码：913604025892165321），截至2023年6月6日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息。根据公开资料，截至本报告出具日，公司及下属子公司无公开债务违约记录。

六、外部支持

作为九江市最重要的基础设施建设和国有资产运营主体，跟踪期内，九江国控业务仍具有很强的区域专营优势，继续得到九江市政府在股权划拨、资金注入、资产划转、债务置换及财政补贴等方面的有力支持。

股权划拨方面，2022年，九江市国资委将江西赣北公路工程有限公司100.00%股权无偿划入九江交发，增加资本公积10.01亿元；将九江市储备粮油经营管理有限公司100.00%股权无偿划入九江工发，增加资本公积1.77亿元。

资金注入方面，2022年，九江文旅收到政府资金注入和前期财政资金转入合计3.18亿元，九江鄱湖新城投资建设发展有限公司收到鄱湖新城管委会资金注入6.99亿元，九江工发收到九江市国资委化债资金1.41亿元，均计入资本公积。

资产划拨方面，2022年，九江市国资委将九江五丰宾馆及部分房产划入九江工发，合计3.45亿元，计入资本公积。

债务置换方面，截至2022年末，九江置地应付九江市国资委债务置换款21.86亿元。

财政补贴方面，2022年及2023年1~3月，公司计入其他收益和营业外收入的财政补贴金额合计分别为13.72亿元和1.11亿元。

此外，九江市政府或将继续划入经营性资产、资源、城市特许经营权、城市收费权及其他可划入资产至九江国控，将九江市政府授予九江市国资委的水面经营收益权和九江市国有经营性农林水等资源划入九派城乡。

综上，作为九江市最重要的基础设施建设和国有资产运营主体，公司基础设施代建、保障房建设、土地整理等业务具有很强的区域专营优势，主体地位突出，跟踪期内继续得到九江市政府在股权划拨、资金注入、资产划转、债务置换及财政补贴等方面的大力支持。截至2023年3月末，九江市国资委持有公司100.00%股权，是公司实际控制人，对公司的业务运营、战略规划以及财务状况拥有很大的控制权，公司大部分董事会和监事会

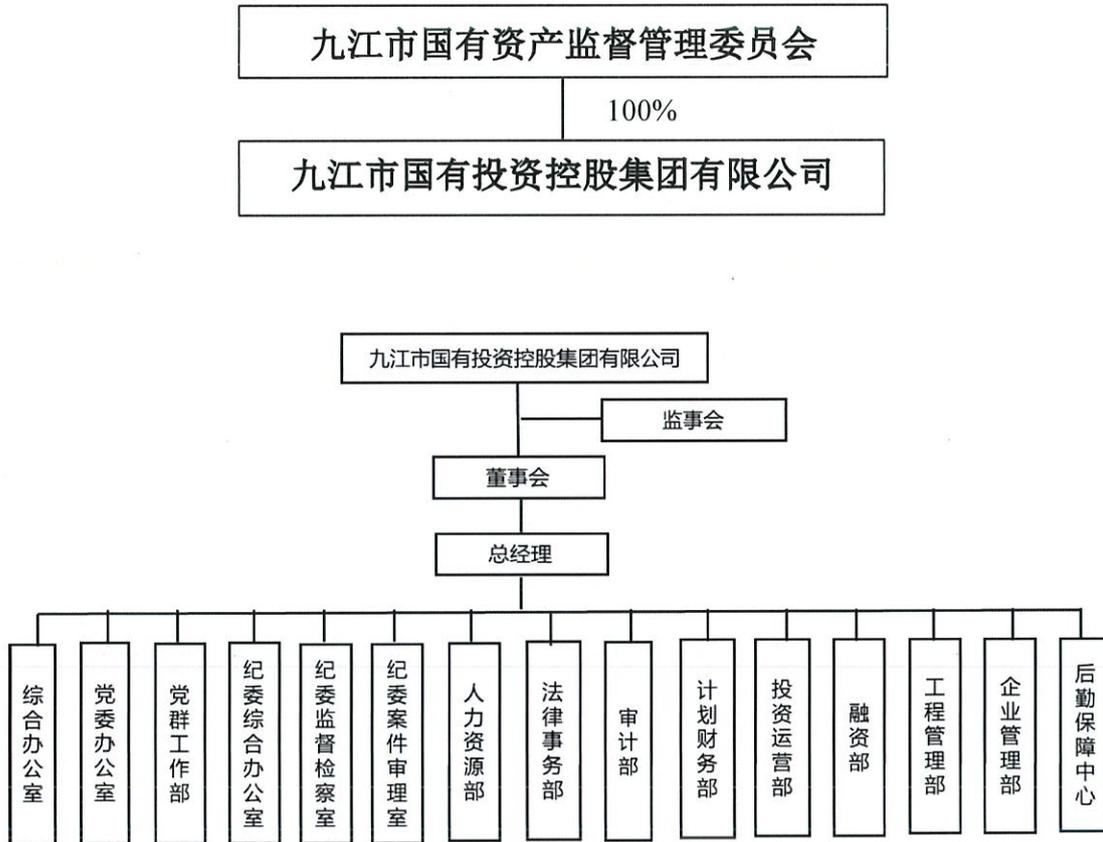


成员由九江市国资委委派，副总以上管理人员由九江市政府任命。考虑到公司若发生信用违约事件，将会对当地经济与社会发展及区域融资环境造成极其严重的负面影响，地方政府支持意愿极强。

七、评级结论

综上，远东资信维持九江市国有投资控股集团有限公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“22 九江国控债 01/22 九江债”、“23 九江国投 MTN001”信用等级为 AAA。

附录 1 公司股权结构图及组织架构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供



附录 2 2022 年末公司合并范围主要子公司情况

子公司名称	主营业务	持股比例 (%)		取得方式
		直接	间接	
九江市城市发展集团有限公司	城市建设	90.00	-	划拨
九江市城市建设投资有限公司	城市建设	-	90.00	划拨
九江市置地投资有限公司	保障房建设	-	90.00	划拨
九江富和建设投资集团有限公司	城市建设	-	90.00	划拨
九江市濂溪区城投(集团)有限公司	城市建设	-	90.00	划拨
九江市工业发展集团有限公司	投资与资产管理	100.00	-	划拨
九江市国有资产经营有限公司	商务服务业	-	100.00	划拨
九江市交通航运发展集团有限公司	交通	100.00	-	划拨
九江市柴桑投资集团有限公司	商务服务	-	100.00	划拨
九江鄱湖新城投资建设有限公司	城市建设	-	100.00	划拨
九江市九派城乡发展集团有限公司	批发、乡村建设	100.00	-	划拨
九江市文化旅游发展集团有限公司	文化旅游服务	100.00	-	划拨
九江市九派投资管理有限责任公司	资本市场服务	100.00	-	设立

资料来源：公司提供，远东资信整理

附录 3 公司主要财务数据及指标

单位：亿元、%

财务数据	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	1,791.77	2,132.89	2,328.81	2,421.85
所有者权益	875.47	1,094.43	1,156.76	1,159.13
短期债务	181.30	222.93	257.45	275.73
长期债务	419.73	516.70	607.27	691.14
总债务	601.03	739.63	864.72	966.87
营业收入	143.39	191.89	232.90	42.66
利润总额	18.73	14.29	17.91	0.71
净利润	15.98	11.05	13.38	0.63
EBITDA	35.04	36.46	41.86	-
经营性净现金流	-34.99	-38.88	-81.17	-26.87
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
应收账款周转率(次)	0.58	0.65	0.68	-
存货周转次数(次)	0.16	0.20	0.24	-
总资产周转次数(次)	0.09	0.10	0.10	-
现金收入比	59.22	77.44	78.78	104.58
营业利润率	12.80	7.12	7.69	1.28
总资产报酬率	2.09	1.61	1.61	-
净资产收益率	2.08	1.12	1.19	-
长期债务资本化比率	32.41	32.07	34.43	37.35
总债务资本化比率	40.71	40.33	42.78	45.48
资产负债率	51.14	48.69	50.33	52.14
流动比率	344.46	347.60	346.40	357.59
速动比率	165.80	177.75	182.05	191.15
经营现金流流动负债比	-7.37	-7.71	-14.95	-
EBITDA 利息保障倍数(倍)	1.13	1.14	1.16	-
总债务/EBITDA(倍)	17.15	20.28	20.66	-

资料来源：公司 2021~2022 年度审计报告及 2023 年 3 月未经审计财务报表，远东资信整理

附录 4 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产及长期待摊费用摊销
短期债务	短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他短期有息债务
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期有息债务
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据
长短期债务比	长期债务/短期债务
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
期间费用率	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业收入×100%
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收票据及应收账款净额+期末应收票据及应收账款净额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货净额+期末存货净额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
总资产报酬率	EBIT/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初净资产余额+期末净资产余额)/2]×100%
长期债务资本化比率	长期债务/[长期债务+所有者权益(包括少数股东权益)]×100%
总债务资本化比率	总债务/[总债务+所有者权益(包括少数股东权益)]×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
流动比率	流动资产/流动负债×100%
速动比率	(流动资产-存货-预付账款)/流动负债×100%
现金短债比	现金类资产/短期债务
现金比率	现金类资产/流动负债×100%
经营现金流动负债比	经营性现金净流入/流动负债×100%
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
担保比率	担保余额/所有者权益×100%



附录 5 级别释义

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

注：除 AAA、CCC（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。

主体信用等级设置及含义同中长期债券。