

远东资信评估有限公司

远东跟踪（2024）0062 号

九江市国有投资控股集团有限公司 2024 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：付晓东

二〇二四年六月二十八日

九江市国有投资控股集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

远东跟踪（2024）0062 号



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

二〇二四年六月



九江市国有投资控股集团有限公司 2024 年跟踪评级报告

远东跟踪 (2024) 0062 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	2023.8.8
本次评级	AAA	稳定	2024.6.28

债券简称	债券余额 (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	2021	2022	2023	2024.3
资产总额	2,132.89	2,328.81	2,480.22	2,522.14
所有者权益	1,094.43	1,156.76	1,204.97	1,203.35
总债务	739.63	864.72	987.92	1,023.76
营业收入	191.89	232.90	259.34	31.63
净利润	11.05	13.38	8.54	-0.74
EBITDA	36.46	41.86	35.62	-
营业利润率(%)	7.12	7.69	4.31	-1.05
净资产收益率(%)	1.12	1.19	0.72	-
资产负债率(%)	48.69	50.33	51.42	52.29
总债务资本化比率(%)	40.33	42.78	45.05	45.97
流动比率(%)	347.60	346.40	301.27	310.63
EBITDA 利息保障 数(倍)	1.14	1.16	1.01	-
总债务/EBITDA(倍)	20.28	20.66	27.74	-

数据来源：公司 2021~2023 年审计报告及 2024 年 3 月末审计合并财务报表。

分析师：刘广华 liuguanghua@fcr.com.cn
万骏飞 wanjunfei@fcr.com.cn

电话：010-57277666 021-65100651

网址：www.sfcr.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、保障房、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、资产流动性有待改善等因素可能对公司信用基本面造成一定不利影响。

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、保障房建设、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

基础设施投资企业信用评级方法与模型（FECR-JCSS-V06-202312）

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。
- 面临较大的资本支出压力。跟踪期内，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。跟踪期内，公司资产中应收类款项、待开发土地及项目建设成本占比仍较高，且回款周期较长，整体资产流动性仍有待改善。



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	2023.6.27	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	2023.6.27	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	2023.6.27	刘广华、万骏飞、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

声 明

- 一、本次评级为评级对象委托评级。除因本次评级事项使远东资信与评级对象构成受托委托关系外，远东资信及本次评级分析师与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 二、远东资信及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。远东资信依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，远东资信对评级信息进行审慎分析，但对相关信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。远东资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。
- 三、远东资信出具的评级结论是根据远东资信信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织及个人的影响改变评级意见。
- 四、本次评级结果自本评级报告出具之日起至受评债券到期兑付日有效，在受评债券存续期内，远东资信将根据《跟踪评级安排》定期或不定期对评级对象实施跟踪评级，决定维持、变更或终止评级对象信用评级。
- 五、本评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅供相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。远东资信不对任何投资者使用本评级报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级对象使用本评级报告或将本评级报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 六、未经远东资信书面同意，本评级报告及评级结果不得用于其他债券的发行。远东资信对本评级报告的未授权使用、超越授权使用或不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。



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2024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2024年3月末已投资8.50亿元¹。

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”到期利息已按期支付，尚未到本金兑付日，募集资金使用情况见表1。

表 1：截至 2024 年 3 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	单位：亿元
				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

2023年以来我国经济逐步恢复向好，但复苏基础仍需巩固，内部经济运行存在结构性矛盾并面临大国地缘政治博弈加剧的外部挑战；以高质量发展推进中国式现代化将为我国经济发展带来新的机遇，中国经济长期向好的基本面没有改变

2022年以来，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，以及美联储持续加息、国际大宗商品价格上涨等因素的影响，经济下行压力较大。2023年随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步落地，一揽子化债方案及万亿增发国债的出台，支撑了经济企稳回升，2023年国内生产总值同比增长5.2%。分季度看，一季度GDP同比增长4.5%，二季度同比增长6.3%，三季度同比增长4.9%，四季度同比增长5.2%；从环比看，四季度GDP

¹ 为项目工程量口径，部分已投入资金尚未确认工程量。

同比增长1.0%，增长持续恢复向好。

2023年我国经济复苏主要得益于消费市场持续恢复、基建投资拉动及进出口降幅收窄等因素，但经济运行仍然面临房地产长周期下行、国内有效需求不足、地方政府债务压力较大、人口老龄化加速等方面的挑战。另外，美联储加息对全球经济与金融市场的负面效应尚未完全显现，大国地缘政治博弈进一步加剧，外部环境较为复杂，增加了我国经济恢复的不确定性。

我国拥有全球最完整的产业体系、日益完备的基础设施网络和超大规模市场优势，近年产业结构持续优化升级，新动能加快培育壮大，以高质量发展推进中国式现代化将为我国经济发展带来新的机遇。我国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期调节力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，有助于经济稳步回升。综合看，中国经济长期向好的基本面没有改变。

基础设施投资企业在支持基建投资方面仍发挥关键作用，但新增融资受限，面临较大再融资压力；同时，房地产市场持续低迷导致土地出让收入大幅下降，地方政府支持基础设施投资企业能力受到制约

基础设施投资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，基础设施投资企业数量和融资规模快速增加。为防范和化解债务风险，国家出台政策规范基础设施投资企业的融资行为，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）、《关于坚决制止地方以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）、《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35号）等政策陆续出台实施，基础设施投资企业债务过快增长受到管控，有利于控制基础设施投资企业信用风险。但基础设施投资企业需要为大量存续债务再融资，顺畅的融资渠道至关重要，需要关注基础设施投资企业再融资压力。

房地产市场持续低迷导致土地出让收入大幅减少。2023年，我国地方政府性基金预算本级收入66,287亿元，同比下降10.1%，其中，国有土地使用权出让收入57,996亿元，下降13.2%。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，也制约了其支持基础设施投资企业的能力。

跟踪期内，九江市产业结构进一步优化，经济发展水平仍位居江西省前列，财政实力有所增强

九江市系江西省区域中心城市，位于江西省最北部，赣、鄂、皖、湘四省交界处，总面积19,084.61平方公里，下辖浔阳区、濂溪区、柴桑区、武宁县、修水县、永修县、德安县、都昌县、湖口县、彭泽县、瑞昌市、庐山市、共青城市，并设有国家级九江经



济技术开发区、庐山风景名胜区管理局、庐山西海风景名胜区、八里湖新区和鄱阳湖生态科技城管委会。截至2023年末，九江市常住人口为453.61万人。

2024年一季度，九江市实现地区生产总值899.23亿元，按不变价格计算，同比增长1.5%，三次产业结构调整为4.6:45.4:50.0。

表 2：2020~2022 年九江市主要经济指标²

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
人均地区生产总值（万元）	7.03	-	8.16	9.4	8.83 ³	-
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		6.4:47.8:45.8	

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。2024年一季度，九江市规模以上工业增加值同比增长0.5%。

固定资产投资方面，2022年九江市固定资产投资同比增长9.5%，处于较高水平。2022年，九江市重大项目计划投资4,372亿元，同比增长超过30%；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。2024年一季度，九江市固定资产投资同比增长2.0%。

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。2024年一季度，九江市社会消费品零售总额同比增长3.7%。

财政收支方面，2023年，九江市一般公共预算收入为322.4亿元，同比增速为6.3%，其中税收收入185.8亿元，税收收入占比为57.63%，较上年上升4.22个百分点。2023年，九江市一般公共预算支出为752.1亿元，财政自给率为42.87%，同比减少1.00个百分点，财政收支平衡能力有所减弱。

截至2023年末，九江市地方政府债务余额1,341.19亿元，其中，一般债余额452.71亿元、专项债余额888.48亿元。

2024年一季度，九江市完成一般公共预算收入107.91亿元，同比下降2.5%，其中税收收入55.03亿元，同比下降8.3%，税收收入占一般公共预算收入比重为51.00%。同期，全市一般公共预算支出175.25亿元，同比下降2.6%。

² 九江市政府未公布 2023 年经济相关数据；

³ 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。

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，以基础设施代建、保障房建设、土地整理、贸易业务、砂石销售等为核心业务；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、贸易业务、砂石销售、保障房建设及房屋销售为主。2023年，公司实现主营业务收入257.83亿元，同比增长12.52%，主要系基础设施代建业务结转收入规模增加，以及贸易业务规模扩大所致，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84.84%，仍为公司主要收入来源。分业务板块来看，2023年随着在建项目建设的推进，基础设施代建业务结转收入规模增加；土地整理项目收入受结转进度影响，收入规模有所减少；当年贸易业务收入同比大幅增长23.27%，主要系九江市九派城乡发展集团有限公司（以下简称“九派城乡”）新增开展贸易业务所致；砂石销售由于采砂量以及销售价格增长，收入同比增长7.84%。

表 3：近年公司主营业务收入构成及毛利率情况

单位：亿元、%

项 目	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入：						
基础设施代建	53.47	27.99	55.58	24.26	65.18	25.28
保障房建设	3.25	1.70	3.17	1.38	2.59	1.00
土地整理	37.32	19.54	44.73	19.52	38.84	15.07
房屋销售	10.59	5.55	3.29	1.44	4.56	1.77
贸易	55.64	29.13	93.06	40.61	114.72	44.49
砂石销售	19.85	10.39	14.97	6.53	16.14	6.26
其他	10.89	5.70	14.34	6.26	15.81	6.13
合 计	191.02	100.00	229.14	100.00	257.83	100.00
毛利率：						
基础设施代建	11.65		11.71		9.54	
保障房建设	10.43		10.43		10.43	
土地整理	21.59		24.03		15.96	
房屋销售	11.14		9.85		5.80	
贸易	1.10		0.95		1.22	
砂石销售	16.21		12.71		14.17	
其他	40.18		43.59		36.57	
综合毛利率	12.57		11.76		8.69	

资料来源：公司提供，远东资信整理

从毛利率情况看，2023年公司主营业务综合毛利率为8.69%。其中，由于所结转项目的代建管理费有所差异，基础设施代建业务毛利率有所下降；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；跟踪期内，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，叠加房地产市场下行压力较大、房价下降影响，2023年房屋销售业务毛利率进一步下滑；公司



贸易业务品种主要为建材、有色金属等大宗商品，盈利空间有限，2023年毛利率为1.22%；此外，砂石销售业务毛利率近年处于14%左右。

2024年1~3月，公司实现营业收入31.63亿元，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9.55%。

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，公司仍主要通过委托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”）、九江富和建设投资集团有限公司（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”）和九江市交通运输发展集团有限公司（以下简称“九江交发”）子公司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。2023年公司基础设施代建业务实现收入65.18亿元，毛利率9.54%，受结转项目加成比例不同影响，毛利率有所下降。

表 4：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	供排水、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
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2023年末，公司主要在建项目总投资136.94亿元，累计已投资82.29亿元，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 5：2023 年末公司主要在建基础设施代建项目

项目名称	承建主体	单位：亿元	
		总投资	已投资
新建快速路系统（一期）工程	九江城投	43.40	24.03
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	3.33
龙开河黑臭水体治理工程	九江城投	2.77	1.63
柴桑区沙河片区棚户区改造项目	柴桑投资	14.37	12.32
中小企业孵化基地	柴桑投资	3.84	9.61
九江高铁新区核心区片区开发项目	柴桑投资	25.07	0.02
庐山区棚户区改造（十里片区）建设工程	濂溪城投	23.00	21.60
新港城中村	濂溪城投	2.00	1.95
合 计	-	136.94	82.89

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2023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，计划总投资48.72亿元，尚需投资规模较大，公司未来面临一定的投融资压力。

表 6：2023 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	2024~2025	3.00
科翔厂房一期代建工程	2024~2025	2.70
快速路二期	2024~2026	43.02
合 计	-	48.72

资料来源：公司提供，远东资信整理

此外，公司参与的4个PPP项目计划总投资35.77亿元，截至2023年末累计已投资33.58亿元，其中九江经开区教育基础设施补短板建设PPP项目已完工投入使用，2023年政府已支付4,313.93万元。

表 7：截至 2023 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
九江经开区污水处理及配套设施建设 PPP 项目	2020~2024	17 年	6.39	5.51	8.83
九江经开区 2019 年棚户区改造 PPP 项目	2020~2024	22 年	14.02	12.66	23.32
九江经开区教育基础设施补短板建设 PPP 项目	2020~2023	17 年	4.16	4.16	7.36
彭泽县美丽乡村建设 PPP 项目	2019~2021	16 年	11.21	11.24*	16.80
合 计	-	-	35.77	33.58	56.31

注：彭泽县美丽乡村建设 PPP 项目投资超概算，截至 2023 年末尚未完工。

资料来源：公司提供，远东资信整理

自建自营项目

截至2023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、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84.96亿元，累计已投资39.55亿元，尚需投资规模仍较大，资金来源主要为自筹。

表 8：截至 2023 年末公司主要在建自建自营项目

单位：亿元

项目名称	承建主体	计划总投资	累计已投资
石化产业园二期	九江工发	32.30	8.73
庐山门户小镇·赛阳项目（虎溪片区）	濂溪城投	16.00	8.00
鄱阳湖生态科技城绿色智慧产业园	鄱湖新城	14.50	14.50
九江生态循环特色农业示范基地建设项目	九派城乡	15.01	5.66
悦学壹品	柴桑投资	4.29	1.35
桃源湾	柴桑投资	2.86	1.31
合 计	-	84.96	39.55

资料来源：公司提供，远东资信整理

截至2023年末，公司拟建自建自营项目主要系九江国家历史文化名城滨江段建设项目一期工程、九江市城发濂溪区职教科技产业园项目、瑞昌市田畈矿区建筑用灰岩矿等项目，拟投资规模合计为47.50亿元。

表 9：截至 2023 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
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



项目名称	承建主体	计划总投资
九江国家历史文化名城滨江段建设项目一期工程	九江置地	19.80
医疗康养结合项目	九江交发	2.00
瑞昌市田畈矿区建筑用灰岩矿	九江交发	5.00
科创中心二期	九江交发	8.50
合 计	-	47.50

资料来源：公司提供，远东资信整理

总体看，公司自建自营项目后续投资资金需求较大，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。业务模式包括委托代建模式和土地回收模式，均为成本加成一定比例收益进行结算，跟踪期内未发生变化。

截至2023年末，公司土地整理主要已完工项目累计投资109.58亿元，确认收入139.25亿元，已回款24.21亿元，回款进度整体仍较慢。截至2023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 10：2023 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
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。

保障房建设业务

保障房建设业务主要由公司子公司九江置地、濂溪城投及子公司富和建投负责开展，九江置地已于近年转为存量保障房项目的管理及租售经营，2023年公司保障房建设业务实现收入2.59亿元，来自濂溪城投德化小区拆迁安置点扩建项目。

跟踪期内，公司仍通过委托代建模式实施保障房项目投资建设。截至2023年末，公司已完成正大安置小区、安永人家保障房、沿浔安置小区一期、春安里小区一期、沿浔安置小区二期等项目的建设，主要已完工项目累计已投资额52.10亿元，拟回款额54.98亿元，已回款金额19.95亿元，回款进度较慢。

表 11：2023 年末公司主要已完工保障房建设项目

单位：亿元

项目名称	建设期间	已投资额	拟回款额	已回款额
城西港区安置小区三期 D 区房建工程六标段	2015.11-2018.11	4.52	4.70	2.02
前进新村四期安置小区工程	2014.04-2019.12	5.98	6.22	3.13
出口加工区九园路公租房工程	2014.08-2019.12	5.64	5.86	3.22



项目名称	建设期间	已投资额	拟回款额	已回款额
安永人家 6 号地块保障房	2016.06-2019.12	4.12	4.28	2.29
城西港区官湖路公租房建设工程	2017.08-2021.06	3.33	3.47	1.75
城西港区安置小区 D 区房建工程	2016.09-2021.08	10.93	11.36	5.12
安永人家三期	2017.08-2022.07	14.25	15.62	1.88
正大安置小区二期	2017.12-2022.12	3.34	3.47	0.54
合 计	-	52.10	54.98	19.95

资料来源：公司提供，远东资信整理

截至2023年末，公司主要在建保障房项目为前进新村五期，计划总投资4.56亿元，累计已投资额4.02亿元。整体看，公司保障房建设项目未来建设资金需求不大。

表 12：2023 年末公司主要在建保障房建设项目

单位：亿元

项目名称	建设期间	计划总投资	已投资额
前进新村五期	2022.10-2024.10	4.56	4.02

资料来源：公司提供，远东资信整理

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。2023年公司实现房屋销售收入4.56亿元，毛利率为5.80%，主要为水岸莲华一期等限价房的销售收入，整体毛利率不高。

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。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2023年末累计已售12.67亿元，销售进度较慢⁴。

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、柴桑投资、富和建投等子公司。截至2023年末，公司结转商品房项目主要包括水岸莲华一期、九龙新城项目，累计已实现销售收入36.82亿元，均已基本售罄，后期主要通过销售商铺、车位、储藏间等存量资产回笼前期已投入的部分资金。此外2023年末计入合同负债中的预收购房款为7.11亿元，由于均为定向销售的限价房，呈一定幅度亏损。

表 13：截至 2023 年末公司主要已完工商品房项目情况

单位：亿元、万平方米

项 目	已投资	总可售面积	已售面积	累计销售收入 ⁴
水岸莲华一期	24.47	35.81	35.81	15.99
九龙新城	24.53	42.84	42.84	20.83
合 计	49.00	78.65	78.65	36.82

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2023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33.51亿元，累计已投资19.72亿元。其中，宝梁地产由濂溪城投和上海信庆资

⁴ 保障房租赁的规定为：家庭人均年收入 5 万元以下，在九江市中心无住房等条件，可租赁九江市公租房，租赁期满最低 6 个月且无欠缴租金后，可买有限产权，有限产权房款付清且满 2 年后，可购买完全产权。保障房的购买需先租后售、且存在产权分类的情况，因此对完全产权的购买存在一定的时间要求（至少需要 6 个月的承租期、以及购买两年有限产权），因此对保障房的销售进度有一定影响。



产管理中心（有限合伙）共同持股，其中濂溪城投持股49%⁵，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 14：截至 2023 年末公司房地产板块主要在建项目情况

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	2019-2024	3.00	1.67
宜丰宝梁城	住宅	2020-2026	12.00	6.42
宝梁·天樾	住宅	2020-2026	8.60	7.74
宝梁商务中心	商业	2020-2025	0.88	0.64
城东印象	住宅	2021-2025	9.03	3.25
合 计	-	-	33.51	19.72

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，包括悦隼中央公园、匡庐别苑、山水雅筑、保利天汇，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。

贸易业务

公司贸易业务仍以孙公司沪联贸易、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有限公司、九江市恒强商贸有限公司（以下简称“恒强商贸”）和九江市恒启资产经营有限责任公司（以下简称“恒启资产”）等为主，2023年实现贸易业务收入114.72亿元，同比增长23.27%，主要系九派城乡2023年新增贸易业务所致。从贸易品种来看，公司贸易业务产品仍主要为电解铜、锌锭、砂石、煤炭、钢材等大宗商品。

供应商方面，2023年公司贸易业务主要供应商包括上海豫光金铅国际贸易有限公司、韩城市融盛昌贸易有限责任公司、浙江金越瑞佳新材料有限公司、九江誉富安供应链有限公司、江铜华东（浙江）铜材有限公司，采购金额合计48.05亿元。客户方面，公司贸易业务主要客户包括大有国际贸易（浙江台州）有限公司、江苏亨通精工金属材料有限公司、陕西鑫皓金属实业有限公司、九江德福科技股份有限公司、九江德富新能源有限公司，销售额合计66.15亿元。总体看，公司贸易业务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”）。2023年公司实现砂石销售收入16.14亿元，毛利率分别为14.17%。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。

其他业务

⁵ 由于濂溪城投实际控制董事会，均为并表项目。

公司其他业务板块还包括物业租赁、粮油销售、安保服务、物业管理、旅游承包、融资及担保等，较为多元。2023年及2024年1~3月，公司实现其他业务收入分别为15.81亿元和2.85亿元。

2023年公司实现租赁收入3.51亿元，同比增长4.09%，主要包括九江置地管理的市管公房、廉租房、保障房的出租，九江五丰宾馆、科创中心一期等划拨资产及自建项目，以及公司其他子公司的自有房产等租赁收入。

2023年公司实现粮油销售收入2.86亿元，同比增长156.34%，主要系2022年九江市储备粮油经营管理有限公司（以下简称“粮油公司”）在政策性业务之外，开始从事经营性业务，2023年经营性业务规模扩大所致。

门票收入主要系公司子公司九江工发运营庐山风景区索道收取的门票，2023年实现0.96亿元。

2023年公司实现融资及担保收入0.50亿元，仍主要由濂溪城投子公司上海庐宇融资租赁有限公司（以下简称“庐宇融资租赁”）、九江市濂溪区城投融资担保有限公司（以下简称“濂溪融资担保”）负责，同比减少82.36%，主要系子公司九江市濂溪区城投金融服务有限公司于2022年12月划出合并报表范围所致。截至2023年末，濂溪融资担保担保余额为1.29亿元，其中部分民营企业被列为失信被执行人⁶。

五、财务分析

本次财务分析的基础为公司2021~2023年审计报告及2024年3月未经审计合并财务报表，公司2021~2023年审计报告均由亚太（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。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，公司资本实力整体有所提升，资产规模持续扩大，但资产中应收类款项、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；此外，随着项目建设的推进，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，公司所有者权益仍主要由实收资本、资本公积及未分配利润构成。2023年末，公司所有者权益为1,204.97亿元，同比增长4.17%，其中实收资本仍为80.003亿元；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，2023年末为961.29亿元，同比增长3.28%，主要系九江置地应付九江市国资委21.86亿元债务转增资本公积等原因所致；未分配利润为115.17亿元，同比增长7.68%，主要系经营利润的不断积累。2024年3月末，受未分配利润减少影响，公司所有者权益小幅下降。

⁶ 国德建工集团有限责任公司涉及1条失信被执行人记录（金额49.51万元）；江西星宏建设工程有限公司涉及2条失信被执行人记录（金额52.96万元）。

表 15：近年公司主要负债及权益构成

单位：亿元、%

项 目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	77.38	7.45	88.23	7.53	136.06	10.67	150.03	11.38
应付票据	31.85	3.07	37.24	3.18	25.64	2.01	25.38	1.92
应付账款	28.19	2.71	24.93	2.13	29.28	2.30	28.29	2.15
其他应付款（合计）	205.55	19.79	197.13	16.82	168.33	13.20	165.22	12.53
一年内到期的非流动负债	113.70	10.95	131.98	11.26	218.97	17.17	195.45	14.82
流动负债合计	504.54	48.59	542.96	46.33	641.63	50.31	635.85	48.21
长期借款	246.85	23.77	258.08	22.02	252.97	19.84	269.84	20.46
应付债券	230.15	22.16	299.33	25.54	312.90	24.54	338.65	25.68
长期应付款（合计）	49.01	4.72	60.61	5.17	53.72	4.21	55.50	4.21
非流动负债合计	533.92	51.41	629.10	53.67	633.63	49.69	682.93	51.79
负债合计	1,038.46	100.00	1,172.05	100.00	1,275.25	100.00	1,318.78	100.00
实收资本	60.003	5.48	80.003	6.92	80.003	6.64	80.003	6.65
资本公积	924.02	84.43	930.74	80.46	961.29	79.78	961.63	79.91
未分配利润	94.55	8.64	106.96	9.25	115.17	9.56	114.40	9.51
所有者权益合计	1,094.43	100.00	1,156.76	100.00	1,204.97	100.00	1,203.35	100.00

资料来源：公司 2021~2023 年审计报告及 2024 年 3 月未经审计合并财务报表，远东资信整理

跟踪期内，随着业务的开展，公司负债总额持续增长。2023 年末，公司负债总额为 1,275.25 亿元，同比增长 8.81%，其中非流动负债占比由上年末的 53.67%降至 49.69%，主要系当年新增较多短期借款，加之部分债务临近到期转入一年内到期的非流动负债科目所致。

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。2023 年末，公司短期借款余额为 136.06 亿元，同比增长 54.21%，其中保证借款和信用借款分别为 68.94 亿元和 60.85 亿元；应付票据余额为 25.64 亿元，同比减少 31.14%，主要为银行承兑汇票；应付账款余额为 29.28 亿元，同比增长 17.42%，其中应付工程款 12.77 亿元，随着项目的结算较上年末有所下降，应付资产购买款 9.37 亿元，系九派城乡购买资产尚未支付款项。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；2023 年末，公司其他应付款余额 168.33 亿元，同比减少 14.61%，其中账龄超过一年的前五名应付余额合计 66.15 亿元，占其他应付款余额比例为 39.30%。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，随着部分应付债券临近到期转入该科目，2023 年末公司一年内到期的应付债券余额由上年末的 54.23 亿元增至 131.86 亿元，一年内到期的非流动负债由上年末的 131.98 亿元增至 218.97 亿元。

表 16：2023 年末公司账龄超过一年的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	26.09	15.50	往来款
中濂建工集团有限公司	13.46	8.00	往来款
九江安和保障房建设投资有限公司	11.31	6.72	往来款
九江市港口航运管理局	8.82	5.24	往来款
江西亿浩南贸易有限公司	6.47	3.84	往来款
合 计	66.15	39.30	-

资料来源：公司提供，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。2023 年末，公司长期借款余额为 252.97 亿元，较上年末小幅下降，以保证借款及抵质押借款为主，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，2023 年公司本部及子公司九江城发、富和建投等新发行多期债券，但当年部分债券到期兑付，加之部分债券临近到期转入一年内到期的非流动负债，年末公司应付债券余额同比增长 4.53% 至 312.90 亿元。公司长期应付款主要系取得的融资租赁、信托及债权投资计划等借款和专项应付款，2023 年末，公司长期应付款余额为 53.72 亿元，同比减少 11.37%，其中融资租赁款、信托及债权投资计划等借款合计 41.38 亿元，同比减少 17.02%；专项应付款余额为 12.34 亿元，同比增长 14.83%，主要为政府拨付用于部分项目建设的专项资金。

2024 年 3 月末，公司负债总额增至 1,318.78 亿元，较上年末增长 3.41%，主要系当期新增银行借款及新发行债券所致。

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、保障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。2023 年末，公司总债务为 987.92 亿元，同比增长 14.25%，仍以长期债务为主，但长短期债务比由上年末的 2.36 倍降至 1.60 倍；资产负债率和总债务资本化分别为 51.42% 和 45.05%，较上年末分别上升 1.09 和 2.27 个百分点。

2024 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 3.63% 至 1,023.76 亿元，资产负债率和总债务资本化比率分别增至 52.29% 和 45.97%。

表 17：近年公司有息债务情况

单位：亿元、%、倍

项 目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
短期债务	222.93	257.45	380.68	370.85
长期债务	516.70	607.27	607.25	652.91
总债务	739.63	864.72	987.92	1,023.76
长短期债务比	2.32	2.36	1.60	1.76
总债务资本化比率	40.33	42.78	45.05	45.97
资产负债率	48.69	50.33	51.42	52.29

资料来源：公司 2021~2023 年审计报告及 2024 年 3 月未经审计合并财务报表，远东资信整理

总体看，跟踪期内，公司资本实力整体有所提升；但随着项目建设的推进，债务规模亦持续增长，债务负担加重。

资产质量

随着业务的开展，跟踪期内，公司资产规模持续扩大。2023 年末，公司总资产为 2,480.22 亿元，同比增长 6.50%，其中流动资产占比 77.94%。

表 18：近年公司主要资产构成

单位：亿元、%

项 目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	242.36	11.36	219.06	9.41	186.61	7.52	187.39	7.43



项 目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应收账款	310.66	14.57	377.24	16.20	463.77	18.70	465.25	18.45
其他应收款（合计）	278.97	13.08	328.02	14.09	350.50	14.13	366.09	14.52
存货	842.12	39.48	842.93	36.20	822.15	33.15	833.35	33.04
合同资产	52.94	2.48	51.34	2.20	51.89	2.09	52.75	2.09
流动资产合计	1,753.79	82.23	1,880.79	80.76	1,933.01	77.94	1,975.14	78.31
投资性房地产	95.56	4.48	136.43	5.86	154.79	6.24	155.07	6.15
固定资产	51.10	2.40	51.34	2.20	56.72	2.29	58.90	2.34
在建工程	12.06	0.57	19.07	0.82	51.59	2.08	55.23	2.19
无形资产	168.95	7.92	169.16	7.26	195.36	7.88	194.96	7.73
非流动资产合计	379.10	17.77	448.01	19.24	547.21	22.06	546.99	21.69
资产总计	2,132.89	100.00	2,328.81	100.00	2,480.22	100.00	2,522.14	100.00

资料来源：公司 2021~2023 年审计报告及 2024 年 3 月未经审计合并财务报表，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，2023 年末，公司货币资金为 186.61 亿元，同比减少 14.81%，其中受限货币资金 19.14 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，随着公司项目建设的持续推进，跟踪期内应收账款持续增长，但回款较慢；2023 年末，公司应收账款余额为 463.77 亿元，同比增长 22.94%，主要系应收九江市自然资源储备利用中心和九江市自然资源储备利用中心九江经开区分中心的土地收储款等。

表 19：2023 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	款项性质
九江市自然资源储备利用中心	124.23	26.76	土地收储款
九江市自然资源储备利用中心九江经开区分中心	107.15	23.08	土地收储款
九江市濂溪区财政局	46.03	9.92	代建项目款
九江经济技术开发区财政金融局	33.86	7.29	代建项目款
九江市利平城市建设有限公司	19.65	4.23	代建项目款
合 计	330.91	71.28	-

资料来源：公司提供，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，跟踪期内规模持续增长。2023 年末，公司其他应收款余额为 350.50 亿元，同比增长 6.85%，前五名单位应收款项合计 97.81 亿元，占其他应收款余额的比例为 27.69%；同期末，公司其他应收款计提坏账准备 2.92 亿元。跟踪期，公司其他应收款规模仍较大，占用资金较多，需关注未来回收进度。

表 20：2023 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	款项性质
九江市濂溪区财政局	30.78	8.71	往来款
九江金瑞建设投资有限公司	23.13	6.55	往来款
九江市濂溪区旧城改造开发有限公司	19.01	5.38	往来款
九江创发房地产开发有限公司	15.18	4.30	往来款
九江市柴桑区财政局	9.71	2.75	往来款
合 计	97.81	27.69	-

资料来源：公司提供，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。2023 年

末，公司存货余额为 822.15 亿元，同比减少 2.47%，其中合同履约成本为 444.21 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 248.66 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 125.33 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。2023 年末，公司合同资产为 51.89 亿元，同比增长 1.06%，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、在建工程 and 无形资产构成。2023 年末，公司投资性房地产为 154.79 亿元，同比增长 13.46%，主要系当年转入 13.27 亿元土地使用权所致。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，近年末变化不大。公司在建工程主要系自营项目投入成本，2023 年末，公司在建工程为 51.59 亿元，同比增长 170.58%，主要系自营项目投入增加，加之部分项目从存货调整至在建工程所致。公司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，2023 年末，公司无形资产为 195.36 亿元，同比增长 15.49%，主要系当年九派城乡购入 28.73 亿元全民所有自然资源资产⁷所致。

2024 年 3 月末，公司流动资产增至 1,975.14 亿元，较上年末增长 2.18%，总资产增至 2,522.14 亿元，较上年末增长 1.69%。

2023 年末，公司受限资产账面价值合计 149.10 亿元，占总资产比例为 6.01%，其中受限货币资金 19.14 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 20.27 亿元、65.45 亿元和 30.72 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。2023 年，公司实现营业收入 259.34 亿元，同比增长 11.35%，综合毛利率为 9.55%，同比上升 0.50 个百分点。

表 21：近年公司盈利情况

项 目	单位：亿元、%			
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月
营业收入	191.89	232.90	259.34	31.63
营业成本	167.31	205.24	235.86	28.61
销售费用	1.16	1.33	0.97	0.17
管理费用	6.17	8.71	11.02	2.47
财务费用	13.96	14.61	13.34	2.27
其他收益	12.02	13.63	13.07	1.91
营业利润	13.67	17.90	11.18	-0.33
利润总额	14.29	17.91	11.27	-0.53
净利润	11.05	13.38	8.54	-0.74

⁷ 规划利用条件包括养殖（种植）、水面旅游观光经营、水面光伏与风能发电经营、设施农用地。

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月
毛利率	12.81	11.88	9.05	9.55
期间费用率	11.09	10.58	9.77	15.50
总资产报酬率	1.61	1.61	1.15	-
净资产收益率	1.12	1.19	0.72	-

资料来源：公司 2021~2023 年审计报告及 2024 年 3 月未经审计合并财务报表，远东资信整理

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，2023 年为 25.34 亿元，同比增长 2.83%，但得益于营业收入的增长，当年期间费用率同比下降 0.81 个百分点至 9.77%。2023 年，公司实现其他收益 13.07 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；实现利润总额 11.27 亿元，同比减少 37.08%，实现净利润 8.54 亿元，同比减少 36.16%。

从收益率指标情况来看，2023 年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.15% 和 0.72%，均较上年有所下降，处于较低水平，资产获利能力一般。

2024 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.63 亿元，实现其他收益 1.91 亿元，实现净利润-0.74 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司盈利仍对财政补贴依赖程度较高，整体资产获利能力一般。

现金流

经营活动现金流方面，2023 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 203.76 亿元，现金收入比为 78.57%，项目回款较慢；购买商品、接受劳务支付的现金为 251.51 亿元，较上年变化不大，主要系项目建设支出；收到与支付其他与经营活动有关的现金主要系往来款，均较上年有所减少。受上述因素影响，2023 年公司经营活动现金净流出 56.60 亿元，流出量同比减少 30.27%。

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。2023 年，公司投资活动现金净流出 54.97 亿元，流出量同比大幅增长，主要系当年购建固定资产、无形资产、其他长期资产及瑞昌市赤湖生态渔业开发有限公司和湖口县兴湖农业发展有限公司股权支付的现金较多等因素所致。

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，2023 年，公司筹资活动现金净流入 103.96 亿元，流入量同比增长 6.00%，主要来自发行债券及金融机构借款等。

2024 年 1~3 月，公司经营活动现金流仍为净流出，对筹资活动现金流仍较为依赖。

表 22：近年公司现金流情况

单位：亿元

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	148.59	183.47	203.76	27.75
收到其他与经营活动有关的现金	244.81	299.64	218.72	115.64
经营活动现金流入小计	393.77	483.56	423.49	143.44



项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1~3 月
购买商品、接受劳务支付的现金	179.31	249.25	251.51	36.70
支付其他与经营活动有关的现金	242.64	302.05	214.05	128.71
经营活动现金流出小计	432.65	564.73	480.09	170.08
经营活动产生的现金流量净额	-38.88	-81.17	-56.60	-26.64
投资活动现金流入小计	28.64	18.88	33.39	11.79
投资活动现金流出小计	45.09	30.75	88.35	7.98
投资活动产生的现金流量净额	-16.44	-11.87	-54.97	3.81
筹资活动现金流入小计	347.49	389.29	454.99	138.89
筹资活动现金流出小计	263.26	291.21	351.03	107.72
筹资活动产生的现金流量净额	84.23	98.07	103.96	31.17

资料来源：公司 2021~2023 年审计报告及 2024 年 3 月未经审计合并财务报表，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。2023 年末，公司货币资金/短期债务为 0.49 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 23：近年公司偿债能力指标

单位：亿元、%、倍

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
总债务	739.63	864.72	987.92	1,023.76
EBITDA	36.46	41.86	35.62	-
流动比率	347.60	346.40	301.27	310.63
速动比率	177.75	182.05	166.41	171.09
经营现金流负债比	-7.71	-14.95	-8.82	-
EBITDA 利息保障倍数	1.14	1.16	1.01	-
总债务/EBITDA	20.28	20.66	27.74	-

资料来源：公司 2021~2023 年审计报告及 2024 年 3 月未经审计合并财务报表，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。2023 年，公司 EBITDA 为 35.62 亿元，EBITDA 利息保障倍数和总债务/EBITDA 分别为 1.01 倍和 27.74 倍，均较上年有所弱化，但 EBITDA 尚可对利息支出形成覆盖。

截至 2024 年 3 月末，公司银行授信总额为 697.84 亿元，已使用额度为 474.32 亿元，未使用额度为 223.52 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

2023 年末，公司对外担保余额（剔除担保业务所形成）为 175.02 亿元，担保比率为 14.52%，被担保对象主要为九江市其他国有企业。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 2024 年 5 月 27 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转、资产及资金注入、债务置换及财政补贴等方面的有力支持。

股权划转方面，2023 年，九江市国资委将九江市建筑设计院、九江仁实人力资源服务有限公司等公司股权无偿划入九江城发，合计增加资本公积 0.14 亿元。

资产及资金注入方面，2023 年，九江城发收到政府房产注入合计 2.49 亿元，收到财政资金及国有资本收益金返还合计 1.36 亿元，均计入资本公积。

债务置换方面，2023 年，经九江市国资委同意，九江置地将应付九江市国资委 21.86 亿元债务转增资本公积。

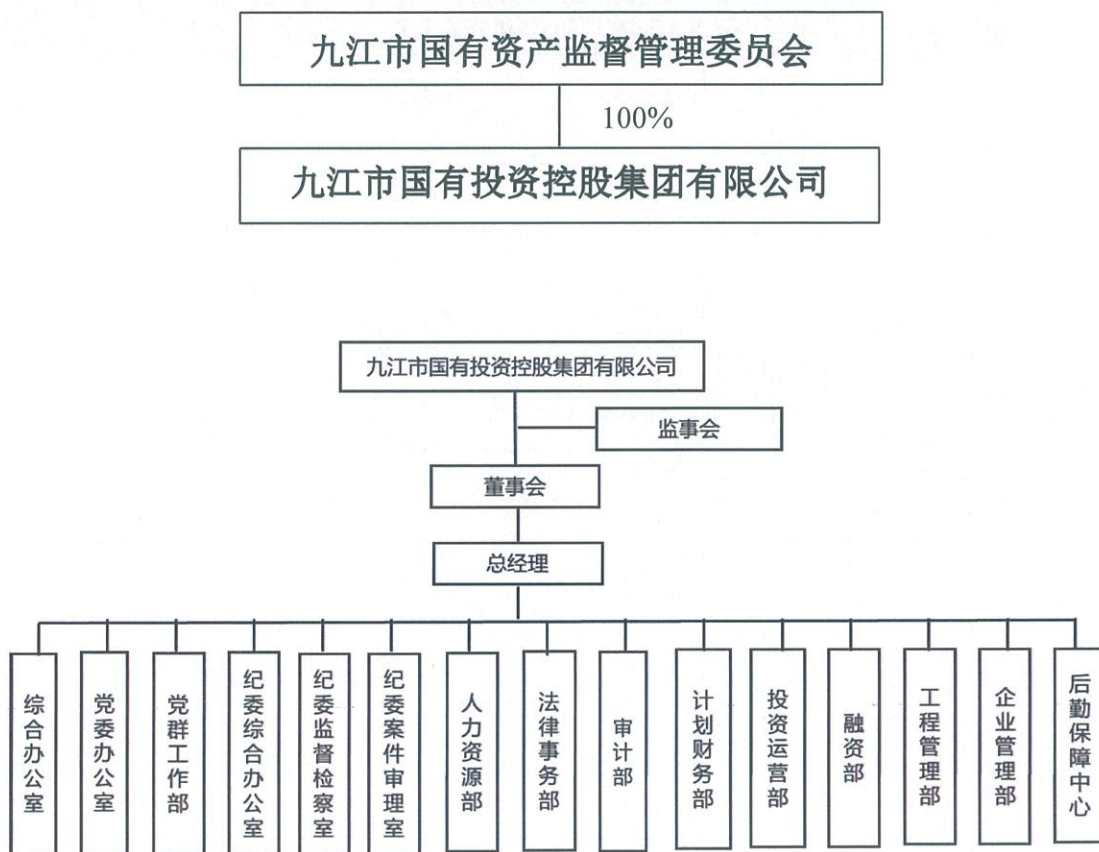
财政补贴方面，2023 年及 2024 年 1~3 月，公司计入其他收益的财政补贴金额合计分别为 13.07 亿元和 1.91 亿元。

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、资产及资金注入、债务置换及财政补贴等方面的大力支持。截至 2024 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 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供



附录 2 2023 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	2021	2022	2023	2024.3
资产总额	2,132.89	2,328.81	2,480.22	2,522.14
所有者权益	1,094.43	1,156.76	1,204.97	1,203.35
短期债务	222.93	257.45	380.68	370.85
长期债务	516.70	607.27	607.25	652.91
总债务	739.63	864.72	987.92	1,023.76
营业收入	191.89	232.90	259.34	31.63
利润总额	14.29	17.91	11.27	-0.53
净利润	11.05	13.38	8.54	-0.74
EBITDA	36.46	41.86	35.62	-
经营性净现金流	-38.88	-81.17	-56.60	-26.64
财务指标	2021	2022	2023	2024.3
应收账款周转次数(次)	0.65	0.68	0.61	-
存货周转次数(次)	0.20	0.24	0.28	-
总资产周转次数(次)	0.10	0.10	0.11	-
现金收入比	77.44	78.78	78.57	87.74
营业利润率	7.12	7.69	4.31	-1.05
总资产报酬率	1.61	1.61	1.15	-
净资产收益率	1.12	1.19	0.72	-
长期债务资本化比率	32.07	34.43	33.51	35.17
总债务资本化比率	40.33	42.78	45.05	45.97
资产负债率	48.69	50.33	51.42	52.29
流动比率	347.60	346.40	301.27	310.63
速动比率	177.75	182.05	166.41	171.09
经营现金流动负债比	-7.71	-14.95	-8.82	-
EBITDA 利息保障倍数(倍)	1.14	1.16	1.01	-
总债务/EBITDA(倍)	20.28	20.66	27.74	-

资料来源：公司 2021~2023 年度审计报告及 2024 年 3 月未经审计合并财务报表，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{研发费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
应收账款周转次数	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收票据及应收账款净额} + \text{期末应收票据及应收账款净额}) / 2]$
存货周转次数	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货净额} + \text{期末存货净额}) / 2]$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
现金收入比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产报酬率	$\text{EBIT} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2] \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / [(\text{期初净资产余额} + \text{期末净资产余额}) / 2] \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期债务} / [\text{长期债务} + \text{所有者权益} (\text{包括少数股东权益})] \times 100\%$
总债务资本化比率	$\text{总债务} / [\text{总债务} + \text{所有者权益} (\text{包括少数股东权益})] \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产} / \text{流动负债} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货} - \text{预付账款}) / \text{流动负债} \times 100\%$
现金短债比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金比率	$\text{现金类资产} / \text{流动负债} \times 100\%$
经营现金流负债比	$\text{经营性现金净流入} / \text{流动负债} \times 100\%$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$



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。

