

# 瑞昌市国有投资控股集团有限公司 信用报告

## 评级

### 主体信用评级

长期主体评级

BBB-

### 展望

稳定

## 目录

关键评级因素	2
政府支持	3
江西省政府、九江市及瑞昌市政府的信用状况	4
经营状况	6
财务状况	7
流动性	8
公司背景	8
评级分数摘要	9
相关评级方法论	9

## 联系我们

### 主分析师

姓名 乔婷婷

职衔 分析师

电话 +852 3615 8339

邮箱 tingting.qiao@cspi-ratings.com

### 分析师

姓名 施莹

职衔 分析师

电话 +86 755 8287 2106

邮箱 stella.shi@cspi-ratings.com

2024年7月8日

RA02050200103

## 概述

- 鹏元国际确认瑞昌市国有投资控股集团有限公司（简称“公司”）国际刻度长期主体评级为“BBB-”，展望稳定。
- 公司是瑞昌市主要的基础设施建设及土地整理开发平台，负责瑞昌市范围内的基础设施建设、土地整理及国有资产运营管理，还从事商品贸易、物业管理、劳务派遣等业务。公司控股股东及实际控制人为瑞昌市国有资产事务中心。公司的主体评级是基于公司“b+”的独立信用评分（SACP），以及我们认为瑞昌市政府在公司有需要的时候，有极强的意愿为其提供额外支持的观点。

## 评级展望

- 公司稳定的评级展望反映了我们认为瑞昌市政府将保持稳定的信用状况，并且公司将对瑞昌市发展发挥重要的战略性作用的预期。
- 出现以下情况时，我们将考虑下调公司的主体评级：1) 公司与瑞昌市政府的关系从现有基础上弱化；2) 瑞昌市政府的财政实力大幅减弱或债务负担大幅加重；或者3) 公司在瑞昌市基础设施建设和国有资产运营领域的市场地位明显下降。
- 出现以下情况时，我们将考虑上调公司的主体评级：1) 瑞昌市政府的经济和财政收入规模持续提升；2) 公司对瑞昌市政府的重要性显著提升；或者3) 公司的杠杆率和财务状况得到实质性的改善。

## 财务摘要

表 1: 财务指标

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
债务/EBITDA	37.5x	52.0x	56.2x	49.9x	47.6x
EBITDA 利息保障倍数	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x
债务资本比率	55.2%	34.6%	33.7%	35.5%	37.1%
经营活动产生资金/债务	1.5%	0.4%	1.5%	1.7%	1.8%
经营活动产生的现金流/债务	2.4%	-74.1%	-10.2%	-4.6%	-3.7%
自由现金流/债务	-0.5%	-74.8%	-9.9%	-3.8%	-2.6%
EBITDA 利润率	2.6%	8.7%	8.6%	10.4%	11.5%
资本回报率	1.2%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%

来源：公司，中证鹏元国际预测

## 关键评级因素

### 正面因素

- 公司是瑞昌市重要的基础设施建设和国有资产运营主体。作为瑞昌市重要的国有资产运营主体，公司主要负责瑞昌市内的基础设施建设、土地整理业务及国有资产的运营管理。我们认为，鉴于公司未来将继续对瑞昌市的经济发展发挥重要作用，其业务发展前景良好，倘若公司的经营出现困难，瑞昌市政府将会采取必要措施确保公司的可持续发展，也会在公司出现财务困难时对其给予必要的支持，以确保区域内经济发展不受影响。
- 瑞昌市政府对公司持续有力的支持。瑞昌市国有资产事务中心持有公司100%股权，为公司唯一股东及实际控制人。公司的主要高级管理层由瑞昌市政府任命，并接受瑞昌市政府的考核，瑞昌市政府对公司的运营有着高度的控制权和影响力。同时，公司长期以来与瑞昌市政府保持着紧密且良好的关系，在资产划拨、资本注入和财政补贴等方面受到瑞昌市政府的大力支持。2023年，瑞昌市政府将瑞昌市赛湖农业投资发展有限公司（以下简称“赛湖农业”）100%股权和瑞昌市秦山文化旅游投资有限公司（以下简称“秦山文化”）100%股权无偿划入至公司，2023年末公司资本公积由上年末的72.6亿元增至254.2亿元。同期，公司收到股东货币出资1.5亿元，2023年末公司实收资本由11.4亿元增加至12.9亿元，公司资本实力显著提升。2022-2023年，公司分别获得各类政府补贴1.4亿元和1.8亿元，有助于提升公司的盈利水平。考虑到公司将继续在瑞昌市基础设施建设领域发挥重要作用，我们相信，随着公司承建的重点工程项目推进，瑞昌市政府将会继续对公司提供必要的支持。
- 九江市府经济实力较好，瑞昌市政府信用状况稳定。九江市是江西省地级市，是中国百强城市、国家 II 型大城市。2023年，九江再次入选中国城市数字经济发展百强榜，产业数字化综合发展水平全省第一。工业税收249.4亿元，总量全省第二，工业增值税增长25.8%。净增规上工业企业223家，18家企业入围全省企业100强。瑞昌市为江西省辖县级市，由九江市代管，是九江市的重要工业基地之一，因此瑞昌在九江市乃至江西省的重要性相对较高。2023年瑞昌市人均地区生产总值为75,283.0元人民币，略低于九江市和全国平均水平。瑞昌以光电信息、新能源新材料、木业家居作为其三大主导产业。近几年，瑞昌市预算收入高速增长，财政赤字水平温和，流动性状况健康，但该市整体经济总量和预算收入规模相对较小，且债务压力偏高。

### 负面因素

- 公司运营效率较低，盈利能力较弱。受所处行业以及经营模式影响，公司运营效率较低。2023年，公司应收账款周转天数和存货周转天数分别为512.6天和2,282.2天。公司存货主要为基础设施项目建设形成的开发成本，此类业务的建设及回款周期较长，导致公司的资金周转效率较低。同时，公司商品销售、工程项目等主要业务板块毛利率水平较低，2023年无偿划入公司的旅游资源未来资金平衡时间很长，考虑政府补贴后，我们测算2022-2026年期间公司加权平均资本回报率为0.6%，公司整体盈利水平较弱。
- 财务杠杆率较高。截至2023年末，公司有息债务总额为105.5亿元，占期末负债总额的比例为55.6%。由于公司负责瑞昌市主要的基础设施项目开发建设，未来几年公司仍需依靠进一步举债以满足其投资资金需求，债务规模预计将稳步增长。我们预测，公司的债务与资本化比率将从2023年的34.6%上升至2026年的37.1%。此外，公司的EBITDA相对于其债务水平较小，我们测算公司2023年债务/EBITDA比率和EBITDA利息保障倍数分别为52.0倍和0.4倍。

**表2：关键信用指标**

(百万元人民币)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>财务状况和盈利能力</b>					
收入	9,530.4	2,607.4	2,804.8	3,015.2	3,237.1
EBITDA	252.3	226.0	239.9	312.6	373.1
EBITDA 利润率	2.6%	8.7%	8.6%	10.4%	11.5%
资产收益率 (ROA)	0.9%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
资本回报率 (ROIC)	1.2%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>现金流量度量</b>					
经营活动产生资金 (FFO)	146.8	43.7	202.5	273.0	319.6
经营活动产生的现金流 (OCF)	232.0	-8,709.1	-1,382.1	-720.9	-663.9
自由现金流 (FCF)	-50.9	-8,788.8	-1,336.3	-599.2	-457.0
可自由支配现金流(DCF)	-140.5	-8,793.6	-1,341.8	-604.7	-462.9
<b>资产负债表度量</b>					
现金及流动性投资	6,444.5	6,247.4	5,632.4	5,612.4	5,686.5
盈余现金	2,333.6	1,679.0	1,059.0	1,033.2	1,101.1
总债务	11,805.8	13,435.3	14,546.6	16,646.6	18,851.6
调整后的债务	9,472.2	11,756.3	13,487.6	15,613.4	17,750.5
总资本化	21,404.9	38,881.0	43,159.1	46,951.4	50,853.7
<b>杠杆度量</b>					
债务/EBITDA	37.5x	52.0x	56.2x	49.9x	47.6x
利息保障倍数	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x
债务资本比率	55.2%	34.6%	33.7%	35.5%	37.1%
经营活动产生资金/债务	1.5%	0.4%	1.5%	1.7%	1.8%
经营活动产生的现金流/债务	2.4%	-74.1%	-10.2%	-4.6%	-3.7%
自由现金流/债务	-0.5%	-74.8%	-9.9%	-3.8%	-2.6%
可自由支配现金流/债务	-1.5%	-74.8%	-9.9%	-3.9%	-2.6%
债务/权益	98.7%	46.2%	47.1%	51.5%	55.5%
经营活动产生资金/现金利息费用	0.3x	0.1x	0.3x	0.3x	0.3x

来源：公司，中証鵬元國際预测

## 政府支持

### 公司与瑞昌市政府的业务联系紧密

作为瑞昌市重要的基础设施建设及土地整理开发平台，公司主要负责瑞昌市范围内的基础设施建设、土地整理业务及国有资产的运营管理，同时也深度参与瑞昌市的经济发展、产业规划和城市化建设进程。因此，公司的经营业绩和发展前景受到瑞昌市政府财政预算和发展政策的影响，特别是涉及土地开发、基础设施建设等方面的规划。公司主要业务在瑞昌市具有较高的战略重要性和经济地位，我们认为公司和瑞昌市政府之间具有紧密的业务联系。

### 瑞昌市政府对公司持续有力的支持

为支持公司业务运营，瑞昌市政府在过去给予了公司大力支持，包括资产划拨、资本注入和财政补贴。2023年，瑞昌市政府将赛湖农业和秦山文化的100%股权无偿划入至公司，2023年末公司资本公积由上年末的72.6亿元增至254.2亿元。同期，公司收到股东货币出资1.5亿元，年末公司实收资本由11.4亿元增加至12.9亿元，公司资本实力显著提升。2022-2023年，公司分别获得各类政府补贴1.4亿元和1.8亿元，有助于提升公司的盈利水平。考虑到公司将继续在瑞昌市基础设施建设领域发挥重要作用，我们相信，随着公司承建的重点工程项目推进，瑞昌市政府将会继续对公司提供必要的支持。

### 瑞昌市政府参与公司的重大决策与人事安排

瑞昌市国有资产事务中心持有公司100%的股权，为公司控股股东及实际控制人。瑞昌市政府对公司人事安排方面严格把控，公司的主要高级管理层由瑞昌市政府任命，并接受瑞昌市政府的考核。同时，瑞昌市政府深度参与公司的重大发展战略，公司的重大经营计划、关键投资决策由瑞昌市政府批准。由此可见，公司与瑞昌市政府的联系紧密。

## 江西省政府、九江市及瑞昌市政府的信用状况

### 江西省政府

2023年江西省实现地区生产总值32,200.1亿元，较上年增长4.1%。近年来，江西经济逐步减少对本地矿产资源及相关产业的依赖，向更加多元化和更具韧性的经济增长模式转型。江西省已从整体上跨越工业化中期并加速迈向中后期，实现了从农业大省到工业大省的历史性跨越，为未来产业布局发展、创新发展打下了一定基础。此外，江西的交通网络建设正在逐渐完善，有利于该省承接浙江、广东和福建等相邻发达省份的经济溢出和产业转移。因此，我们对江西的长期经济前景持乐观态度。

得益于其稳健的经济增长，江西省在过去几年里积累了较强的财政预算实力。2023年，江西省预算收入规模达8,507.2亿元，人均预算收入为18,842.0元。虽然收入方面受土地市场下行影响较过去几年出现下滑，但在全国地方政府中仍处于较高的水平。2024年第一季度，江西省一般公共预算收入完成998.3亿元，其中税收收入完成601.4亿元，税收占比60.2%，表明该省预算收入质量较好，财政自给能力较强。我们认为，随着2024年以来江西省经济增长和预算收入的提升，其预算收入规模以及预算收入水平将进一步提高，预算盈余表现也有望逐步提升。

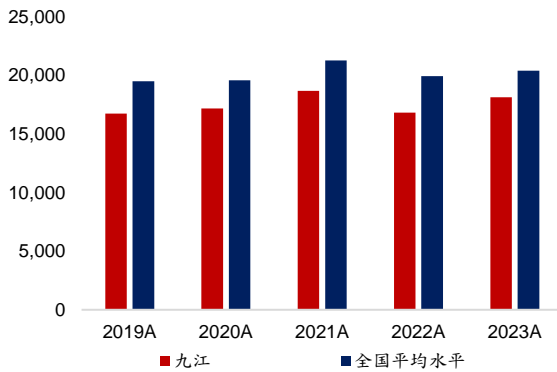
江西省的债务率偏高，其较大且持续增长的债务总量对该省经济构成一定压力。我们估计，2023年江西省广义债务规模为23,360.5亿元，而依照其近年来相对较快的债务增速测算，到2024年底债务规模可能超过2.5万亿元。我们测算2023年该省的债务与预算收入之比为274.6%，债务与GDP之比达到72.5%，表明当前债务负担相对其财政收入和经济体量而言均较为沉重。另一方面，江西省政府的财政性存款规模可观，2023年末为1,928.0亿元，约占其当年预算收入总额的22.7%。由此我们测算2024-2025年江西省的财政性存款对利息支出的平均覆盖率为424.1%，流动性来源对流动性支出平均比值为135.9%，两项流动性指标均表现较好，反映出江西省整体流动性较理想。

### 九江市政府

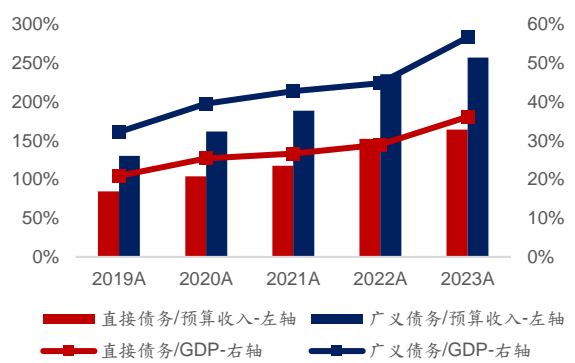
九江市是江西省地级市，是中国百强城市、国家II型大城市。九江市下辖3个市辖区、7个县、3个县级市，全市总面积19,084.6平方公里。截至2023年末，常住人口453.6万。九江市政府的经济实力较强，流动性状况较为充裕，但债务水平相对较高。近来，面对不确定难预料因素增多、周期性结构性矛盾交织叠加、三年疫情冲击亟待修复的巨大压力，九江深入推进新型工业化，为产业发展提质增效。2023年，九江市地区生产总值增长1.1%，经济规模保持在全省第三，仅次于南昌市和赣州市，并再次入选中国城市数字经济发展百强榜，产业数字化综合发展水平全省第一。2023年，全市工业用电总量全省第一，工业税收总量全省第二，工业增值税增长25.8%。当年净增规上工业企业223家，18家企业入围全省企业100强。2024年第一季度，九江市实现地区生产总值899.2亿元，同比增长1.5%。我们认为，九江市经济基础较好，经济发展水平较高，且在未来数年内能够保持合理的经济增长势头。

财政方面，根据2023年预算执行情况，九江市预算收入822.7亿元，财政收入规模基本适度。其中，一般公共预算收入322.4亿元，同比增长6.3%。我们测算2023年其人均预算收入为18,137.6元，人均预算收入水平良好。2022-2023年九江市预算收入实现逐年攀升，我们预测在未来几年该市预算收入能够保持增长势头。另一方面，过去几年间，九江市政府财政赤字呈现一定扩大趋势。但我们测算其2022-2026年平均财政预算盈余率约为-25.5%，表明该市赤字水平仍将位于可控范围。

近年来九江市政府债务规模保持较快增长态势。我们测算2023年该市广义债务/预算收入比值为256.6%，广义债务/地区生产总值比值为56.6%，表明九江的债务负担相对其财政收入和经济体量而言均比较重。好的方面是，得益于较为可观的财政性存款规模，我们测算2024-2025年九江市平均财政性存款对政府利息支出比例为278.1%，显示九江市财政性存款能够为其利息支出提供充足的支持；我们测算2024-2025年九江市平均流动性覆盖率为125.8%，表明其流动性来源足以覆盖流动性支出，整体流动性状况健康，流动性表现较好。

**图 1: 人均预算收入 (人民币元)**


来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际测算

**图 2: 债务与 GDP 和政府预算收入比率**


来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际测算

### 瑞昌市政府

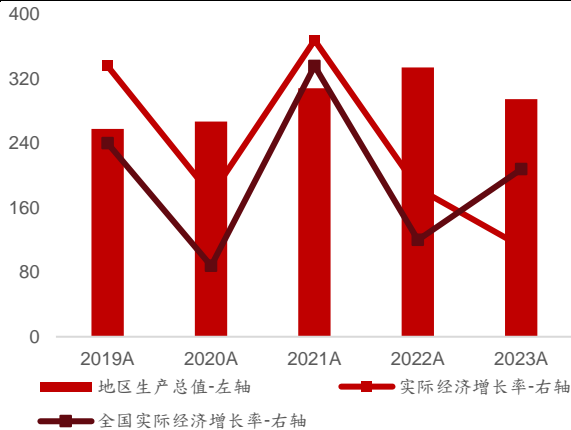
我们评估瑞昌市政府的信用状况处于九江各区县层级政府的较高水平。瑞昌是九江市的重要工业基地之一，而九江又是江西省的工业重镇，因此瑞昌在江西省的重要性相对较高。近几年，瑞昌市预算收入高速增长，财政收支赤字水平温和，流动性状况健康。同时该市经济总量和预算收入规模相对较小，且债务压力偏高。

2023 年，瑞昌市地区生产总值为 295.1 亿元，全年增长 2.8%，增速较前几年有所放缓。我们测算 2023 年其人均地区生产总值为 75,283.0 元人民币，在全国同级政府中属于中等水平。目前，瑞昌以光电信息、新能源新材料、木业家居作为其三大主导产业。但现阶段瑞昌仍面临高新技术产业偏少，产业科技含量偏低，产业链有待进一步提升发展，产业结构存在较大优化调整空间的问题。值得一提的是，瑞昌市近年来不断追求高质量发展，奋力打造现代化产业，推动了多条优质产线落地，促进企业升级，加大了对高层次科技创新研发的投入。我们认为瑞昌市有望在未来数年内实现产业质效的提升，为经济发展提供强劲动能。

虽然瑞昌市政府的预算收入规模不算大，2023 年末为 68.1 亿元人民币，但其人均预算收入水平比较可观。我们测算 2023 年瑞昌人均预算收入为 17,364.3 元，在全国范围内处于中等偏上水平，这反映出瑞昌市财政收入效率尚可。得益于过去几年税收收入和非税收入增长良好，瑞昌维持了温和的财政赤字水平。根据测算，2022-2023 年瑞昌市预算收入增速分别达到 27.4% 和 14.9%，远高于全国平均水平。我们预计，在瑞昌市政府不断优化财政投入机制，加强预算统筹力度的背景之下，2024 年该市各项财政收支将以合理速度增长，其财政赤字亦能够控制在较温和的水平。

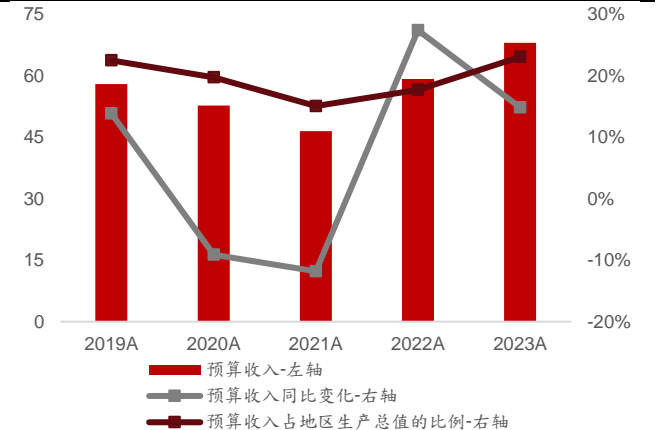
我们认为，相对于其自身的预算收入规模和经济体量，瑞昌市的债务负担压力持续加重。2023 年末该市直接债务为 81.2 亿元人民币，据此我们测算 2023 年瑞昌市广义负债/预算收入的比例为 231.3%，广义债务/地区生产总值的比例为 53.3%，两项指标均高于中国地方政府的平均水平。好在虽然近年来瑞昌债务规模持续扩张，但其广义债务/地区生产总值比例的百分比整体上变动并不大，显示近年来其债务规模扩张速度相较于其经济增速而言仍处于可控范围。同时，我们估算 2024-2025 年瑞昌财政性存款/利息支出均值为 238.2%，且瑞昌还有新增债务的空间，表明该市未来两年内拥有足够的流动性来源来满足其潜在的流动性需求。

图 3: GDP 和实际 GDP 增速 (亿元人民币)



来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际测算

图 4: 政府预算收入 (亿元人民币)



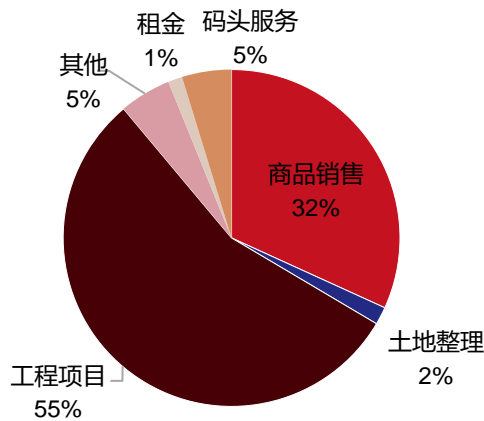
来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际测算

## 经营状况

公司是瑞昌市主要的基础设施建设及土地整理开发平台，负责瑞昌市范围内的基础设施建设、土地整理业务，还从事商品贸易、物业管理、劳务派遣等业务。

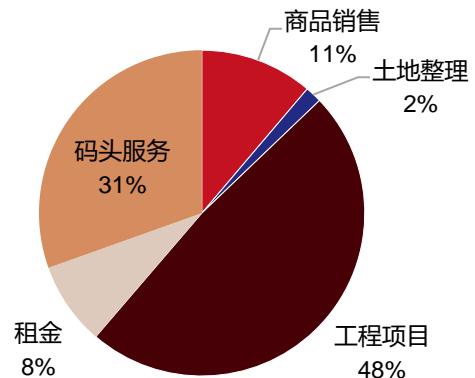
公司主要业务板块为 i) 商品销售；ii) 工程项目；iii) 土地整理；及iv)其他业务。2021-2023年，公司营业收入分别为77.6亿元、95.3亿元及26.1亿元，2023年公司营业收入同比大幅下降主要是由于商品销售业务收入由全额法改为净额法确认。从公司2023年全年的收入结构来看，工程项目和商品销售业务为公司营业收入的主要来源，在公司营业收入中分别占比55.4%和31.8%，其他业务对公司营业收入形成重要补充。从2023年公司毛利润结构来看，工程项目对公司利润的贡献最大。

图 3: 公司收入结构 (2023)



来源: 公司, 中证鹏元国际整理

图 4: 公司毛利润结构 (2023)



来源: 公司, 中证鹏元国际整理

### (i) 商品销售

公司商品销售业务主要包括有色金属销售和废纸销售。有色金属销售业务由子公司九江金资实业控股有限公司（简称“金资实业”）负责，主要采用“以销定购”的业务模式，金资实业及其子公司与上下游协商并签署销售合同，交货方式一般由买方于卖方仓库自提，故不产生商品库存，结算方式为先款后货，回款较为稳定。废纸销售业务由瑞昌市泰丰再生资源有限责任公司（简称“瑞昌泰丰”）及瑞昌市宏顺贸易有限公司（简称“宏顺贸易”）经营。废纸销售业务开展方式主要是由瑞昌泰丰和宏顺贸易收购当地及周边县市废纸后，集中销售给江西理文造纸有限公司。废纸销售

业务的利润来源主要为销售废纸的差价及瑞昌市政府给予的补贴，2020-2022年公司废纸销售业务收到的政府补贴金额分别为0.5亿元、0.5亿元和0.1亿元，2023年尚未获得该项补贴

2021-2023年，商品销售业务产生的收入分别为66.6亿元、84.0亿元和8.2亿元，占公司相应时期总收入的85.9%、88.2%和31.8%。2023年商品销售业务中的有色金属销售收入确认方式由总额法改为净额法，导致2023年该业务收入规模同比大幅下滑，毛利率从0.7%提升至4.6%。

## (ii) 工程项目

公司工程项目主要由全资子公司瑞昌市投资有限责任公司（简称“瑞昌投资”）及瑞昌市国投建设工程集团有限公司负责，工程项目业务建设内容主要包括棚户区改造、环保标准厂房、污水处理厂等。瑞昌投资与瑞昌市财政局签订了《委托代建及项目回购协议书》，按约定，瑞昌市政府每年下达年度市本级政府投资项目计划表，指定瑞昌市内的部分基础设施工程项目委托给瑞昌投资建设。瑞昌投资负责对项目资金和建设情况落实管理、监督责任，建设完工后由瑞昌市财政局进行项目竣工验收、审计决算，确定项目建设成本，在此项目建设成本基础上加成15%作为公司的建设服务费，公司按照税后的实际结算的项目建设成本加上建设服务费确认为工程项目收入，实际操作中，加成比例有所调整。此外，公司部分项目与政府部门直接签署具体项目合同，根据具体项目合同条款运营和结算。公司部分在建项目模式为自营项目，自营建造的产业园及厂房等项目建成后将为公司带来租赁收入。

2021-2023年，工程项目产生的收入分别为8.9亿元、7.5亿元和14.3亿元，占公司相应时期总收入的11.5%、7.9%和55.4%。作为瑞昌市重要的基础设施建设主体，公司该业务持续性良好，但此类业务结算周期较长，资金投入规模较大，资金周转较慢。

## (iii) 土地整理

公司土地整理业务主要由子公司瑞昌投资和瑞昌市全域土地管理有限公司负责。根据瑞昌市人民政府的建设规划，由瑞昌市土地储备中心或码头工业城管委会等其他相关部门委托公司对土地进行平整、土方回填以及修筑临时附属工程等，项目资金由公司自行筹集。根据双方签署的《建设工程施工合同》，按照平整面积、工程量等确定合同总造价。实际操作过程中，每年待公司整理的土地出让后，政府收到的地价款首先支付相关税费，然后按一定成本加成比例向公司结算收入。

2021-2023年，土地整理业务产生的收入分别为0.09亿元、1.3亿元和0.4亿元，占公司相应时期总收入的0.1%、1.4%和1.7%，毛利率稳定在12.5%。

## (iv) 其他业务

其他业务主要包括码头装卸、租金、污水处理、物业管理、劳务派遣及运输服务等业务。2021-2023年，其他业务的收入分别为2.0亿元、2.4亿元和2.9亿元，占公司相应时期总收入的2.5%、2.6%和11.1%。

2023年，瑞昌市政府将赛湖农业100%股权和秦山文化100%股权无偿划转至公司，其中赛湖农业资产主要包括水田、旱地以及农业投资项目等，未来可通过种植经济作物增加营业收入；秦山文化从事文化旅游开发经营，主要资产包括风景名胜区和公园等自然资源生态资产，截至目前相关资产后续开发和投资计划尚在制定规划中，未来公司投资压力和项目资金平衡情况需持续关注。

## 财务状况

### 公司债务规模持续增长，杠杆率持续提高

截至2023年末，公司有息负债规模为105.5亿元，占期末负债总额的55.6%。由于公司将继续开展瑞昌市主要基础设施建设、运营工作，未来几年公司仍需依靠进一步举债以满足其资金需求，债务规模将持续增加。我们预测，公司的债务与资本化比率将从2023年的34.6%上升至2026年的37.1%。此外，与其债务规模相比，公司的EBITDA相对薄弱，我们测算公司2023年债务/EBITDA比率和EBITDA利息保障倍数分别为52.0倍和0.4倍，说明公司仅靠EBITDA来偿还债务余额及利息较为困难。

我们认为公司的债务结构为“中性”，因为公司短期债务风险在未偿还债务总额中的占比相对较小。公司银行贷款的利率风险主要来自浮动利率，但我们认为这不会给公司带来重大的利率风险，因为涉及浮动利率的债务都是基于贷款利率或基本贷款利率浮动。

### 公司运营效率较低，盈利能力较弱

受其所处行业以及经营模式影响，公司的运营效率较低。截至2023年末，公司存货余额为189.9亿元，主要为基础设施建设项目形成的开发成本及开发产品，此类业务的施工周期及回收周期较长，因此公司存货金额较大，导致公司的资金周转效率较低。2023年，公司应收账款周转天数和存货周转天数分别为512.6天和2,282.2天，现金周转周期为2,022.1天（约等于5.5年）。

我们认为公司的盈利水平为“弱”。此外，由于公司主要开展基础设施建设和土地整理开发等业务，所处行业与瑞昌市政府有着密切联系，政府会在一定程度上支撑公司的盈利能力。考虑政府补贴后，我们测算2022-2026年期间公司加权平均资本回报率为0.6%，公司整体盈利水平较弱，预计未来三年该比率将维持在0.5%左右的较低水平。

## 流动性

在考虑了公司的速动比率和现金流流动性比率之后，我们评估公司的短期流动性适中。公司未来12个月的现金流流动性比率估计为2.5倍，说明公司在银行信贷的支持下未来12个月的现金流入可以覆盖其现金流出。预计公司2024年的现金支出约为37.5亿元，其中主要为短期债务偿还。考虑目前在手的流动资产和潜在的新增融资额度后，预计公司2024年的现金流入约为93.2亿元。此外，公司速动比率为0.8倍，处于较弱水平，表明在剔除存货项目后，公司流动性资产对短期负债的覆盖面临一定压力。整体来看，考虑到公司目前的银行授信额度和未来的现金流入和流出，我们认为公司的资金流动性适中。

在评估公司的流动性时，我们做了以下主要假设：

- 预计2024、2025年度货币资金及短期投资分别为62.5亿元、56.3亿元；
- 预计2024、2025年度经营活动产生的资金流入分别为2.0亿元、2.7亿元；
- 预计2024、2025年度运营资金流出分别为15.5亿元、9.6亿元；
- 预计2024、2025年度短期债务偿还本金额分别为31.3亿元、36.3亿元。

## 公司背景

公司成立于2019年，由瑞昌市财政局出资设立，2022年10月，公司股东变更为瑞昌市国有资产事务中心。截至2023年末，公司注册资本和实收资本分别为20.0亿元和12.9亿元，瑞昌市国有资产事务中心持有公司100%股权。公司是瑞昌市主要的基础设施建设及土地整理开发平台，负责瑞昌市范围内的基础设施建设、土地整理及国有资产的运营管理，是瑞昌市城市基础设施投资、建设、运营的核心企业。我们预计公司在未来仍将与瑞昌市政府保持密切的业务联系，业务发展的可持续性良好。



## 评级分数摘要

<b>经营状况</b>	<b>弱</b>
行业和营运风险状况	弱
宏观环境风险	低
<b>财务状况</b>	<b>b+</b>
初步杠杆状况	bb-
现金流变动	中性
债务结构和财务制度	中性
财务波动性	中性
投资	中性
最终杠杆状况	bb-
盈利水平	弱
<b>指引性信用得分 (ICS)</b>	<b>b+</b>
<b>调整因素</b>	
公司结构和治理	中性
流动性	中等
补充分析	中性
<b>独立个体信用评级 (SACP)</b>	<b>b+</b>
<b>外部支持</b>	
母公司支持	不适用
政府支持	极强
<b>主体评级 (ICR)</b>	<b>BBB-</b>

## 相关评级方法论

[《通用工商企业评级方法论》 \(2018年3月15日\)](#)

[《企业财务调整和比率定义》 \(2018年5月7日\)](#)

[《政府相关实体评级方法论》 \(2018年8月31日\)](#)

### 方法论偏差

授予本评级时，评审委员会采用了不同的权重来评估获评级实体的杠杆状况，与我们的《通用工商企业评级方法论》（2018年3月15日）中规定的权重有偏差。评审委员会认为，我们的《通用工商企业方法论》所规定的杠杆比率主要关注现金流杠杆，未能恰当地反映中国地方政府融资平台真正的财务杠杆风险（该风险应从资产负债表杠杆角度进行评估）。债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数、债务资本比率、经营活动产生资金/债务由 30%、30%、20%、20%的初始权重修正为 25%、25%、50%、0%的权重。

## 免责声明

委托评级——已披露但结果不受影响

中证鹏元国际评级有限公司（“中证鹏元国际”、“本公司”、“我们”、“我们的”）以既定的方法和符合评级过程的方式发布信用评级和报告。有关政策、程序和方法的更多资料，请参阅本公司网站 [www.cspi-ratings.com](http://www.cspi-ratings.com)。本公司保留在不事先通知的情况下，自行决定修改、更改、删除以及在其网站上发布任何数据的权利。

所有信用评级和报告都适用于免责声明和限制。信用评级不是财务或投资建议，也不能被认为是购买、出售或持有任何证券的建议，并且不能针对/反映任何证券的市场价值。我们认为信用评级的使用方应受过专业培训，有能力独立评估投资和商业决策。

信用评级只针对信用风险。本公司将信用风险定义为被评级对象可能无法履行其到期的合同和/或财务义务的风险。信用评级不能被认为是特定违约概率的事实，也不能作为违约概率的预测指标。信用评级构成了本公司信用评级委员会的前瞻性意见，包括对未来事件的预测，而这些预测在定义上不能作为事实来验证。

为了评级过程的目的，本公司会从我们认为可靠且准确的来源获得足够有质量的事实性资料。我们不会进行审计，也不会对评级过程中使用的任何数据进行尽职调查或第三方校验。发行人及其顾问需对其为评级流程所提供的数据准确性负最终责任。公司查阅了被评级对象或其有连系人士的账目及其他相关内部文件。公司已经根据既定的过程对评级过程中所采用数据的质素进行审查，并且信纳所采用数据的质素。

本公司信用评级的使用方应参考本公司网站上公布的评级符号和定义。等级相同的信用评级可能不能完全反映风险程度上的所有细微差别，因为信用评级是信用风险的相对度量。

本公司不对以任何形式对其提供的任何数据的准确性、及时性或完整性做出任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本公司、公司董事、股东、雇员、代表，均不对任何使用本公司发布的数据所造成的的损害、开支、费用或损失承担任何责任。

本公司有权依据任何被本公司视为充分的理由，随时采取任何评级行动，并有权自行决定。信用评级的发布和跟踪取决于是否有足够的资料。

本公司的信用评级可能获得酬金，通常来自发行人、承销商或债务人。公司可根据要求提供费用表资料。

被评级对象参与信用评级过程。已向被评级对象或其有连系人士披露有关信用评级，以及在作出上述披露后，信用评级结果在发布前不曾作修订。

本公司保留其在本公司网站、公司的社交媒体页面和授权第三方发布信用评级和报告的权利。未经本公司事先书面同意，不得以任何方式修改、复制、转载、传播或篡改本公司发布的任何内容。

本公司的信用评级和报告并非给处在使用此信用评级和报告可能构成违法的管辖区内的任何人传播或使用。如有疑问，请咨询相关的监管机构或专业顾问，以确保遵守适用的法律法规。

本信用评级是关于新发行的债务证券或优先证券，并且公司首次对该等证券作出评级。

由于本公司信用评级和报告产生或与其相关的任何争议，本公司有权自行决定与争议解决相关的所有事宜，包括但不限于免责声明和政策的解读。

2024 版权所有©中证鹏元国际评级有限公司保留所有权利。