

信用等级通知书

东方金诚债评字【2025】0578 号

九江市城市发展集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“九江市城市发展集团有限公司 2025 年度第二期中期票据”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期中期票据品种一及品种二信用等级均为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二五年十一月二十六日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2025年11月26日至2026年11月25日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2025年11月26日

九江市城市发展集团有限公司
2025 年度第二期中期票据信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期中期票据 品种一信用等级	本期中期票据 品种二信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AAA	稳定	AAA	AAA	2025/11/26	丛晓莉	赵怡畅

主体概况

九江市城市发展集团有限公司是江西省九江市重要的城市投资建设及运营主体,主要从事九江市基础设施建设、保障房建设与运营、土地整理、房屋销售、贸易和租赁等业务。九江市国有投资控股集团有限公司为公司控股股东,九江市国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

债项概况

注册金额: 11.00 亿元

发行金额: 基础发行规模 0 亿元, 发行金额上限 6.00 亿元(含), 其中品种一不超过 3 亿元(含)、品种二不超过 3 亿元(含), 两个品种间可以进行双向回拨, 回拨比例不受限制

发行期限: 品种一 3+2 年、品种二 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

募集资金用途: 偿还有息债务

评级模型

一级指标	二级指标	权重	得分
经营风险	区域环境	100.0%	84.8
	业务运营	100.0%	92.0
财务风险	盈利与获现能力	45.0%	30.5
	债务负担	20.0%	12.0
	债务保障程度	35.0%	12.0

调整因素

无

个体信用状况 (BCA)

aa

评级模型结果

AAA

外部支持调整子级

2

注: 最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定, 可能与评级模型输出结果存在差异

评级观点

东方金诚认为, 九江市综合经济实力很强; 公司主营业务区域专营性很强, 得到了实际控制人及相关方的有力支持。同时, 东方金诚关注到, 公司面临较大的资本支出压力和短期偿债压力, 资产流动性较弱。综上所述, 公司的主体信用风险极低, 偿债能力极强, 本期中期票据品种一和品种二到期不能偿还的风险均极低。

同业比较

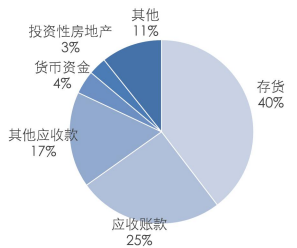
项目	九江市城市发展集团有限公司	上饶投资控股集团有限公司	南昌市交通投资集团有限公司	汉江国有资本投资集团有限公司
地区	九江市	上饶市	南昌市	襄阳市
GDP 总量 (亿元)	4021.75	3720.90	7800.37	6102.41
人均 GDP (元)	89025	58381	117843	116000
一般公共预算收入 (亿元)	326.00	282.00	526.13	285.47
政府性基金收入 (亿元)	155.30	226.90	133.83	232.11
地方政府债务余额 (亿元)	1610.91	1570.99	1928.98	1421.50
资产总额 (亿元)	1906.59	3093.82	2883.68	2428.91
所有者权益 (亿元)	886.57	1239.52	1071.37	868.90
营业收入 (亿元)	143.07	150.92	788.27	127.38
净利润 (亿元)	8.65	10.42	6.66	17.75
资产负债率 (%)	53.50	59.94	62.85	64.23

注 1: 对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AAA 的同行业企业, 表中数据年份均为 2024 年

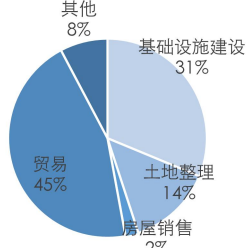
注 2: 对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等; 经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等, 东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2024 年末)



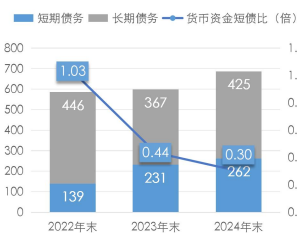
公司营业收入构成 (2024 年)



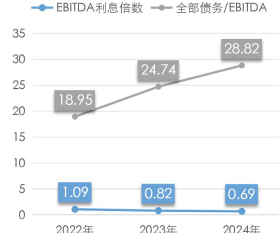
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 Q3
资产总额	1546.36	1586.17	1906.59	1976.74
所有者权益	697.02	734.27	886.57	901.19
营业收入	155.24	148.72	143.07	92.50
净利润	10.52	10.72	8.65	1.63
全部债务	585.23	598.06	686.64	-
资产负债率	54.92	53.71	53.50	54.41
全部债务资本化比率	45.64	44.89	43.65	-

公司债务构成 (单位: 亿元、倍)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2022 年	2023 年	2024 年
地区	九江市		
GDP 总量	4026.60	3845.11	4021.75
人均 GDP (元)	88318	84566	89025
一般公共预算收入	303.40	322.40	326.00
政府性基金收入	154.20	177.50	155.30
财政自给率	43.87	42.87	46.20

优势

- 九江市是长江经济带上的重要节点城市，形成了以石油化工、钢铁有色冶金、现代轻纺、装备制造、电力新能源五大主导产业为主，以新材料、智能电器、绿色食品、生物医药、电子信息五大新兴产业为辅的产业格局，近年来地区经济持续增长，综合经济实力很强；
- 公司主要从事九江市基础设施建设、保障房建设与运营、土地整理等，主营业务区域专营性很强；
- 作为九江市重要的城市投资建设及运营主体，公司在资产注入、财政补贴等方面获得了实际控制人及相关各方的有力支持，资本实力持续增强。

关注

- 公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力；
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，对公司资金占用较多，相关款项未来回收进度存在较大的不确定性，资产流动性较弱；
- 公司全部债务持续增长，短期债务规模较大，面临较大的短期偿债压力。

评级展望

预计九江市地区经济将保持增长，公司主营业务将保持很强的区域专营优势，能够继续得到实际控制人及相关各方的有力支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202504)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA/稳定	AAA (25 九江城发 MTN001A)	2025/07/25	丛晓莉 赵怡畅	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202504)》	阅读原文
AAA/稳定	-	2024/06/13	吴奉颖 王文略	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202404)》	-
AA+/稳定	-	2022/01/10	周丽君 吴奉颖	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	-

注：以上为不完全列示

主体概况

九江市城市发展集团有限公司（以下简称“九江城发”或“公司”）原名为九江市城市投资发展有限公司，成立于2017年9月，是经九江市人民政府（以下简称“九江市政府”）批准，由九江市国有资产监督管理委员会（以下简称“九江市国资委”）出资设立的国有独资公司。近年来，受九江市国有企业资产整合影响，公司历经数次股权划转及股东变更。截至2024年末，公司注册资本和实收资本均为人民币35.00亿元；九江市国有投资控股集团有限公司¹（以下简称“九江国控”）持有公司90%的股权，为公司控股股东，江西省行政事业资产集团有限公司²（以下简称“江西行政集团”）持有公司10%的股权；九江市国资委为公司实际控制人。

自成立以来，公司历经多次资产优化重组。2023年10月16日，根据九江市人民政府文件关于印发《九江市市属集团公司优化重组实施方案》的通知（九办发〔2023〕10号），九江市围绕“实体实业、主责主业”的要求，按照“1+3+N”³模式对市属国有企业进行总体架构职能优化，九江城发主营业务聚焦于土地整理与一级开发，承担九江市政府委托的城市基础设施及市政公用项目的投资、建设、运营和管理任务，公司在九江市“1+3+N”模式下的三大市属企业中的重要性地位更为突出。目前，作为九江市重要的城市投资建设及运营主体，公司主要从事九江市基础设施建设、保障房建设与运营、土地整理、房屋销售、贸易和租赁等业务。

截至2024年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共15家。

图表1 截至2024年末公司纳入合并范围的直接控股子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式	取得年份
九江市自来水有限公司	自来水公司	1000.00	100.00	划拨	2018年
九江市城市建设投资有限公司	九江城投	300000.00	100.00	划拨	2018年
九江市置地投资有限公司	九江置地	30000.00	100.00	划拨	2018年
江西省江咨城发工程咨询管理有限公司	江咨工程	1000.00	51.00	投资设立	2019年
九江市科学技术咨询服务中心	科技咨询中心	10.00	100.00	划拨	2019年
九江富和建设投资集团有限公司	富和建投	50000.00	100.00	划拨	2019年
九江市濂溪区城投（集团）有限公司	濂溪城投	200000.00	100.00	划拨	2019年
九江濂投集团发展有限公司	濂投集团	50000.00	100.00	划拨	2019年
九江市城发资产商贸经营有限公司	城发商贸	10000.00	100.00	投资设立	2020年
九江仁实人力资源服务有限公司	仁实人力	200.00	100.00	划拨	2023年
九江市建筑设计院有限公司	设计院公司	300.00	100.00	划拨	2023年
九江鄱湖新城投资建设有限公司	鄱湖公司	104075.60	100.00	划拨	2024年
九江市柴桑区投资集团有限公司	柴桑投	100000.00	100.00	划拨	2024年
九江凯达澜天酒店管理有限公司	凯达澜天	10000.00	100.00	划拨	2024年
九江市城发建设工程管理有限公司	城发工程	1000.00	100.00	投资设立	2018年

资料来源：公司提供，东方金诚整理

¹ 九江国控成立于2012年1月30日，注册资本为100亿元，九江市国资委持有其100%股权，系其唯一股东和实际控制人。

² 江西行政集团成立于2008年5月7日，注册资本为25.32亿元，江西省财政投资集团有限公司持有其100%股权，为其唯一股东，江西省财政厅为其实际控制人。

³ “1”指九江国控，比照正县级单位管理，由九江市国资委直接监管；“3”指公司、九江市工业发展集团有限公司（以下简称“九江工发”）、九江市交通航运发展集团有限公司（以下简称“九江交发”），比照正县级单位管理，由九江市国资委直接监管，并表进入九江国控；“N”指除九江国控外直接由九江市国资委出资设立的一级企业和其他市直单位出资设立的企业。

债项概况及募集资金用途

主要条款

公司已向中国银行间市场交易商协会注册总额为 11.00 亿元的中期票据（注册通知书文号：中市协注〔2025〕MTN1112 号）。“九江市城市发展集团有限公司 2025 年度第二期中期票据”（以下简称“本期中期票据”）基础发行规模 0 亿元，发行金额上限 6.00 亿元（含）。本期中期票据共设两个品种，其中品种一初始发行规模为不超过人民币 3.00 亿元（含），品种二初始发行规模为不超过人民币 3.00 亿元（含），公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行双向回拨调整，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行规模合计不超过人民币 6.00 亿元（含）。本期中期票据票面金额 100 元，按面值发行，品种一期限为 3+2 年（附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权），品种二期限为 5 年。本期中期票据发行利率采用固定利率形式，按年付息，到期一次性还本。

本期中期票据无担保。

募集资金用途

公司拟将本期中期票据募集资金全部用于偿还公司有息债务。

图表 2 本期中期票据募集资金计划偿还有息债务明细（单位：%、亿元）

债券简称	起止日期	利率	拟使用募集资金额度
21 九江城发 PPN001	2021.1.11-2026.1.13	3.30	6.00
合计	-		6.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

个体信用状况

行业分析

以“控增化存”为核心的化债政策全面落地，地方化债压力有所减轻，监管“防风险”与“促发展”双轨并行

2024 年以来，我国持续深化地方政府债务风险防控体系建设，以“控增化存”为核心的化债政策全面落地。随着各项化债补充政策落地以及置换隐性债务的地方政府债大规模供给，地方化债压力有所减轻。预计未来城投行业监管政策将延续“严控新增债务”的主基调，并更加注重“防风险”与“促发展”双平衡，加快推动城投公司改革转型，从“化债中发展”转向“发展中化债”。

城投公司信用风险总体可控，市场化转型加快推进，但所面临的转型难度各异，转型进程已呈分化趋势，需警惕转型过程中衍生的经营风险

随着“一揽子化债”政策全面落地，尾部城投公司短期流动性风险持续缓解，债务风险总体可控，预计城投公司公募债券违约的概率依然很低。然而在地方财政运行延续“紧平衡”的背景下，行业深层矛盾犹存，部分区域负面舆情仍时有发生，流动性紧张的局面尚未得到根本性缓解。长期来看仍需进一步理顺财政机制体制、转变地方经济发展模式、加快城投公司实质

性转型。

当前市场及政策环境下，城投公司退平台和转型进程料将加速。但由于区域经济发展水平、资源禀赋、产业基础等差异，不同地区城投公司所面临的转型难度各异，转型进程已呈分化趋势。未来，城投公司转型应依托城市、赋能城市，充分考虑所在区域的发展阶段和产业特点，避免非理性转型带来的经营风险。

业务运营

经营概况

受土地整理业务量下降等影响，近年来公司营业收入有所下降，毛利润及综合毛利率均有所波动；2023年以来随着多家子公司的划入，公司基础设施建设区域专营地位进一步增强，经营性业务规模得到拓展

作为九江市重要的城市投资建设及运营主体，公司主要从事九江市基础设施和保障房建设、土地整理、房屋销售、贸易和租赁等业务。2023年以来随着多家子公司的划入，公司基础设施建设区域专营地位进一步增强，经营性业务规模得到拓展。

受土地业务量下降等因素影响，近年来公司营业收入有所下降。2023年，受益于当期基础设施建设项目完工结算较多，公司基础设施建设收入同比增幅较大；2024年，得益于当期完工结算带动，该业务收入进一步增长。近年来，受保障房项目逐渐步入收尾阶段及结算进度影响，公司保障房建设业务收入逐年下降，2024年未确认保障房建设收入。公司土地整理业务收入持续下滑，主要系子公司富和建投土地业务量下降影响。近年来，受宏观环境及房地产市场行情、项目完工交付进度等因素综合影响，公司房屋销售业务收入有所波动。贸易业务收入保持较大规模，有所波动主要系市场需求带动贸易体量变化所致。公司其他业务收入主要来自于汽车销售及售后服务、安保服务、租赁、酒店经营、人力资源服务、物业服务和安装等业务，随着仁实人力和设计院公司的划入，2023年起公司其他业务新增人力资源服务、设计勘测等业务。

近年来，公司毛利润有所波动，主要来自于土地整理、基础设施建设和其他业务；综合毛利率亦有所波动，主要系受除保障房建设外的各业务毛利率均有所变化影响。

图表3 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2022年		2023年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施建设	29.27	18.86	39.27	26.41	44.69	31.24
保障房建设	3.17	2.04	2.59	1.74	-	-
土地整理	37.71	24.29	30.80	20.71	19.65	13.73
房屋销售	3.29	2.12	4.56	3.07	3.05	2.13
贸易	68.05	43.83	61.09	41.07	64.59	45.15
其他	13.75	8.86	10.42	7.01	11.10	7.75
营业收入	155.24	100.00	148.72	100.00	143.07	100.00
项目	毛利润		毛利润		毛利润	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施建设	3.21	10.98	3.54	9.00	5.64	12.62
保障房建设	0.33	10.43	0.27	10.43	-	-
土地整理	10.41	27.62	5.56	18.06	6.26	31.86

房屋销售	0.32	9.85	0.26	5.80	-0.04	-1.30
贸易	0.51	0.76	0.25	0.41	0.34	0.53
其他	6.96	50.62	4.83	46.40	3.89	35.03
合计	21.76	14.02	14.72	9.90	16.09	11.25

注：各分项之和与加总数存在细微差异，系四舍五入所致，下文同
资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2025年1~9月，公司营业收入为92.50亿元，毛利润为9.63亿元，毛利率为10.42%。

基础设施建设

公司承担了九江市大量的城市路网、交通基础设施、城市供排水、区域环境治理等市政基础设施项目的建设，业务具有很强的区域专营性

公司基础设施建设业务主要由九江城投、富和建投、濂溪城投、城发商贸、濂投集团、鄱湖公司和柴桑投负责，建设内容包括九江市城区（含柴桑区）、九江经开区、工业园区和鄱阳湖生态科技城封闭运行区范围内的城市路网、城市供排水、区域环境治理等市政基础设施项目以及工业设施项目建设等，业务具有很强的区域专营性。

业务模式方面，公司基础设施项目主要采用委托代建、自建自营和建设-运营-移交（BOT）三种模式，建设资金主要来自于外部融资和自有资金。委托代建模式下，公司受九江经济技术开发区经济发展局、濂溪区政府、鄱阳湖生态科技城管理委员会（以下简称“鄱湖科技城管委会”）、柴桑区政府等业主单位委托，对九江市范围内的基础设施项目进行建设，委托方每年按照项目投资进度并加成一定的代建收益与公司确定应结算金额，公司据此确认基础设施建设收入，并结转相关成本。公司部分基础设施项目尚未与政府签订建设协议，未明确业务模式及收入确定方式。此外，公司少量项目采取自建自营模式，项目建成后由公司运营管理，通过出租和出售形成收入。

近年来，公司主要完工项目包括长江国家文化公园（九江城区段）一二期、前进新村五期、九江经开区疾病预防控制中心项目等，其中，长江国家文化公园（九江城区段）一二期项目建设成为九江文化旅游新坐标、新名片。2022年~2024年，公司分别实现基础设施建设收入29.27亿元、39.27亿元和44.69亿元，主要来自庐山区安置房建设项目、城发高铁枢纽项目、城西港区安置小区项目、前进新村工程、九悦湾二期长虹东大道、濂溪大道延伸线、赛城湖基础设施项目、文化艺术中心、九江贝特尔机电有限公司工程等。同期，公司基础设施建设业务收入有所波动主要系达到结算条件的项目规模影响所致；毛利率分别为10.98%、9.00%和12.62%。

公司在建和拟建基础设施项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力

截至2025年3月末，公司主要在建项目包括新建快速路系统工程（一期）、快速路2期、九江国家历史文化名城滨江段建设项目一期工程、九江高铁枢纽工程等，计划总投资合计137.23亿元，尚需投资70.53亿元。同期末，公司主要拟建项目包括九江国家历史文化名城滨江段建设项目二期老火车站历史风貌区提升改造项目等，计划总投资合计15.73亿元。总体来看，公司在建及拟建基础设施项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

图表 4 截至 2025 年 3 月末公司重点在建及拟建项目情况（单位：亿元）

在建项目	负责主体	计划总投资	累计已投资	尚需投资
庐山香山苑别墅群修缮工程项目	城发商贸	0.40	0.40	-
九江高铁枢纽工程	城发商贸	17.99	12.24	5.75
新建快速路系统工程（一期）	九江城投	43.40	29.36	14.04
快速路 2 期	九江城投	33.02	2.68	30.34
九江市公共卫生临床中心（一期）建设项目	九江置地	1.30	0.82	0.48
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	3.74	16.06
贺家垅建设项目	濂溪城投	5.00	3.03	1.97
新港城中村	濂溪城投	2.00	2.00	-
沿长江污水治理工程项目	濂溪城投	6.49	6.49	-
鄱湖新城智慧路网生态三路项目	鄱湖公司	1.02	0.89	0.13
芳兰湖水环境治理二期工程（原芳兰湖区域水环境综合治理）	鄱湖公司	4.50	3.44	1.06
鄱湖新城环湖南路西段项目	鄱湖公司	0.81	0.78	0.03
鄱湖新城智慧路网生态二路项目	鄱湖公司	0.50	0.40	0.10
科技城 5G 智慧基础配套设施工程项目	鄱湖公司	1.00	0.43	0.57
小计	-	137.23	66.70	70.53
拟建项目	负责主体	计划总投资		
木家垄东加油站项目	九江置地			1.43
九江国家历史文化名城滨江段建设项目二期老火车站历史风貌区提升改造项目	九江置地			10.00
东作门遗址展示及环境整治项目	九江置地			1.00
九江经开区污水处理厂改扩建及管网提标改造项目二标段工程	富和建投			3.30
小计	-			15.73

注：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，东方金诚整理

保障房建设

公司承担了九江市范围内保障房的建设，业务具有很强的区域专营性；随着九江市保障房建设进入收尾阶段，公司将由保障房建设主体转变为保障房运营主体，该业务收入的实现存在一定不确定性

公司从事的九江市范围内的保障房建设业务具有很强的区域专营性，2022 年以前，公司保障房建设业务主要由直接控股子公司九江置地和濂投集团负责；2022 年起，因九江市保障房建设已进入收尾阶段，九江置地由保障房建设主体转变为保障房运营主体，九江置地计划将已完工保障房未来大部分用于出租，小部分进行销售。未来，公司保障房建设业务收入的实现存在一定不确定性。

业务模式方面，公司保障房建设主要采取委托代建模式。根据九江市财政局分别于 2011 年和 2012 年与九江置地签订的回购协议，九江置地负责保障房项目投融资、建设、运营和管理，九江市财政局按照项目完工进度，在每个会计期末根据各项目所发生的成本并加成一定比例确定各期回购价款，公司将回购价款确认为当期收入，并结转相应成本。2017 年，根据九江市人民政府统一调度，九江置地与九江市住房保障和房产管理局（以下简称“九江市房管局”）重

新签订了委托开发建设项目协议，约定九江市房管局按照项目完工进度，根据项目成本并加成一定比例与公司进行结算，公司将结算款确认为保障房建设收入。

2022年~2023年，公司保障房建设收入分别为3.17亿元和2.59亿元，毛利率均为10.43%，保持稳定；2024年，公司未确认保障房建设业务收入，该收入逐年下降一方面系公司保障房项目总体逐渐步入收尾阶段影响，另一方面主要系项目结算进度影响。

截至2025年3月末，九江市保障房建设已进入收尾阶段，公司暂无在建和拟建的保障房项目。

土地整理

土地整理业务是公司利润主要来源之一，区域专营性很强；但该业务收入易受土地市场行情、政府土地出让计划及土地回收政策等的影响，存在较大的不确定性

公司从事的九江市范围内的土地整理业务具有很强的区域专营性，该业务主要由直接控股子公司九江城投、富和建投、九江置地负责。

九江城投土地整理方面，九江市土地储备中心（以下简称“九江市土储中心”）与九江城投签订《国有土地使用权收回合同》，对九江城投持有的土地进行回收，回收价格包括公司实际付出的土地成本（若为储备性质的土地，则为入账时的评估价值，若为出让性质的土地，则为土地出让金及相关税费）、土地管理及土地平整等成本，根据账面土地总投资加成一定比例的收益确认回收价格，九江城投根据回收价格确认为土地整理收入。

富和建投土地整理方面，富和建投将自有土地资产按照政府招商引资需求及城市发展规划，接受政府委托将指定区域的土地进行整理后挂牌出让。待土地出让后，九江经济技术开发区财政局（以下简称“九江开发区财政局”）按照土地整理成本并加成一定比例的收益与富和建投进行结算，富和建投据此确认为土地整理收入。

九江置地土地整理方面，九江置地土地整治业务资金来源于自筹，土地均为九江置地招拍挂所得。九江市土储中心与九江置地签订《国有土地使用权收储合同》，对九江置地持有的已整治土地进行收回，收回价格为九江置地实际付出的土地成本（若为储备性质的土地，则为入账时的评估价值，若为出让性质的土地，则为土地出让金及相关税费）、土地管理及土地平整等成本基础上加成20%比例的收益，九江置地根据收回价格确认为土地整理收入。

2022年~2024年，公司分别实现土地整理收入37.71亿元、30.80亿元和19.65亿元，毛利率分别为27.62%、18.06%和31.86%，收入下降及毛利率有所波动主要受收储土地量下降影响以及土地市场行情、政府土地出让计划和土地回收政策等综合影响所致。

截至2025年3月末，公司已完工的土地整理项目主要包括赛城湖路以北、九瑞大道以南、爱国路以东、规划道路以西地块、开发区城西港区长江大堤以南、港城大道以北（二期）、开发区城西港区长江大堤以南、港城大道以北（一期）、旭阳雷迪三期用地整体项目、新长途汽车站北侧宗地（地块A）、浔南大道（德化支路以南）、庐山大道东侧B地块等，上述项目总投资额合计161.55亿元。

截至2025年3月末，公司暂无在整理的土地项目。同期末，公司拟整理土地项目计划投资额合计14.53亿元。

图表 5 截至 2025 年 3 月末公司拟整理土地项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	土地面积	计划总投资
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，东方金诚整理

总体来看，公司从事的九江市范围内的土地整理业务具有很强的区域专营性；但土地整理业务受土地市场行情、政府土地出让计划及土地回收政策等的影响较大，收入和利润的实现均存在较大的不确定性。

房屋销售

公司房屋销售项目主要采取限价定向销售，盈利能力较弱；近年来该业务逐步转为市场化销售，预计未来该业务收入易受房地产市场波动等因素影响而存在不确定性

公司房屋销售业务由九江城投、九江置地、富和建投、濂溪城投等子公司负责，建设资金来源为自有资金。其中，近年来九江置地的房屋销售收入主要来自政府以资抵债划入的保障房。2022 年~2024 年，公司房屋销售业务收入分别为 3.29 亿元、4.56 亿元和 3.05 亿元，主要来自于富和小区、水岸莲华、宜丰宝梁城、宝梁·天樾，以及交付的保障房等项目。2022 和 2023 年，公司房屋销售业务毛利率持续下降主要系结转成本计入了资金成本所致；2024 年该业务出现亏损，主要系前期成本较高及房地产市场价格波动等因素影响所致。

近年来，公司已完工房地产项目主要包括宝梁东苑、都昌县宝梁城和宝梁花园，均已按市场化单价销售完毕。近年来公司房屋销售业务逐步转为市场化销售，预计未来该业务收入易受房地产市场波动等因素影响而存在不确定性。

截至 2024 年末，公司主要在建房地产项目计划总投资合计 33.51 亿元，尚需投资 10.86 亿元；同期末，公司暂无拟建的房地产项目。总体来看，公司在建房地产项目尚需投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

图表 6 截至 2024 年末公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元）

项目	计划建设周期	计划总投资	累计已投资	尚需投资
三里嘉园	2019 年-2025 年	3.00	1.91	1.09
宜丰宝梁城	2021 年-2025 年	12.00	8.93	3.07
宝梁·天樾	2021 年-2025 年	8.60	7.92	0.68
宝梁商务中心	2022 年-2026 年	0.88	0.64	0.24
城东印象	2021 年-2025 年	9.03	3.25	5.78
合计	-	33.51	22.65	10.86

资料来源：公司提供，东方金诚整理

贸易

贸易收入是公司营业收入主要来源之一，但该业务毛利率水平持续较低，对利润贡献程度较弱，且对流动资金需求较大

2024 年 4 月之前，公司贸易业务主要由濂溪城投下属子公司九江市沪联贸易公司（以下简称“沪联贸易”）、直接控股子公司富和建投和九江城投负责，随着柴桑投和鄱湖公司于 2024 年被划入公司合并范围，公司贸易业务规模有所扩大。公司贸易产品主要包括铜材、钢材、电解铜等，2024 年起新增铁精粉、五氧化二钒、砂石等产品。

业务模式方面，公司根据下游客户订单向上游供应商进行采购，自身不留有库存，采用银行转账、承兑汇票进行采购款结算；销售方面，沪联贸易、富和建投、九江城投、柴桑投采用货到付款方式，产品由供应商直接送至销售客户仓库，公司按约定单价及实际交付验收产品数量与客户结算；鄱湖公司销售方式采用预付款 20%，剩余按发货结算单结算。

2022 年~2024 年，公司分别实现贸易业务收入 68.05 亿元、61.09 亿元和 64.59 亿元，有所波动主要系市场需求带动子公司贸易体量变化所致。同期，公司贸易业务毛利率小幅波动，整体水平较低，对利润贡献程度较弱。

从产业上游看，2024 年，公司贸易业务前五大供应商采购额占比 49.18%，集中度一般。

图表 7 2024 年公司贸易业务前五大供应商明细（单位：亿元、%）

名称	采购产品	采购金额	占采购总额比重
海南琼琚新材料有限公司	电解铜	7.76	12.71
湖北省时代精铜科技有限公司	无氧铜杆	7.30	11.96
上海议新实业有限公司	电解铜	5.69	9.32
海南浔瑜新材料有限公司	电解铜	4.70	7.71
韩城市融盛昌贸易有限责任公司	阴极铜	4.56	7.48
合计	-	30.01	49.18

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从产业下游看，2024 年，公司贸易业务前五大客户销售额合计占比 78.11%，集中度较高。

图表 8 2024 年公司贸易业务前五大客户明细（单位：亿元、%）

名称	销售产品	销售金额	占销售总额比重
江苏亨通精工金属材料有限公司	电解铜	20.44	33.33
九江德福科技股份有限公司	无氧铜杆	15.85	25.84
亨通集团有限公司	电解铜	7.45	12.16
江西赣投产业合作发展有限公司	钢材	2.15	3.51
九江市龙达石油化工有限公司	汽油、柴油	2.00	3.26
合计	-	47.89	78.11

资料来源：公司提供，东方金诚整理

整体来看，公司的贸易业务收入规模对总收入水平贡献较大，但业务的毛利率较低，且对流动资金需求较大。

其他业务

公司其他业务主要包括租赁、安保服务、汽车销售及售后服务、人力资源服务和酒店经营等；其他业务毛利率整体水平较高，是公司利润的重要构成

公司其他业务主要包括租赁、安保服务、汽车销售及售后服务、人力资源服务和酒店经营等。2022 年~2024 年，公司分别实现其他业务收入 13.75 亿元、10.42 亿元和 11.10 亿元，毛

利率分别为 50.62%、46.40%和 35.03%，毛利率水平整体较高，该业务是公司利润的重要构成。

图表 9 公司其他业务营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
租赁	2.95	21.44	2.79	26.81	2.73	24.63
安保服务	1.62	11.79	1.89	18.16	2.04	18.39
汽车销售及售后服务	1.24	9.04	1.20	11.56	1.18	10.62
人力资源服务	-	-	0.88	8.42	1.02	9.18
融资担保	2.62	19.03	0.41	3.94	0.22	1.98
酒店经营	0.16	1.20	0.38	3.65	0.36	3.23
其他	5.16	37.50	2.86	27.48	3.77	33.95
合计	13.75	100.00	10.42	100.00	11.10	100.00

项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
租赁	2.10	71.38	1.90	67.90	2.21	80.97
安保服务	0.65	39.78	0.59	31.17	0.67	32.61
汽车销售及售后服务	0.06	4.48	0.11	8.98	0.07	6.28
人力资源服务	-	-	0.07	7.44	0.04	3.82
融资担保	2.62	100.00	0.41	100.00	0.22	100.00
酒店经营	0.10	58.16	0.21	54.08	-0.04	-12.49
其他	1.44	28.01	1.56	54.46	0.94	24.97
合计	6.96	50.62	4.83	46.40	3.89	35.03

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司租赁业务目前主要由子公司富和建投和九江置地负责。截至 2024 年末，富和建投合并范围内已运营的房屋类资产建筑面积 32.53 万平方米，其中商业类资产建筑面积 22.48 万平方米，主要为安永人家三期门面、安永人家二期门面、欧洲风情街、沿浔一期门面、城西港区 D1 区门面等，分布在九江市开发区及城西港区等，此类资产的租金单价主要参照市场价格水平及评估价格进行定价。公司保障房租赁主要由九江置地负责，截至 2024 年末，九江置地可用于出租的房产面积约为 264.25 万平方米，九江置地的租金收入主要来源于怡和苑 1 期、怡濂苑、怡溪苑、怡芳苑 1 期、怡和苑 2 期、怡景苑、怡居苑 1 期、怡美苑、怡居苑 2 期、怡庐苑等。此外，2024 年，九江市国资委划入账面价值 11.02 亿元的 91 项房屋建筑物用于置换九江城投 BT 项目资产，同期公司新纳入合并范围的子公司鄱湖公司、柴桑投等带来写字楼、门面商铺、商品房、厂房等房屋建筑物资产，针对以上新增的房屋建筑物资产，公司未来计划对外租赁获取经营收益。

安保服务业务主要由子公司九江国有保安集团有限公司（以下简称“保安公司”）负责运营，该业务主要包括国有及商业银行武装押运清分、企事业单位安全保护服务以及劳务派遣。

汽车销售及售后服务业务由子公司九江德众汽车销售服务有限公司（以下简称“德众汽车”）负责运营，该业务主要通过子公司德众汽车与上汽大众汽车厂建立长期合作关系，定期从厂家购进整车和售后配件的方式来运营。公司采用线上线下相结合的销售模式，通过展厅和网络等多种渠道进行销售。同时，德众汽车对外提供汽车维修服务，包括常规保养、故障诊断和紧急救援等服务。

人力资源服务业务主要由子公司仁实人力负责运营，公司人力资源服务涵盖的业务范围包

括人才信息网络服务、人才推荐、招聘、培训考试、测评、物业服务、保洁服务、劳务派遣、人力资源服务外包及法规和规章规定的其他人才业务，为企事业单位提供从人才招聘到人力资源管理全过程的系统化服务。

酒店经营业务主要由子公司濂投集团负责运营，濂投集团下辖开元名都（九江濂信投酒店有限公司）和庐境酒店。设计勘测业务主要由设计院公司负责，2024年，公司实现设计勘测收入0.18亿元。

企业管理

产权结构

截至2024年末，公司注册资本和实收资本均为人民币35.00亿元，九江国控为公司控股股东，九江市国资委为公司实际控制人。

治理结构

根据公司章程，公司不设股东会，按照作为出资人的九江国控授权，由公司董事会代行部分股东会职权。公司设董事会、审计委员会及经理层。

公司董事会为公司的决策机构，由3~5名董事组成。董事会成员由九江市国资委委派，其中职工董事由职工大会（或职工代表大会）选举产生。董事每届任期三年，任期届满，可委派、选举连任。公司董事长由中共九江市委、九江市政府或九江市国资委从董事会成员中指定，董事长和党委书记一般为一人兼职，原则上董事长为公司的法人代表。

公司设审计委员会，行使原监事会职责，审计委员会由公司董事组成。

公司设总经理1名，由中共九江市委、九江市政府或其授权的九江市国资委研究确定或提名，董事会聘任。总经理对董事会负责，负责公司的生产经营和日常管理工作。

管理水平

公司下设综合办公室、党群工作部、人力资源部、计划财务部、融资部、工程管理部、企业管理部、投资运营部8个职能部门。

财务管理方面，公司制定了《九江市城市发展集团有限公司财务管理办法（试行）》，规范了预算管理、会计核算、成本费用管理、内部审计监督等事项。融资管理方面，公司制订了《九江市城市发展集团有限公司预算管理办法（试行）》，在预算编审程序、预算的执行与控制、预算的调整与审批等方面进行了详细的规定。2023年以来，公司加强了对子公司的管理，子公司董事会和经营层领导由公司任命，子公司财务和融资由公司统筹，子公司的投融资计划和财务预算上报公司审批；制定了集团与子公司管理权限清单，明确了集团与子公司管理清单事项，细化了集团与子公司78项管控清单，厘清了管理权限。

财务分析

财务质量

公司提供了2022年~2024年及2025年1~9月合并财务报表。中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2022年~2023年合并财务数据分别进行了审计，并出具了标准无保留意

见的审计报告；北京国府嘉盈会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年度财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2025 年 1~9 月合并财务报表未经审计。

截至 2024 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共 15 家（详见图表 1）。2022 年，公司减少 3 家直接控股子公司，即注销的九江临港新城建设投资有限公司、九江市城发农业科技有限公司和划出的九江市工业发展集团有限公司（以下简称“九江工发”）。2023 年，公司减少 4 家直接控股子公司，即成为间接控股子公司的德众汽车、九江思科达汽车销售服务有限公司、保安公司和九江市安居（集团）有限公司；增加 2 家直接控股子公司，即划入的仁实人力、设计院公司。2024 年，公司新增 4 家直接控股子公司，即划入的鄱湖公司、柴桑投、凯达澜天，以及层级上划的原间接控股子公司城发工程；减少 1 家直接控股子公司，系无偿划出的九江市行政事业国有资产经营有限公司。

资产构成与资产质量

近年来，随着子公司的划入和在建项目的持续投资，公司资产总额大幅增长，但流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，对公司资金占用较多，相关款项未来回收进度存在较大不确定性，资产流动性较弱

得益于合并范围的扩大和在建项目的持续投资，近年来公司资产总额逐年增长，构成上以流动资产为主。2024 年末，公司流动资产主要由存货、应收账款、其他应收款和货币资金构成。

近年来，公司存货波动增长，2024 年末主要由开发成本、拟开发土地、开发产品、合同履约成本等构成。同期末，公司存货中开发成本 326.79 亿元，主要为商品房、保障房、基础设施建设项目尚未结算的成本；拟开发土地 209.52 亿元，主要为通过政府划拨、出让和招拍挂程序等取得的待开发土地使用权；开发产品 136.35 亿元，主要为已完工的保障房项目；合同履约成本 82.06 亿元，主要为未结算的工程施工成本。整体来看，公司存货变现能力较弱。公司应收账款主要为应收政府部门的基础设施项目、土地整理项目和保障房项目结算款等，近年来持续大幅增长主要系划入子公司所致；2024 年末前五大应收对象分别为九江市自然资源储备利用中心（131.27 亿元）、九江市自然资源储备利用中心九江经开区分中心（106.86 亿元）、九江市濂溪区财政局（58.32 亿元）、九江经济技术开发区财政金融局（31.82 亿元）和九江经济技术开发区建设局（25.18 亿元），合计占比 72.61%。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等，2024 年末前五大应收对象应收余额合计占比 32.10%。总体来看，公司应收类款项规模很大，占用资金较多，未来回收进度存在较大不确定性。公司货币资金逐年下降，主要为银行存款，2024 年末受限货币资金为 16.65 亿元。

图表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 9 月末
资产总额	1546.36	1586.17	1906.59	1976.74
流动资产	1390.86	1420.87	1682.71	1738.12
存货	571.20	551.71	755.75	776.20
应收账款	315.75	375.51	486.37	494.71
其他应收款	275.62	302.16	321.45	320.01
货币资金	143.40	100.76	78.66	106.82

非流动资产	155.50	165.30	223.88	238.61
投资性房地产	42.10	42.60	60.11	78.23
无形资产	1.97	2.88	41.70	38.34
固定资产	36.41	41.00	34.17	25.75
在建工程	19.94	28.49	34.12	38.43
长期股权投资	26.13	26.38	27.54	27.25

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

近年来，公司非流动资产持续增长，2024年末主要由投资性房地产、无形资产、固定资产、在建工程和长期股权投资构成。公司投资性房地产主要为用于经营的房屋建筑物，2024年末同比增幅较大主要系九江市国资委划入用于置换九江城投BT项目资产的房产，以及当期新纳入合并范围的子公司鄱湖公司和柴桑投带来的写字楼、门面商铺、商品房和鄱阳湖生态科技城厂房所致。公司无形资产主要包括非专利技术、土地、景区收费权等，2024年末同比大幅增长，主要系当年新划入的间接控股子公司九江市九派水资源管理有限公司（以下简称“九派水资源”）带来水库水面经营权所致。近年来，公司固定资产有所波动，主要包括房屋及建筑物、机器设备和管网设备，2024年末有所下降主要系九江置地将固定资产中的部分保障房置换至其子公司九江市国衡资产经营管理有限公司（以下简称“国衡资产”），且国衡资产划转至九江市国资委所致。公司在建工程主要为自建项目开发成本，近年来持续增加，主要系濂溪区仓储加工物流一体化智慧中心等项目的开工建设推进以及子公司的划入等因素综合影响所致。近三年，公司长期股权投资小幅增长，系对联营企业和合营企业的股权投资。

截至2024年末，公司受限资产合计130.19亿元，占资产总额的比重为6.83%，主要包括受限的货币资金16.65亿元、存货56.90亿元、应收账款20.27亿元、固定资产2.67亿元、投资性房地产30.05亿元、在建工程2.66亿元和无形资产1.39亿元。

资本结构

近年来，得益于实际控制人及相关方资产划拨，公司所有者权益大幅增长，资本实力持续提升

近年来，受实际控制人及相关各方划入子公司股权等影响，公司所有者权益大幅增长，资本实力持续提升。其中，公司实收资本保持稳定；资本公积持续增加，主要系2023年经九江市国资委同意将子公司九江置地债务转为资本公积21.85亿元，2024年4月九江市国资委划入多家子公司股权，以及行政国资公司、九江市金融控股集团有限公司、九江市融资担保集团有限公司等股权无偿划出、富和建投部分商业资产及厂房、非全资子公司股权等资产划出、九江置地部分资产债务剥离等综合影响所致；未分配利润保持增长，为公司经营活动产生的净利润累积；少数股东权益有所下降，主要系非全资子公司其他股东持有的净资产。

图表 11 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 9 月末
所有者权益	697.02	734.27	886.57	901.19
实收资本	35.00	35.00	35.00	35.00
资本公积	550.98	576.03	705.34	713.57
未分配利润	98.86	109.40	139.10	140.38

图表 11 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 9 月末
少数股东权益	11.23	11.09	4.96	5.09

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

随着并表范围扩大、项目建设推进及融资需求增加，近年来，公司负债总额有所增长，构成转为以流动负债为主

近年来，随着并表范围的扩大，公司负债总额持续增长，构成转为以流动负债为主。公司流动负债主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债、短期借款和应交税费构成。

图表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 9 月末
负债总额	849.34	851.90	1020.02	1075.54
流动负债	399.31	480.41	581.21	583.84
其他应付款	165.52	183.51	218.23	209.45
一年内到期的非流动负债	87.99	160.27	153.16	127.02
短期借款	51.22	70.94	99.22	120.51
应交税费	28.46	30.05	30.39	28.86
非流动负债	450.03	371.49	438.81	491.70
应付债券	266.97	204.58	216.08	238.32
长期借款	147.69	134.52	178.41	188.25
长期应付款	33.92	30.31	41.00	61.17

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

近年来，公司其他应付款持续增长，主要为应付其他政府部门及企事业单位的往来款、保证金及押金等；2024 年末，主要应付对象包括九江国投（37.76 亿元）、九江振和城镇化发展有限公司（21.30 亿元）、九江安和保障房建设投资有限公司（9.29 亿元）、九江市濂溪区城投金融服务有限公司（7.33 亿元）、九江市财政局（6.12 亿元）等。公司一年内到期的非流动负债有所波动，2024 年末主要包括一年内到期的长期借款 56.03 亿元、应付债券 88.19 亿元和长期应付款 8.93 亿元；短期借款逐年增加，主要为公司从银行取得的信用借款、保证借款等；应交税费小幅增长，主要为应交企业所得税、增值税和土地增值税等。

公司非流动负债有所波动，2024 年末主要由应付债券、长期借款和长期应付款构成。公司应付债券主要为子公司九江城投、九江置地、富和建投等发行的债券及债务融资工具，2023 年末大幅下降主要系一年内到期的应付债券大幅增长并重分类至一年内到期的非流动负债所致；长期借款有所波动，主要为从银行取得的保证借款、保证+抵押借款、信用借款、质押借款等，借款银行主要有国家开发银行江西省分行、交通银行九江分行城南支行、中国进出口银行江西省分行、江西银行股份有限公司九江分行、中国建设银行股份有限公司九江市分行等；长期应付款波动增加，主要系融资租赁款项减少及项目专项资金增加综合影响所致。

近年来，公司全部债务持续增长，短期债务规模较大，面临较大的短期偿债压力

公司全部债务主要用于项目建设、偿还有息债务、补充日常营运资金等，构成以银行借款

和债券为主。近年来,受多家子公司划入影响,公司短期债务增幅较大,2024年末占比为38.13%,面临较大的短期偿付压力。近三年,公司资产负债率总体波动下降,处于行业中游水平。

图表 13 公司主要债务数据及指标情况 (单位: 亿元、%)

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 9 月末
全部债务	585.23	598.06	686.64	-
短期债务	139.22	231.21	261.79	-
长期债务	446.01	366.86	424.85	-
资产负债率	54.92	53.71	53.50	54.41

资料来源: 公司合并财务报表及公司提供, 东方金诚整理

截至 2024 年末, 公司对外担保余额 168.02 亿元, 担保比率为 18.95%, 担保对象主要为区域内国有企业。总体来看, 公司对外担保区域集中度较高, 存在一定的代偿风险, 但预计代偿风险相对可控。

盈利能力

近年来, 公司营业收入持续下降, 利润对财政补贴的依赖较强, 主要盈利指标处于较低水平, 整体盈利能力较弱

近三年, 公司营业收入和营业利润率均持续下降; 期间费用有所波动, 以财务费用和管理费用为主, 对利润造成一定侵蚀。近年来, 公司利润总额持续下降, 收到的财政补贴占利润总额的比重持续上升, 利润对财政补贴依赖度有所增加。从盈利指标看, 公司总资本收益率和净资产收益率均处于较低水平, 整体盈利能力较弱。

图表 14 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1~9 月
营业收入	155.24	148.72	143.07	92.50
营业利润率	12.57	9.32	7.27	-
期间费用	17.76	14.09	16.03	10.84
期间费用/营业收入	11.44	9.47	11.20	11.72
利润总额	12.85	11.53	10.25	2.16
其中: 财政补贴	9.21	10.55	15.97	6.27
净利润	10.52	10.72	8.65	1.63
总资本收益率	2.06	1.58	1.23	-
净资产收益率	1.51	1.46	0.98	-

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

现金流

公司经营性现金流易受波动性较大的项目款及贸易款、往来款等影响, 未来存在一定的不确定性, 考虑到项目建设及债务滚续所带来的资金需求, 公司资金来源对筹资活动较为依赖

近年来, 公司经营活动现金流入逐年增长, 主要为收到的往来款、项目回款、贸易业务回款和财政补贴等; 主营业务获现水平波动提高。公司经营活动现金流出主要系支付工程款、货款和往来款等形成的现金流; 公司经营性现金流由净流出转为净流入。公司经营性现金流易受

波动性较大的项目款及贸易款、往来款等影响，未来存在一定的不确定性。

图表 15 公司现金流相关指标情况（单位：亿元）

科目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1~9 月
经营活动现金流入	356.82	386.76	392.55	425.87
现金收入比率（%）	75.39	67.81	81.33	125.78
经营活动现金流出	360.34	386.14	387.09	433.46
经营活动产生的现金流量净额	-3.52	0.62	5.46	-7.60
投资活动现金流入	3.65	31.08	11.03	3.76
投资活动现金流出	24.12	30.16	25.69	17.05
投资活动产生的现金流量净额	-20.47	0.92	-14.66	-13.30
筹资活动现金流入	217.56	193.71	335.97	267.71
筹资活动现金流出	218.84	216.57	364.70	235.14
筹资活动产生的现金流量净额	-1.29	-22.85	-28.73	32.57
现金及现金等价物增加额	-25.25	-21.31	-37.90	11.67

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

近年来，公司投资活动现金流入和流出规模均有所波动。公司投资活动现金流入主要为赎回理财产品形成，2023 年大幅增长主要系沪联贸易保证金退回所致；投资活动现金流出主要为自建项目、购买理财产品及对联营企业的投资支出。2024 年，公司投资活动现金流转为净流出。

公司筹资活动现金流入主要为发行债券、取得银行借款等融资形成，筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息。

近三年，受筹资活动现金流净流出规模逐年扩大影响，公司现金及现金等价物净增加额持续为负。考虑到未来项目建设及债务滚续所带来的资金需求，预计公司资金来源仍将对筹资活动较为依赖。

偿债能力

考虑到公司承担了九江市范围内的基础设施和保障房建设以及土地开发整理等，业务区域专营性、业务稳定性及持续性均很强，备用流动性较为充足，整体来看，公司自身的偿债能力很强

从短期偿债能力指标来看，近三年，公司流动比率和速动比率均有所下降，货币资金对流动负债及短期债务的覆盖程度持续减弱；公司经营性现金流对易波动的项目回款、贸易款及往来款等依赖较大而稳定性欠佳，对流动负债保障情况偏弱。

从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均持续下降；EBITDA 对到期利息和全部债务的保障程度较弱。

图表 16 公司偿债能力指标（单位：%、倍）

项目	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年 9 月（末）
流动比率	348.31	295.76	289.52	297.71
速动比率	205.27	180.92	159.49	164.76
货币资金短债比	1.03	0.44	0.30	-
经营现金流动负债比率	-0.88	0.13	0.94	-
长期债务资本化比率	39.02	33.32	32.40	-

图表 16 公司偿债能力指标（单位：%、倍）

项目	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年 9 月（末）
全部债务资本化比率	45.64	44.89	43.65	-
EBITDA 利息倍数	1.09	0.82	0.69	-
全部债务/EBITDA	18.95	24.74	28.82	-

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

截至 2024 年末，公司短期债务为 261.79 亿元，计划通过自有资金、主营业务回款及续发债券、银行贷款等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，2024 年公司经营性净现金流为 5.46 亿元，但公司经营活动现金流易受波动较大的项目回款、贸易款及往来款影响，未来缺乏稳定性。2024 年末，公司非受限货币资金为 62.01 亿元，可为到期债务偿还提供一定保障。间接融资方面，公司与多家银行保持良好合作关系，融资渠道较为通畅，截至 2025 年 3 月末，公司已获得多家银行授信额度合计 701.04 亿元，尚未使用额度 186.82 亿元。直接融资方面，截至 2025 年 6 月末，公司储备了中期票据、公司债和 PPN 等批文额度合计 86.74 亿元，尚未使用额度 39.74 亿元。

考虑到公司承担了九江市范围内的基础设施和保障房建设以及土地开发整理等，业务区域专营性、业务稳定性及持续性均很强，备用流动性较为充足，整体来看，公司自身的偿债能力很强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2025 年 10 月 28 日，公司本部已结清及未结清信贷信息中均无不良或关注类贷款记录。截至本报告出具日，公司发行的债券及债务融资工具已按期偿付到期本息。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

受内需放缓影响，三季度 GDP 增速有所回落；年初以来出口增速不降反升，宏观经济走势整体稳中偏强

2025 年三季度 GDP 同比增长 4.8%，增速较二季度回落 0.4 个百分点，主要原因是在当季出口继续加快增长的同时，国内投资和消费增速较快下行。值得注意的是，三季度固定资产投资同比下降 6.5%，明显低于二季度的增长 2.0%，三大投资板块全面下行。其中，上半年经济运行稳中偏强，三季度宏观政策处于观察期，加之当前地方政府财政偏紧，三季度基建投资同比下降 5.2%；外部环境影响制造业投资信心，国内房地产市场调整加剧，三季度制造业投资和房地产投资也都出现负增长。另外，三季度居民消费减速，社会消费品零售总额同比增速较二季度下行 2 个百分点。

整体上看，前三季度 GDP 同比增长 5.2%，高于年初确定的“5.0%左右”的全年增长目标，背后主要是美国加征关税过程反复多变，各类“抢出口”效应持续发酵，加之我国外贸企业灵

活调整，出口多元化取得显著进展，带动前三季度出口增速达到 6.1%，较去年全年增速加快 0.3 个百分点，外需对经济增长保持较强拉动。另外，年初以来稳增长政策适时发力，以高技术制造业为代表的新质生产力领域增长较快，都对经济运行起到了重要支撑作用。不过，当前经济运行仍面临一些困难和挑战，主要是房地产市场调整压力加大，物价水平持续偏低，进而推动实际利率处于高位，对内生性投资、消费需求和房地产市场形成较强抑制效应。

四季度有可能出台新一轮稳增长政策，重点是财政加力、货币宽松、更大力度推动房地产市场止跌回稳

往后看，近期外部波动加大，四季度美国高关税政策对全球贸易和我国出口的冲击有可能进一步显现，外需对经济增长的贡献或将由正转负，叠加去年四季度一揽子增量政策出台导致基数抬高，今年四季度 GDP 增速下行压力加大。着眼于稳定四季度及明年一季度宏观经济运行，出台新一轮稳增长政策的必要性上升，核心是财政加力、货币宽松、更大力度推动房地产市场止跌回稳。可以看到，9 月末以来 5000 亿元新型政策性金融工具加快推进，10 月进一步安排 5000 亿元地方政府债务结存限额，用于化解存量债务及扩大有效投资，财政稳增长政策正在加力，后期还可能进一步上调“两新”政策支持资金规模。综合各方面因素，年底前央行有可能实施新一轮降息降准，房地产支持政策有望在供需两端全面加码，其中的关键是引导居民房贷利率下调。预计在稳增长政策适时加力带动下，四季度 GDP 增速有望达到 4.7% 左右，进而顺利完成全年“5.0% 左右”的经济增长目标，以高技术制造业为代表的新质生产力领域将延续较快增长势头。

区域经济和财政状况

九江市是长江经济带上的重要节点城市，形成了以石油化工、钢铁有色冶金、现代轻纺、装备制造、电力新能源五大主导产业为主，以新材料、智能电器、绿色食品、生物医药、电子信息五大新兴产业为辅的产业格局，近年来地区经济持续增长，综合经济实力很强

九江市为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，截至 2024 年末总面积 19084.61 平方公里，常住人口 449.90 万人。九江市作为江西省唯一通江达海的外贸港口城市，是联结全省与长江开发带和沿海开放带的“北大门”，在全国经济发展格局中，九江市是东部沿海开发向中西部推进的过渡地带，是京九、长江两大经济开发带的交叉点，是长江经济带上的重要节点城市。从江西省的发展看，九江地处长江中下游分界点，拥有 152 公里黄金水道，现代水陆空交通网络四通八达，区位优势明显。从京九沿线看，九江市是唯一的水陆交通枢纽，沟通东西南北；九江港是长江流域十大港口之一。铁路有京九、大沙、合九、铜九和南九城际高速会聚九江；公路有昌九、九景两条高速公路以及 105、316 国道穿境而过；九江庐山机场已开通上海、广州、北京、厦门等地航线。

依托良好的区位交通条件及工业基础，九江市地区经济保持增长，近年来增速分别为 4.3%、1.1% 和 3.8%，2024 年经济总量在江西省各地市中位居第三位。近年来，九江市工业经济持续发展，2024 年规上工业增加值增速由负转正，近年来形成了以石油化工、钢铁有色冶金、现代轻纺、装备制造、电力新能源五大主导产业为主，以新材料、智能电器、绿色食品、生物医药、电子信息五大新兴产业为辅的产业格局。2024 年，九江市新增江铜铅锌、心连心、德福科技 3

家营收过百亿元的工业企业，九江石化年产 150 万吨芳烃及炼油配套改造项目全面开工，天红核科技项目正式动工，大湖塘钨矿暨钨产业园、修水模具数字产业园二期等项目推进，全省首个智算中心——中国电信鄱阳湖智算中心揭牌运营。

2025 年 1~9 月，九江市实现地区生产总值 3000.84 亿元，同比增长 5.5%。同期，九江市固定资产投资同比增长 3.9%；社会消费品零售总额实现 1216.71 亿元，同比增长 4.7%。

近年来，九江市一般公共预算收入保持增长，政府性基金收入虽有所波动但整体规模较大，九江市综合财政实力很强

近年来，九江市一般公共预算收入保持增长，其中税收收入占一般公共预算收入的比重逐年增长，但占比有待进一步提高、收入结构有待优化。同期，九江市政府性基金收入有所波动但整体规模较大，主要由国有土地使用权出让收入构成，易受房地产市场波动和土地出让计划等因素影响，未来存在一定的不确定性。债务管控方面，九江市制定了《九江市政府债务风险预警监测实施暂行办法》，根据债务余额、债务结构、财力水平等相关因素，对全市、市本级、县（市、区）级政府债务风险进行测算，定期通报预警。总体来看，九江市综合财政实力很强。

2025 年 1~9 月，九江市实现一般公共预算收入 248.66 亿元，同比下降 3.4%；其中税收收入 146.26 亿元，同比增长 3.1%。同期，九江市一般公共预算支出完成 516.16 亿元，同比增长 9.6%。

图表 17 九江市主要经济及财政指标情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP	4026.60	3845.11	4021.75
GDP 增速	4.3	1.1	3.8
人均 GDP（元）	88318	84566	89025
规上工业增加值增速	5.6	-3.1	4.3
固定资产投资增速	9.5	-12.2	3.1
一般公共预算收入	303.40	322.40	326.00
政府性基金收入	154.20	177.50	155.30
上级补助收入	-	-	-
税收收入占比	53.41	57.64	57.68
财政自给率	43.9	42.9	46.2
地方政府债务余额	1159.53	1341.19	1610.91
政府负债率	28.80	34.88	40.05

注：上级补助收入=列入一般公共预算的上级补助收入+列入政府性基金的上级补助收入；政府负债率=地方政府债务余额/GDP
资料来源：九江市 2022 年~2023 年国民经济和社会发展统计公报、九江市 2022 年~2024 年财政预算执行情况，表中“-”为未获取数据，东方金诚整理

综上所述，东方金诚对九江市的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有很强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备很强的支持能力。

支持意愿

作为九江市重要的城市投资建设及运营主体，公司在资产注入和财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的有力支持

根据九江市人民政府文件关于印发《九江市市属集团公司优化重组实施方案》的通知（九

办发〔2023〕10号），九江市围绕“实体实业、主责主业”的要求，按照“1+3+N”模式对市属国有企业进行总体架构职能优化，“1”指九江国控，比照正县级单位管理，由九江市国资委直接监管；“3”指公司、九江工发、九江市交通航运发展集团有限公司，比照正县级单位管理，由九江市国资委直接监管，并表进入九江国控；“N”指除九江国控外直接由九江市国资委出资设立的一级企业和其他市直单位出资设立的企业。

公司作为九江国控的主要子公司，承担九江市政府委托的城市基础设施及市政公用项目的投资、建设、运营和管理任务，是九江市重要的城市投资建设及运营主体，在资产注入和财政补贴等方面得到了实际控制人及相关各方的有力支持。

资产注入方面，自成立以来，九江市国资委多次向公司划拨子公司股权等资产，相应增加了公司的资本公积，截至2024年末，公司形成资本公积余额705.34亿元。其中，2023年，九江市国资委将子公司九江置地债务转为资本公积21.85亿元；公司收到财政资金净额1.20亿元、市属行政事业单位房产权2.43亿元、九江市住房保障管护中心国有资本收益金返还0.16亿元、原赣北化工厂培训中心房屋所有权及附属土地使用权等资产0.06亿元、九江鼎达汽车销售服务有限公司40%股权0.02亿元、九江市城安渣土消纳处置服务有限公司注销后移交固定资产汽车4.93万元；以及子公司仁实人力和设计院公司的划入增加资本公积0.11亿元。2024年，公司收到九江市鄱阳湖生态科技城管理委员会拨付的权益性资金1.60亿元及部分市属国企和行政事业单位经营性资产，子公司富和建投收到财政拨付资金转为资本公积，九江市国资委将鄱湖公司、柴桑投、凯达澜天、九派水资源整体无偿划入公司及下属子公司，将原市房改资金管理中心位于湖滨小区闲置房产及其土地的所有权和使用权整体无偿注入九江市安居（集团）有限公司，公司相应增加资本公积。

财政补贴方面，2022年~2024年和2025年1~9月，公司分别获得补贴收入9.21亿元、10.55亿元、15.97亿元和6.27亿元。

考虑到公司将继续在九江市的基础设施建设领域中发挥重要作用，实际控制人及相关各方将继续给予公司有力支持，其对公司的支持意愿很强。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对九江市的地区经济及财政实力、实际控制人及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为实际控制人及相关方对公司的支持作用很强。

抗风险能力及结论

东方金诚认为，公司主要从事九江市基础设施建设、保障房建设与运营、土地整理等，主营业务区域专营性很强。同时，东方金诚关注到，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，对公司资金占用较多，相关款项未来回收进度存在较大的不确定性，资产流动性较弱；公司全部债务持续增长，短期债务规模较大，面临较大的短期偿债压力。

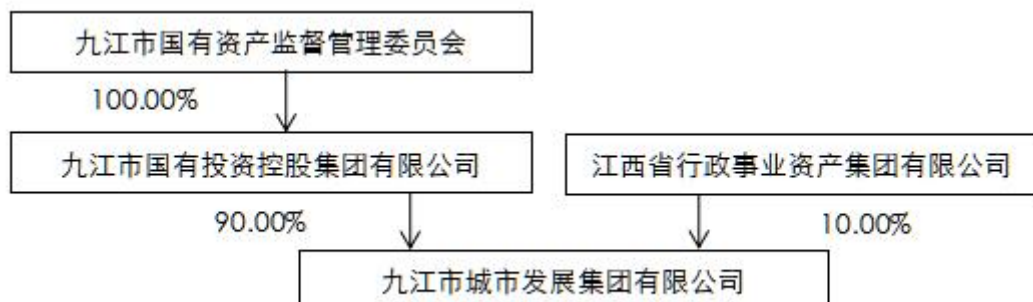
九江市是长江经济带上的重要节点城市，形成了以石油化工、钢铁有色冶金、现代轻纺、装备制造、电力新能源五大主导产业为主，以新材料、智能电器、绿色食品、生物医药、电子信息五大新兴产业为辅的产业格局，近年来地区经济持续增长，综合经济实力很强；作为九江市重要的城市投资建设及运营主体，公司在资产划拨、财政补贴等方面获得了实际控制人及相

关各方的有力支持，资本实力持续增强。

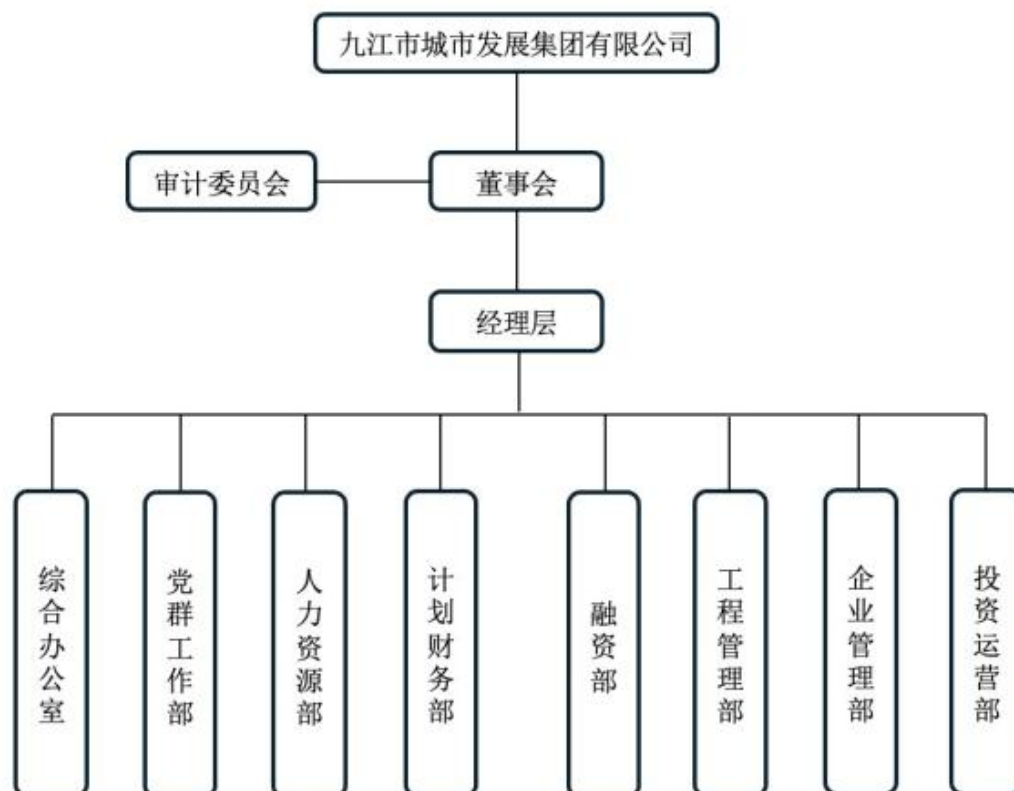
综上所述，公司自身偿债能力很强，实际控制人及相关方对公司的外部支持作用很强，公司的主体信用风险极低，抗风险能力极强，本期中期票据品种一和品种二不能偿还的风险均极低。

附件一：截至 2024 年末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年 9 月（末）
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	1546.36	1586.17	1906.59	1976.74
存货	571.20	551.71	755.75	776.20
应收账款	315.75	375.51	486.37	494.71
其他应收款	275.62	302.16	321.45	320.01
货币资金	143.40	100.76	78.66	106.82
投资性房地产	42.10	42.60	60.11	78.23
负债总额	849.34	851.90	1020.02	1075.54
应付债券	266.97	204.58	216.08	238.32
其他应付款	165.52	183.51	218.23	209.45
长期借款	147.69	134.52	178.41	188.25
一年内到期的非流动负债	87.99	160.27	153.16	127.02
全部债务	585.23	598.06	686.64	-
其中：短期债务	139.22	231.21	261.79	-
所有者权益	697.02	734.27	886.57	901.19
营业收入	155.24	148.72	143.07	92.50
净利润	10.52	10.72	8.65	1.63
经营活动产生的现金流量净额	-3.52	0.62	5.46	-7.60
投资活动产生的现金流量净额	-20.47	0.92	-14.66	-13.30
筹资活动产生的现金流量净额	-1.29	-22.85	-28.73	32.57
主要财务指标				
营业利润率（%）	12.57	9.32	7.27	-
总资本收益率（%）	2.06	1.58	1.23	-
净资产收益率（%）	1.51	1.46	0.98	-
现金收入比率（%）	75.39	67.81	81.33	125.78
资产负债率（%）	54.92	53.71	53.50	54.41
长期债务资本化比率（%）	39.02	33.32	32.40	-
全部债务资本化比率（%）	45.64	44.89	43.65	-
流动比率（%）	348.31	295.76	289.52	297.71
速动比率（%）	205.27	180.92	159.49	164.76
货币资金短债比（倍）	1.03	0.44	0.30	-
经营现金流动负债比率（%）	-0.88	0.13	0.94	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.09	0.82	0.69	-
全部债务/EBITDA（倍）	18.95	24.74	28.82	-

附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率（%）	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率（%）	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率（%）	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率（%）	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率（%）	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
流动比率（%）	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比（倍）	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
经营现金流流动负债比率（%）	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数（倍）	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA（倍）	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务能力极强，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 级和 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定的要求，东方金诚将在“九江市城市发展集团有限公司2025年度第二期中期票据”（以下简称为“该债项”）的信用等级有效期内，持续关注与九江市城市发展集团有限公司（以下简称为“受评主体”）和该债项相关的债券特殊条款事项、可能影响其信用等级的重大事项，实施跟踪评级。东方金诚在信用等级有效期满后不再承担对该债项的跟踪评级义务。

跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。定期跟踪评级每年进行一次，东方金诚将按照监管规定或委托评级合同约定出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对该债项信用等级产生重大影响的事项时启动。

在该债项信用等级有效期内发生可能影响其信用评级的事项时，委托方或受评主体等相关方应及时告知东方金诚，并提供相关资料，东方金诚将就相关事项进行分析，视情况出具不定期跟踪评级结果。

如委托方或受评主体等相关方未能及时或拒绝提供跟踪评级所需相关资料，东方金诚将有权视情况采取延迟披露跟踪评级结果、确认或调整信用等级、公告信用等级暂时失效或终止评级等评级行动。

东方金诚出具的跟踪评级结果等相关信息将按照监管规定或委托评级合同约定向相关单位报送或披露。

东方金诚国际信用评估有限公司
2025年11月26日