



鸿洲保理供应链金融 3 期 资产支持专项计划资产支持证券 2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2024]跟踪 1667 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级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，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2024 年 6 月 26 日

评级对象	鸿洲保理供应链金融 3 期资产支持专项计划资产支持证券	
本次跟踪信用等级	鸿洲 03 优 AA^{+}_{sf}	
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在专项计划存续期内对资产支持证券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
交易要素	基础资产	原始权益人对债务人享有的应收账款债权及其附属权益
	原始权益人/资产服务机构	深圳鸿洲兴泰商业保理有限公司
	债务人	宜春发展投资集团有限公司直接/间接控股或参股的公司
	保证人	宜春发展投资集团有限公司
	计划管理人/管理人	长城证券股份有限公司
	托管银行/托管人	中国光大银行股份有限公司南昌分行

项目负责人：卢韵秋 yqlu@ccxi.com.cn
 项目组成员：陈 诺 nchen@ccxi.com.cn

评级总监：
 电话：(021)60330988
 传真：(021)60330991

资产支持证券概况

资产支持证券	发行金额 (万元)	期末余额 (万元)	预期收益率	上次评级结果	跟踪评级结果	预期到期日
鸿洲 03 优	25,300.00	25,300.00	3.41%	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}	2024/11/22
鸿洲 03 次	100.00	100.00	--	NR	NR	2024/11/22
合计	25,400.00	25,400.00	--	--	--	--

关键日期

设立日 2023 年 11 月 28 日

资产池/证券跟踪计算日 2024 年 5 月 31 日

参与机构

原始权益人/资产服务机构/保理商 深圳鸿洲兴泰商业保理有限公司 (以下简称“鸿洲保理”)

债务人 宜春发投直接/间接控股或参股的公司

保证人 宜春发展投资集团有限公司 (以下简称“宜春发投”)

计划管理人/管理人 长城证券股份有限公司 (以下简称“长城证券”)

托管银行/托管人 中国光大银行股份有限公司南昌分行 (以下简称“光大银行南昌分行”)

登记托管机构 中国证券登记结算有限责任公司上海分公司

资产池特征对比

基本特征	基准日 (2023/10/17)	资产池跟踪计算日 (2024/5/31)
资产池余额 (万元)	26,232.65	26,232.65
笔数 (笔)	29	29
债权人户数 (户)	10	10
债务人户数 (户)	3	3
单笔最大/最小余额 (万元)	9,016.56/ 6.28	9,016.56/ 6.28
单笔平均余额 (万元)	904.57	904.57
单户债务人最大/最小余额 (万元)	24,623.64/ 64.93	24,623.64/ 64.93
单户债务人平均余额 (万元)	8,744.22	8,744.22
应收账款剩余期限 (天)	398	171

注: 1. NR 表示未予评级;

2. 因四舍五入原因, 本报告部分统计分布总和与最终合计值存在一定尾数误差。

评级模型

评级方法和模型 [中诚信国际债权类资产结构化产品 \(通用\) 评级方法与模型 C550600_2019_02](#)

模型结果 鸿洲 03 优 AA⁺_{sf}

本次跟踪情况

证券简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期	存续期
鸿洲 03 优	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}	2023/11/3 至本报告出具日	2023/11/28~2024/11/22

● 评级观点

中诚信国际基于跟踪期内获得的信息，维持“鸿洲保理供应链金融 3 期资产支持专项计划”项下资产支持证券“鸿洲 03 优”的信用等级为 AA^+_{sf} 。

中诚信国际给予上述资产支持证券的评级，主要基于本交易如下方面的考虑：

增信方信用质量：宜春发投信用质量稳定；

重要参与方：重要参与方履约能力稳定。

正面

- **保证人信用质量稳定。**宜春发投作为宜春市重要的基础设施建设及政府重点项目建设经营主体，具有很强的业务竞争力；同时宜春发投基于基础设施建设主业和区域内资源优势，拓展多元化业务，业务稳定性很强，其提供的无限连带责任担保能够为入池应收账款的到期偿付提供很强的信用保证，从而对优先级资产支持证券的按时足额兑付提供了较强的信用支持。
- **重要参与方履约能力稳定。**资产服务机构鸿洲保理保持良好的履约能力，计划管理人长城证券和托管人光大银行南昌分行经营稳定、财务状况较好，各参与方仍能为本专项计划的顺利执行提供较好保障。

关注

- **债务人履约风险。**本专项计划基础资产回款来自债务人对应收账款债权按期偿还，但专项计划重要债务人盈利能力较弱，杠杆水平很高，如果出现债务人还款能力降低、还款意愿下降或信用状况恶化而产生的不确定性等情况，将可能对本专项计划基础资产现金流的及时、足额回收造成不利影响。
- **宜春发投经营获现能力较弱，预计债务规模仍将保持扩张。**宜春发投收入质量一般，经营获现能力较弱，持续大规模对外投资形成的资金缺口主要依赖外部融资补足，预计将进一步推高宜春发投有息债务余额和财务杠杆水平，需持续关注再融资能力及融资监管政策变化对宜春发投的影响。

概况数据

宜春发投（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	1,707.66	1,559.03	1,624.09	1,644.50
经调整的所有者权益合计（亿元）	707.64	589.92	587.23	593.90
负债合计（亿元）	1,000.02	969.12	1,036.86	1,050.60
总债务（亿元）	794.16	761.54	816.61	--
营业总收入（亿元）	45.24	77.74	78.87	9.03
经营性业务利润（亿元）	3.08	10.90	5.37	0.02
净利润（亿元）	5.97	12.77	9.47	0.48
EBITDA（亿元）	13.68	21.77	16.98	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-23.69	-15.80	-6.63	-11.98
总资本化比率(%)	52.88	56.35	58.17	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.60	0.76	0.61	--

注：1.中诚信国际根据宜春发投提供的其经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的、经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告上年年末余额及上期金额，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；

2. 本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；

3. 相关指标调整说明详见本报告附一。

■ 专项计划运行情况

本专项计划由计划管理人长城证券于 2023 年 11 月 28 日设立¹，基础资产系应收账款债权，对应债务人均系宜春发投直接/间接控股或参股的公司，宜春发投承诺如果债务人未按时足额偿付入池应收账款款项，其将向专项计划账户支付债务人应付未付的款项。本专项计划预期存续期限约为 12 个月。

表 1：资产支持证券概况（万元）

证券简称	证券代码	发行金额	预期收益率	还本付息安排	预期到期日
鸿洲 03 优	261117.SH	25,300.00	3.41%	到期还本付息	2024/11/22
鸿洲 03 次	261118.SH	100.00	--	--	2024/11/22
合计		25,400.00	--	--	--

资料来源：平安证券提供，中诚信国际整理

截至证券跟踪计算日，本专项计划兑付日尚未届至，故未发生资产支持证券本息的兑付，鸿洲 03 优的本金余额仍为 25,300.00 万元。

■ 基础资产池跟踪分析

本专项计划入池应收账款总额为 26,232.65 万元，共包括 29 笔应收账款，涉及 10 个债权人、宜春发投下属子公司共计 3 个债务人；入池应收账款债权到期日均为 2024 年 11 月 18 日且均为到期一次性付款。跟踪期内，应收账款债权均尚未到期，且债务人未提前偿付，亦未发生不合格基础资产赎回等，故基础资产尚未产生回款。截至资产池跟踪计算日，应收账款剩余期限由封包日的 398 天缩短至 171 天，除剩余期限外，入池应收账款其他特征均保持不变。

重要债务人

截至资产池跟踪计算日，债务人宜春袁州古城投资运营有限公司（以下简称“古城投运”）对应的应收账款余额占比为 93.87%，较封包日无变化，仍系本专项计划的重要债务人。

跟踪期内，古城投运注册资本及股权结构均未发生变化；截至 2023 年末，其注册资本仍为 1.00 亿元，由宜春市城市建设投资开发有限公司全资持股，实际控制人为宜春市国有资产监督管理委员会（以下简称“宜春市国资委”）。古城投运主要负责宜春市袁州古城文化复兴项目的建设，该项目位于宜春老城核心区，整体规划范围约 1 平方公里，主要包括八大主体工程，即王子巷一大坪里历史文化街区、沙子巷一五眼井文化展示街区、春台历史文化公园、灵泉池市民休闲公园、大成殿周边复建及大成广场、部分市政道路改造等。

财务²方面，由于参与的项目尚处于建设期，2022~2023 年古城投运暂未实现营业收入，2023 年古城投运期间费用为 38.27 万元，主要系管理费用，同期净亏损 38.27 万元。受往来款增加影响，2023 年末古城投运资产和负债规模大幅增加；所有者权益则因净亏损而略有下降。截至 2023 年

¹ 计划管理人于 2023 年 12 月 1 日办理了应收账款转让登记。

² 以下财务分析基于古城投运提供的未经审计的 2022 年及 2023 年财务报表，各期财务数据为当期财务报表期末数。

末，古城投运总资产 5.63 亿元，同比增长 50.32%；总负债 5.54 亿元，同比增长 51.78%，均为其他应付款，无有息债务；所有者权益 0.09 亿元；资产负债率为 98.33%，杠杆水平很高。2023 年古城投运营性活动净现金流为-0.17 亿元。

■ 现金流分析

本交易中，中诚信国际采用**现金流覆盖法**来评估受评证券的信用质量。本专项计划的现金流入为基础资产回款；现金流出为专项计划税、费以及资产支持证券的本息兑付资金。我们对专项计划现金流的预测分析基于：(1)鸿洲 03 优预期收益率为 3.41%；(2)原始权益人和计划管理人提供的相关专项计划资料。

跟踪期内，基础资产未产生任何现金流入，专项计划亦未发生资产支持证券本息兑付；截至 2024 年 5 月 31 日，专项计划账户余额为 0.00 万元。经测算：预期到期日基础资产现金流对专项计划税、费和优先级资产支持证券预期收益及本金之和的覆盖倍数为 1.017 倍。

整体来看，基于上述现金流覆盖分析，同时考虑到保证人宜春发投提供的增信支持，优先级资产支持证券预期收益和本金的兑付仍可获得相应保障。

■ 重要相关方信用质量分析

保证人——宜春发投

跟踪期内，宜春发投（本小节或简称为“公司”）注册资本及股权结构均未发生变化。截至 2024 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 20.00 亿元，宜春市国资委和江西省行政事业资产集团有限公司分别持有 90%和 10%的股权，公司控股股东及实际控制人均为宜春市国资委。

运营实力

表 2：近年来公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设	33.73	74.55	9.04	64.08	82.43	14.91	70.16	88.96	7.51
房地产开发	0.69	1.52	15.77	2.54	3.27	13.22	1.74	2.21	3.47
房屋租赁	1.15	2.55	60.30	0.56	0.72	75.03	0.96	1.22	72.63
测量图审	0.42	0.92	43.19	0.32	0.41	50.93	1.40	1.78	49.38
贸易	4.64	10.27	9.48	5.45	7.01	5.21	1.53	1.94	6.48
其他	4.61	10.20	2.26	4.79	6.16	17.75	3.07	3.89	9.79
合计/综合	45.24	100.00	10.12	77.74	100.00	14.93	78.87	100.00	9.03
投资收益		4.05			3.48			3.63	

注：1、2021 年营业收入未合并宜春交投营业收入；2、其他业务收入主要包括交通运输收入、物业管理费收入、劳务服务收入、土地转让收入、利息收入等；3、加总数与合计数或存在尾数差，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程建设板块

公司工程建设业务的运营主体主要包括公司本部、子公司宜春城投、宜春交投和宜春国投。其中，

公司本部、宜春城投及宜春国投主要负责市政基础设施建设和棚户区改造项目的建设。2021 年末公司将宜春交投纳入合并范围，工程建设业务范围进一步拓宽至宜春市交通类基础设施建设、公路工程施工和公路养护，近年来工程建设板块营收规模持续提升。此外，原子公司宜春创投主要承担宜春经开区范围内的基础设施代建和产业园区开发，自 2022 年 6 月起宜春创投出表后，公司不再涉及由宜春创投负责的宜春经开区内工程建设项目。

市政基础设施建设及棚户区改造

宜春发投本部及其子公司采取委托代建、政府购买服务、PPP 和自营建设等多种模式推进城市基础设施建设，主要投向为棚户区改造，以及学校、医院、公园、河道整治等公共基础设施，已投资金额很大，项目回款存在严重滞后。

委托代建模式下，子公司宜春城投及公司本部与宜春市人民政府就基建项目签订代建协议书，待项目竣工决算后，由宜春市政府进行回款，代建管理费一般为项目总金额（包括融资利息）的 5%~10%。**政府购买服务模式**下，宜春城投与宜春市房管局签订《政府购买服务协议》，约定由宜春城投负责宜春市中心城区棚户区改造项目；政府购买服务款由建设成本、财务费用及项目服务费三项构成，逐年纳入宜春市本级中长期财政预算，宜春城投通过获得分年度的政府购买服务资金以实现资金平衡。截至 2024 年 3 月末，公司主要在建委托代建项目总投资 12.05 亿元，已完成投资 5.84 亿元；同期末，宜春城投棚户区改造项目总投资 271.78 亿元，已投资 270.88 亿元，累计回款 36.46 亿元。整体看，在建棚户区改造和委托代建项目投资已接近尾声，项目已投资金额大、回款周期长，需密切关注相关项目后续的结算回款情况。

表 3：截至 2024 年 3 月末公司主要在建委托代建项目情况（亿元）

项目名称	建设主体	总投资	已投资
城南河口综合整治改造工程	宜春城投	0.70	0.57
宜春市老年大学新校区建设项目	宜春城投	2.00	0.14
宜春市第九小学	宜春城投	0.54	0.54
宜春市第一小学迁建工程	宜春城投	1.21	0.48
宜春市人民医院二期建设	宜春城投	7.60	4.11
合计	--	12.05	5.84

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

PPP 项目方面，子公司宜春国投作为社会资本方负责上高县人民政府医院东迁项目的设计、融资、建设及运营维护，孙公司江西镜山投资发展集团有限公司（以下简称“镜山投资”）为建设方上高县卫生和计划生育委员会（以下简称“上高县卫计委”）的政府方出资代表，协议约定宜春国投获得该项目运营期间的全部经营收益，并获得上高县卫计委支付的可行性缺口补助并将其纳入上高县政府财政预算管理。该项目建设期为 3 年，运营期为 17 年，估算投资总额为 6.26 亿元，截至 2023 年末已投资 4.77 亿元，由于建设进度不及预期，该项目仍未进入运营期。

此外，宜春国投还**自营建设**了宜春市内部分农贸市场项目，通过农贸市场运营和商业综合体租售来平衡项目投入，同时宜春市财政予以部分财政贴息。截至 2023 年末，公司在建的农贸市场仅经发农贸市场，该项目尚需投资约 0.20 亿元，此外有渼江镇农贸市场等 7 个拟建项目，拟建项目计划总投资 3.36 亿元。整体看，宜春国投承担的基建项目体量相对较小，对工程施工板块的收入贡

献很有限。

拟建项目方面，截至 2023 年末，公司主要拟建项目包括宜春城投和宜春交投负责的市政代建项目和宜春国投负责的七个农贸市场自营建设，上述项目计划总投资为 12.79 亿元。

表 4：截至 2023 年末公司主要拟建市政基础设施项目情况（亿元）

项目名称	实施主体	计划总投资	运营模式
大成殿周边复建及大成广场建设	宜春城投	1.59	委托代建
新建宜春市第十一中学	宜春城投	1.80	委托代建
宜春市疾病预防控制中心易地新建项目（一期）	宜春城投	1.50	委托代建
市中医院改扩建工程	宜春城投	3.00	委托代建
考棚商业城建设	宜春城投	1.54	委托代建
枣树园、国际商贸城等七个农贸市场	宜春国投	3.36	自营建设
合计	--	12.79	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体来看，公司主要在建的市政及棚改项目已经进入尾声，已投资金额很大，受地方政府城市建设和财政结算资金安排等因素的影响，项目结算及回款进度滞后，对公司资金形成较大占用。

交通基础设施建设

宜春交投工程建设业务主要由宜春交投本部、镜山投资和靖安县清华投资发展集团有限责任公司（以下简称“靖安清华”）负责经营，主要采用委托代建模式，宜春交投接受宜春市范围内各级政府部门委托，作为代建单位或建设单位进行公路工程的管理。宜春交投与委托方签订工程建设协议，依据项目开发建设实施方案，完成开发建设工作。工程项目完成竣工结算审计后，宜春交投按照经双方确认的工程项目建设投资总额加成一定比例的方式确认收入。委托方收到宜春交投的支付申请后，将工程建设资金按期支付给宜春交投。

从业务开展情况来看，受益于项目建设及结算工作的持续推进，近年来工程建设业务收入持续增长。公司在建项目量较为充足，截至 2024 年 3 月末尚需投资 61.14 亿元，建设内容主要包括宜春市内公路建设项目等，其中宜万同城快速通道项目作为宜春市重点基础设施建设项目，起点位于宜春市中心城区，终点位于万载县，延伸至上高县，是宜春市的重要连接通道，加大了宜春市区域路网连通度，路线全长 33.366 公里，计划总投资 67.90 亿元，同期末已投资 39.86 亿元。截至 2024 年 3 月末，公司拟建项目主要为花博园周边规划 A 路、D 路建设项目，计划总投资 0.72 亿元，未来公司仍将根据宜春市“十四五”国省干线建设规划继续承接全市范围内的高等级公路基础设施建设项目。整体来看公司业务可持续性较好，但同时也面临较大的资本支出压力。近年来公司工程建设业务收入持续增长，但回款进度受政府资金安排影响较大存在一定不确定性，需持续关注公司工程建设项目回款情况。

表 5：截至 2024 年 3 月末宜春交投主要在建交通基础设施项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资额	已投资	已回款
宜春市 S519 合港至上富段二级公路改建项目	1.88	1.81	1.33
宜万同城快速通道	67.90	39.86	4.21
市中心城区道路	35.38	21.47	0.60
宜春经开区道路	9.90	3.19	2.80
袁州区旅游公路	2.80	0.44	0.00

上高县城市改造提升工程	3.00	0.15	0.00
上高工业园区五里岭标准厂房建设工程项目	0.81	0.89	0.06
上高县食品电子产业园标准厂房建设项目	5.00	4.22	0.10
宜井高速三阳至新田段工程建设项目	24.33	19.89	0.00
袁山二桥建设工程	3.17	1.21	0.26
禅博园东侧路建设项目	0.22	0.12	0.06
合计	154.39	93.25	9.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公路工程施工及公路养护

公司公路工程业务主要由宜春交投子公司江西省宜春公路建设集团有限公司（以下简称“宜春公路”）经营，主要承接各等级公路路基、路面、桥涵、隧道、防护工程及独立大桥的施工、市政工程施工、交通安全设施施工、公路养护、公路工程试验检测等。宜春公路具有住房和城乡建设部颁发的公路工程施工总承包一级、桥梁工程专业承包一级、路面工程专业承包一级、隧道工程专业承包一级、路基工程专业承包一级等五个一级资质以及江西省交通运输厅颁发的公路养护一类和二类甲、乙资质和交通部颁发的公路工程甲级资质等，在宜春市及宜春市范围以外的公路工程项目招投标中均具有一定的资质优势。宜春公路凭借自身实力和信用在全国范围内开展业务，以参与公开招投标的方式获得工程项目施工资格，宜春公路与业主签订施工合同后组建经理部组织施工资源进场。宜春公路根据经监理及业主认可的计量支付证书按照施工进度分期确认收入，业主按照合同约定以工程进度为基础拨付工程款。

从业务开展情况来看，宜春公路的公路工程业务业主一般为全国各省、市、县的国有企业或公路局、交通局，其资质和信用一般较好。近年来，宜春公路先后参与建设了大广高速（G45）、集阿高速（G5511）、成渝环线（G93）、海南环线（G98）、杭州湾环线（G92）、琿乌高速（G12）、绥满高速（G10）、二广高速（G55）等一批国家高速公路规划网项目及各地区一大批省市重点工程，工程合格率 100%，优良率达 90% 以上。2023 年毛利率大幅下滑，主要系市场因素、个体项目毛利率差异、时间因素等共同作用所致。截至 2024 年 3 月末，宜春公路主要在建公路工程项目计划总投资 23.77 亿元，已投资 16.49 亿元。目前宜春公路仍在积极参与公路工程项目的招投标工作，为后续的项目建设做好储备，但该业务需要公司垫付部分资金，对公司资金有一定要求，中诚信国际将对公司资金来源和融资成本保持持续关注。

表 6：截至 2024 年 3 月末宜春公路主要在建公路工程项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资
宜春市官山路、杨家山路等 6 条道路工程设计施工总承包	1.73	1.60
宜春市教体新区规划一路二路	8.46	5.94
东昌高速樟树东出口至盐化基地道路新建工程	2.15	1.01
樟树临江高速出口至吴城公路改建工程	2.78	1.75
万载县衙背山路	0.55	0.46
万载县产城融合区两桥三路工程	2.17	2.17
丰乐公路孙渡至桥东段改造工程项目	0.47	0.33
樟树 G533 樟树城区至牛石背段一级公路改建工程	3.92	1.98
宜春市环城南路道路工程 A2 标段	1.54	1.25
合计	23.77	16.49

注：部分项目已投资金额超过总投资金额主要系总投资金额主要是建安成本，已投资金额中包含了其他建造相关费用。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司**公路养护业务**由宜春交投下属的江西宜春市政交通建设有限公司（以下简称“宜春交建”）负责，该公司具有江西省交通运输厅颁发的公路养护一类和二类甲、乙资质，每年通过市场化招标的方式承接业务，最终根据协议约定金额确定公路养护业务收入。宜春交建每年通过市场化招标的方式承接业务，最终根据协议约定金额确定公路养护业务收入。

2023 年由于宜春市的大中修公路工程开展较少，公司当年承接项目较少，公路养护业务同比大幅下降，需关注公司公路养护业务的开展情况。

表 7：近年来公司公路养护经营情况（个、亿元）

项目	2021	2022	2023	2024.1~3
大中修工程个数	26	41	20	2
公路养护收入	11.83	11.75	6.10	1.40
其中：大中修养护收入	11.83	11.75	6.10	1.40
公路养护成本	10.60	10.18	5.70	1.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公交业务

公司交通运输业务由宜春国投子公司宜春公交集团有限公司（以下简称“公交集团”）运营，公交集团成立于 1976 年 8 月，系宜春市唯一的城市公共交通企业，开展公交服务、交通设施维护劳务及公交广告等业务。

2023 年，公交集团为控制成本，减少了公交车辆及运营线路，当期公交集团拥有运营公交车辆 527 辆，运营公交线路 60 条，但当年随着出行需求的增加客运量同比增长 13.48%，交通运输收入同比增加 0.02 亿元。公交票价方面，根据宜春市物价局、江西省发展和改革委员会于 2005 年 2 月 2 日颁发的编号为 20051134B 号的经营服务性收费许可证，无人售票公交车收费标准为 1.00 元/人次，空调车每年自 5 月 15 日至 9 月 30 日为空调时段，该时段票价为 2.00 元/人次。公司公交业务具有很强的公益性，持续处于政策性亏损状态，近年来持续获得政府给予的城市公交运营补贴。2021~2023 年，公交集团分别获得政府补贴 6,265.10 万元、3,853.00 万元和 4,945.09 万元，主要系油补、新能源车补贴、成本规制补贴及城市公交创建补贴等。

表 8：2021~2023 年公交业务经营情况

指标	2021	2022	2023
运营里程（万公里）	2,685.86	2,274.80	2,132.45
公交线路（条）	53	60	53
公交车辆（辆）	550	555	527
运行能力（辆/日）	565	523	505
客运量（万人次）	3,801.10	2,826.79	3,207.8

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

同时，公交集团开展了 2 个停车场、充电站等公交配套设施建设项目，截至 2023 年末，公交集团无拟建项目。整体来看，公交集团资本支出压力尚可。

表 9：截至 2023 年末公司在建的公交项目（单位：万元）

项目	建设周期	建设进度	资金来源	总投	已投资金额
渥江综合停车场	2020 年 06 月~2022 年 06 月	建设中	自筹	3,500.00	2,221.00

充电站建设	2020 年 01 月~2022 年 12 月	建设中	自筹	400.00	400.00
合计	--	--	--	3,900.00	2,621.00

注：公司在建的公交项目建设进度较为滞后，实际建设周期或将超出表中列示的建设周期。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产销售业务

公司房地产销售业务主要由宜春交投子公司上高县华海投资有限公司、樟树市华海投资有限公司、靖安县城市经营投资开发有限公司、靖安县林中园房地产有限责任公司和上高县城市建设投资开发总公司负责，上述公司均已获得房地产开发资质，房地产项目主要分布在宜春市及其周边县市，建设项目包括安置房和商品房。

安置房项目由政府牵头立项，土地通过划拨或招拍挂的流程取得，并按规划进行安置房建设，建设资金由公司筹集，待项目达到预售条件后，对选择回迁的拆迁居民以指导价格进行销售并确认销售收入，政府不承担回购责任。由于安置房销售价格低于市场价格，为平衡项目建设资金，公司通过楼盘中的商品房及商业配套部分的销售收入作为补偿，商品房部分按照市场化运营模式。

商品房项目由前述各子公司自主开发，各子公司通过“招、拍、挂”方式获得土地后进行房地产项目建设，并通过自有资金和外部融资等方式筹集前期建设资金，项目完工后，各子公司将建成房地产按照市场价对外销售，计划在项目后期将物业进行整体出售。截至 2024 年 3 月末，公司已完工房地产项目共 4 个，去化进度均已接近尾声；在建房地产项目尚需投资 4.78 亿元，暂无拟建项目。2023 年公司房地产销售收入同比有所下滑，主要系房地产市场行情不景气及公司可销售项目已陆续接近尾声所致。随着在建房地产项目的持续推进，预计未来公司仍能够实现房地产销售收入，但需关注房地产市场行情对资金回笼的影响。

表 10：截至 2024 年 3 月末各子公司已完工安置房及商品房项目情况（亿元）

项目名称	项目类型	计划总投资	已投资	已销售金额	销售进度
靖安县 2018-2020 年城市棚户区改造一期项目幸福家园安置小区	安置房	6.56	5.61	6.70	90%
靖安县春秋盛苑住宅小区建设工程项目	商品房	4.61	4.62	4.50	85%
江右华府	商品房	2.80	2.80	2.30	100%
滨江花苑	安置房	2.92	2.62	2.96	97%
合计		16.89	15.65	16.46	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：截至 2024 年 3 月末各子公司在建房地产项目情况（亿元）

项目名称	项目类型	计划总投资	已投资	已销售金额	销售进度
靖安恬园小区	商品房	3.24	3.29	2.00	55%
锦江府一至三期	商品房	19.00	15.70	10.18	41%
双溪花园安置小区	安置房	5.45	4.90	0.00	0.00
大桥村安置小区	安置房	2.53	2.30	0.00	0.00
塔上安置小区	安置房	6.25	5.50	0.00	0.00
合计	--	36.47	31.69	12.18	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务

公司**测量图审业务**主要由宜春国投下属企业宜春市景程规划测绘有限责任公司、宜春市宜诚施工

图设计审查有限公司承接。主要是对宜春区域工程施工项目进行测绘、施工图纸设计、审查等业务产生的收入，对接客户包括在宜春区域开展工程建设的各类国有、私营施工企业。经营模式为预收 30% 服务款项，在测量或图纸审查完成后收取剩余的 70% 款项。2023 年公司测量图审业务收入有所增长。

公司**股权投资业务**主要由子公司宜春国投本部负责，除管理部分划入市属股权资产外，还自主开展股权投资业务，主要投资对象为本土“专精特新”企业，着重遴选在新经济领域中成长性好，经济效益显著的新能源、新材料、中医药等产业。截至 2023 年末，宜春国投在投资的项目共 14 个，其中 3 个项目股权系上级部门无偿划入，11 个项目为公司根据当地政府投向要求自筹资金自主投资。项目收益方面，2023 年宜春国投在权益法下确认 0.13 亿元的投资收益。整体看，宜春国投在投股权资产的规模仍较小，投资收益来源以划转的市属股权在权益法下确认的投资收益为主。此外，公司计划扩大股权投资业务规模，需关注未来项目的投融资匹配情况。

公司**物业租赁业务**运营主体包括宜春国投及其子公司宜春市国有资产运营有限责任公司（以下简称“国资运营公司”）、宜春交投子公司宜春市综合交通枢纽营运管理有限公司（以下简称“枢纽公司”）。宜春国投持有的物业主要系宜春市周边地区的写字办公楼、商铺店面和部分土地。2023 年末可出租面积约 86,116.45 平方米，平均租金约 47 元/平方米/月，已全部出租；国资运营公司的资产主要是江西宜春汽车运输股份有限公司改制划拨资产以及宜春国资购买的资产，资产分布在中心城区及各县市区，截至 2023 年末可出租面积为 69,586.45 平方米，平均租金约 7.70 元/平方米/月，出租率为 87.71%。枢纽公司持有物业主要为商铺和停车场，截至 2024 年 3 月末，枢纽公司可租赁面积为 52,597.80 平方米³，已经出租 51,427.50 平方米，平均租赁单价为 9.34 元/月/平方米，综合出租率约为 97.78%。近年来受宏观经济影响，公司租赁收入有所波动，但仍为公司提供了一定的经营性现金流。

公司**贸易业务**包括宜春创投全资子公司宜春创通供应链服务有限公司（以下简称“宜春创通”）经营的建材和电池材料代采、供应链金融和新能源汽车代理销售，以及子公司宜春城投和宜春发投远大装配式建筑有限公司所经营的贸易业务。自 2022 年 6 月宜春创投划出后，公司不再取得宜春创通的贸易业务收入。

工程监理业务由宜春交投子公司江西省赣西公路工程监理有限公司（以下简称“赣西监理”）运营，赣西监理是宜春市唯一一家具有公路工程甲级资质的监理企业，业务范围包括公路工程项目监理及技术咨询等。赣西监理通过公开招投标的方式获得工程项目监理资格，按照工程施工总价的加约 1.20% 确认收入，业务以宜春市内的项目为主，受市场竞争的影响，外省市的项目逐渐减少，近年来公司工程监理收入较为稳定，2022 年和 2023 年均实现收入 0.32 亿元。截至 2024 年 3 月末，赣西监理主要在手工程监理项目有 8 项，以江西省内为主，目前已到账金额约 6,077.44 万元。

公司作为宜春市重要的基础设施建设及政府重点项目建设经营主体，主要承担宜春市市政基础设施建设、棚户区改造项目和市区县公路项目建设，具有很强的业务竞争力；同时，公司基于基础

³ 该数据由宜春交投提供，未包含其子公司上高县国有资产运营有限公司的相关数据。

设施建设主业和区域内资源优势，拓展了公路工程施工及养护、公交、房地产销售、股权投资、物业租赁、测量图审等多元化业务，业务稳定性很强。但值得注意的是，公司承接的各类工程建设项目投资金额大、回款周期长，公司资金已形成较大沉淀，且仍面临一定的资本支出压力。同时，近年来公司资产划入划出较为频繁，中诚信国际将持续关注宜春市属国企股权结构的稳定性及其对公司经营带来的影响。

财务风险

资本实力与结构

作为宜春市最重要的国有资产经营及基础设施投资运营主体，由于近年来公司下属主要子公司股权关系的调整，2021 年公司接收宜春市政府无偿划转的宜春交投股权，后于 2022 年将宜春创投股权划出。经过上述调整，公司承接的项目扩展至宜春交投经营的公路建设领域，业务范围广泛涉及相关项目所在的宜春下属各区县，但不再承担宜春创投经营的宜春经开区范围内的基础设施建设和产业投资。由于 2023 年未经历较大规模的子公司股权关系调整和资产划转，期末公司各业务板块及资产结构较上年同期末基本保持稳定，截至 2024 年 3 月末，公司资产总额较 2022 年初增加了 85.47 亿元至 1,644.50 亿元，随着公司各类基础设施项目的持续投入，预计公司资产规模仍将保持总体增长态势。

公司目前形成了工程建设、房地产销售、公交运营、股权投资、物业租赁、测量图审等多个业务板块，资产主要由工程建设业务形成的存货、应收类款项、预付款项和投资性房地产等构成，流动资产基本保持 70% 以上的比重。由于公司承接的各类市政基础设施建设、棚户区改造和公路建设项目的结算及回款长期滞后，公司大量资金沉淀于项目建设形成的开发成本和合同履约成本中，同时，公司对宜春市及其下属区县的政府部门以及区域内国有企业⁴的应收类款项和预付款项持续累积，上述各类项目投入、预付款项和往来拆借余额已超过公司总资产的 55%⁵，对其资产变现能力造成较大影响。其中截至 2023 年末，公司预付款项大幅减少 201.27 亿元主要系相关棚改业务结转存入存货合同履约成本，从而带动存货大幅增长。除上述项目投入及应收类款项外，公司还持有有一定规模的租赁物业和土地，其账面价值随公司合并范围调整呈现较大变化⁶；此类资产价值易受土地转让行情和房地产市场景气情况影响，短期内变现能力有限，物业租赁收入与经济波动相关联且受市场供求关系制约，其营收及盈利规模有限。公司还持有部分区域内国有企业股权，以及对招商引资企业和产业基金的权益投资和债权投资，可贡献一定的投资收益，但投资收益不稳定，且以权益法下确认的投资收益为主，投资收益获现情况一般。公司保有一定规模的货币资金，2022 年由于较为集中的债务偿付导致当期末货币资金同比大幅下降，2022 年以来各期末公司货币资金余额均小于 100 亿元，同时近年来受质押借款及保证金需求增加公司非受限货币资金规模逐年下滑。整体来说，公司资产收益性一般，流动性不足，整体资产质量较低。

⁴ 公司主要的应收及预付对象包括宜春市、袁州区、上高县、靖安县、万载县及宜丰县等各级财政局，宜春市公路管理局、上高县国有资本管理集团有限公司、宜春市袁州新城资产管理运营有限公司、宜春市袁州区保障性住房投资有限公司等。

⁵ 截至 2023 年末，公司存货中的开发成本和合同履约成本账面余额合计为 580.00 亿元，应收账款、预付款项和其他应收款合计为 336.97 亿元，上述各类工程建设相关的项目投入、应收及预付往来款、代垫款和借款的金额合计为 916.97 亿元，占同期末公司总资产的 56.46%。

⁶ 截至 2023 年末，公司存货中的拟开发土地、投资性房地产和无形资产中的土地使用权账面余额合计为 311.76 亿元，占同期末公司总资产的比重为 19.20%；同期末，公司投资性房地产中的房屋、建筑物的期末余额为 92.45 亿元，占同期末公司总资产的比重为 5.69%。2021 年合并宜春交投带来的投资性房地产余额增加为 124.46 亿元，包括 39.42 亿元房屋、建筑物和 85.04 亿元土地使用权；2022 年宜春创投出表导致的投资性房地产余额减少达 105.43 亿元，包括 50.46 亿元房屋建筑物和 54.97 亿元土地使用权。

2022 年末公司经调整的所有者权益为 589.92 亿元，较上年末减少 117.73 亿元，主要受宜春交投并表和宜春创投划出影响而呈现大幅变化，截至 2024 年 3 月末为 593.90 亿元，较 2022 年末变化不大。预计未来公司仍将获得政府在资金注入和资产划转方面的支持，公司所有者权益将进一步增厚，资本实力将保持强劲。同期，公司财务杠杆水平逐年攀升，截至 2023 年末公司总资本化比率已超过 58%。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，公司财务杠杆率预计将持续攀升。

表 12：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2021	2022	2023	2024.3
资产总计	1,707.66	1,559.03	1,624.09	1,644.50
非流动资产占比	29.82	28.89	28.28	27.94
经调整的所有者权益合计	707.64	589.92	587.23	593.90
资产负债率	58.56	62.16	63.84	63.89
总资本化比率	52.88	56.35	58.17	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

近年来，公司承接的工程建设项目在各期回款情况不一，合并范围调整影响下公司收入结构发生变动，公司收现情况整体呈现逐年弱化。其中，公司公路工程建设、公路养护、房地产开发以及房屋租赁、贸易、测量图审等其他业务的收现情况尚可，市政基础设施、棚户区改造、公路等项目回款严重滞后，整体看公司的收入质量一般。

公司经营活动净现金流受基础设施建设、公路工程建设、房地产开发、贸易等板块现金收支及其他与经营活动有关的现金收支影响较大。2023 年来，公司与经营活动有关的现金流入和流出规模同比大幅缩减，其他与经营活动有关的现金收支随之缩减但占比仍较大，经营活动净现金流亦持续呈现净流出状态，但近年来经营性现金流缺口有所收窄。公司经营活动获现能力总体表现较弱。

近年来，公司投资活动现金流出仍以自营项目建设、股权及债券投资为主，但投资退出及投资收益产生的现金流入规模依然较小，投资活动净现金流各期波动很大，2022 年投资活动现金流资金缺口超过 40 亿元，2023 年公司放慢投资节奏，缺口有所收窄。根据其自身发展计划及投资业务的定位，预计公司未来两三年内投资活动现金流缺口将有所缩小。

近年来，如前所述，公司主要依赖于银行借款和发行债券来弥补投资和经营活动产生的资金缺口，近年来公司保持了较大的融资力度，但 2022 年公司进行了较大规模的还本付息，净融资额有所波动，2023 年公司仍保持了较大的融资力度，当期融资额转为净流入。总体来看，公司经营活动和投资活动均呈现收支缺口，主要通过外部债务融资补足，近三年及一期，公司现金及现金等价物累计净减少 57.44 亿元。

表 13：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
经营活动产生的现金流量净额	-23.69	-15.80	-6.63	-11.98
投资活动产生的现金流量净额	19.91	-42.43	-12.26	5.37
筹资活动产生的现金流量净额	29.94	-9.06	6.90	1.86
现金及现金等价物净增加额	26.61	-67.30	-12.00	-4.74

收现比 0.95 0.81 0.57 0.39

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

2022 年公司债务总额主要受合并范围变化而下降，但 2023 年随着公司各项经营及投资业务持续推进，公司债务规模总体保持扩张态势，各期末财务杠杆呈上升趋势。2022 年宜春创投出表对公司债务期限结构的影响较小⁷。截至 2023 年末，公司有息债务总额为 816.61 亿元，短期债务占比为 30.19%，较上年期末大幅提升主要系当期公司发行较多短期融资券及票据融资增加，但债务期限结构仍较为合理。公司以银行借款、债券发行为主，同时有少量非标借款。截至 2024 年 3 月末，公司各类融资渠道中银行借款 430.93 亿元，其中超过八成为 2027 年及以后到期的长期银行贷款，同期末公司直接融资余额 281.40 亿元，直接融资比重较为合理，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

2023 年，由于工程建设板块和房地产结转项目毛利率下降，公司综合营业毛利率大幅下降，未来需对公司毛利率改善情况保持关注。同期受毛利率下滑影响，公司利润总额下降，导致 EBITDA 较上年期末减少 4.79 亿元，带动公司 EBITDA 对利息的保障能力小幅下降，无法覆盖当期利息支出。近年来公司盈利对公允价值变动损益、投资收益和经营相关政府补助的依赖较大，预计短时间内公司 EBITDA 仍无法覆盖债务利息支出。此外，由于公司经营活动现金流净流入规模始终为负，经营活动净现金流无法覆盖利息支出，同时由于短期债务规模增长较快，公司非受限货币资金对短期债务覆盖能力较弱，存在一定短期偿债压力。

表 14：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2021	2022	2023
总债务	794.16	761.54	816.61
短期债务占比（%）	20.34	20.93	30.19
EBITDA	13.68	21.77	16.98
EBITDA 利息覆盖倍数	0.60	0.76	0.61
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-1.04	-0.55	-0.24

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2022 年末公司资产规模和资本实力受股权划出影响较大，2023 年来公司资产规模和资本实力重回增长态势，但资产流动性仍不足。同时，公司经营获现能力较弱，资金缺口主要依赖外部融资补足，2023 年来公司债务总额和短期债务占比有所上扬，存在一定短期债务压力，但公司有息债务的期限结构和融资渠道构成仍较为合理。

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年末，公司受限资产为 152.97 亿元，占当期末总资产的 9.42%，主要包括抵押借款受限的存货和投资性房地产，以及受限货币资金（质押借款及保证金）和应收账款，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保余额为 192.75 亿元，占同期末经调整的所有者权益的比例为 32.82%，被担保单位主要系宜春市下属县市区及特别功能

⁷ 截至 2021 年末，宜春创投债务余额和短期债务余额分别为 84.82 亿元和 32.00 亿元，占同期末宜春发投合并口径总债务余额和短期债务余额的比重分别为 10.35%和 19.81%。

区国有企业，公司对外担保余额较大，存在一定代偿风险。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2024 年 6 月，公司无未结清和无已结清不良信贷记录，也未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

外部支持

中诚信国际认为，宜春市政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

宜春市位于江西省西北部，拥有海陆空综合立体交通网络，区位及交通优势明显，同时还拥有优秀的旅游资源及锂矿资源，被誉为“亚洲锂都”。近年来宜春市综合经济及财政实力持续增强，宜万经济走廊产业发展方案的进一步实施将带动区域经济继续增长，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。但近年来城市建设和产业园区投资等推升了政府的资金需求，政府债务规模保持高位，广义债务率高于国际 100%警戒标准。

同时，宜春市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性很强：公司在宜春全市基础设施建设领域处于领导地位，代表市级政府参与下属县市区的棚户区改造和公路建设项目，在宜春国资委管理企业中有突出优势，区域重要性很强。
- 2) 与政府的关联度很高：公司由宜春市国资委直接控股，根据市政府意图承担市政及交通基础设施建设和棚户区改造项目的投融资任务，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得项目建设专项资金拨付、运营补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。除直接的资金支持外，宜春市政府还以股权划入、资产注入等形式对公司提供支持，宜春市主要市属国有企业除宜春金控外基本已纳入公司合并报表范围。此外，2021~2023 年，公司分别获得政府补助 3.95 亿元、6.58 亿元和 5.09 亿元，持续获得有力的外部支持。

综上，中诚信国际认为，宜春市政府支持能力强，对公司的支持意愿强，可为公司带来很强的外部支持。

重要参与方履约情况分析

跟踪期内，本专项计划未发生相关参与方变更的情况。资产服务机构鸿洲保理业务规模稳定，资产证券化业务经验丰富，仍能够履行本交易要求的基础资产服务职责；计划管理人长城证券和托管人光大银行南昌分行经营稳定、财务状况良好，仍可为本专项计划的顺利实施提供保障。

结论

基于跟踪期内获得的基础资产数据、信息，同时考虑交易结构的安排和保证人宜春发投的信用情况，参照中诚信国际结构化产品信用评级方法，根据我们的测算结果，“鸿洲 03 优”的信用状况未发生足以影响信用等级的变化。

综上，中诚信国际维持“鸿洲保理供应链金融 3 期资产支持专项计划”项下“鸿洲 03 优”的信用等级为 AA^+_{sf} 。

附一：宜春发展投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（亿元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	155.96	89.20	97.84	85.93
非受限货币资金	148.10	80.80	68.80	--
应收账款	82.35	86.55	127.14	128.28
其他应收款	239.44	215.07	201.87	204.60
存货	517.03	504.64	722.16	750.56
长期投资	59.13	55.64	57.87	57.87
在建工程	15.72	22.11	32.36	29.40
无形资产	73.63	48.08	42.01	41.71
资产总计	1,707.66	1,559.03	1,624.09	1,644.50
其他应付款	92.07	100.27	86.71	93.36
短期债务	161.56	159.38	246.56	--
长期债务	632.60	602.15	570.05	--
总债务	794.16	761.54	816.61	--
负债合计	1,000.02	969.12	1,036.86	1,050.60
利息支出	22.73	28.55	27.69	8.24
经调整的所有者权益合计	707.64	589.92	587.23	593.90
营业总收入	45.24	77.74	78.87	9.03
经营性业务利润	3.08	10.90	5.37	0.02
其他收益	3.94	6.56	5.07	0.52
投资收益	4.05	3.48	3.63	0.46
营业外收入	0.11	0.10	0.14	0.01
净利润	5.97	12.77	9.47	0.48
EBIT	9.79	17.80	13.57	--
EBITDA	13.68	21.77	16.98	--
销售商品、提供劳务收到的现金	43.02	63.08	44.63	3.53
收到其他与经营活动有关的现金	164.64	164.45	68.46	16.01
购买商品、接受劳务支付的现金	115.08	100.36	69.66	24.15
支付其他与经营活动有关的现金	113.17	137.38	45.02	6.20
吸收投资收到的现金	16.87	0.82	1.58	2.42
资本支出	28.33	18.00	12.01	1.77
经营活动产生的现金流量净额	-23.69	-15.80	-6.63	-11.98
投资活动产生的现金流量净额	19.91	-42.43	-12.26	5.37
筹资活动产生的现金流量净额	29.94	-9.06	6.90	1.86
现金及现金等价物净增加额	26.61	-67.30	-12.00	-4.74
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	10.12	14.93	9.03	9.03
期间费用率（%）	10.80	8.29	7.85	13.90
应收类款项占比（%）	18.84	19.35	20.26	20.24
收现比（X）	0.95	0.81	0.57	0.39
资产负债率（%）	58.56	62.16	63.84	63.89
总资本化比率（%）	52.88	56.35	58.17	--
短期债务/总债务（%）	20.34	20.93	30.19	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-1.04	-0.55	-0.24	-1.45
总债务/EBITDA（X）	58.03	34.99	48.09	--
EBITDA/短期债务（X）	0.08	0.14	0.07	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.60	0.76	0.61	--

注：其他流动负债中的带息债务调入短期债务，长期应付款中的带息债务调入长期债务。

附二：基本财务指标的公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	经营效率	应收账款周转率
存货周转率		营业成本/存货平均净额
现金周转天数		(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
营业毛利率		(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计		销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率		期间费用合计/营业收入
经营性业务利润		营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
盈利能力	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	现金流	收现比
经调整的经营活动产生的现金流量净额		经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO		经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力		EBIT 利息保障倍数
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附三：信用等级的符号及定义

结构化产品等级符号	含义
AAA _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极高，且基本不受不利经济环境的影响，产品的预期损失极低。
AA _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性很高，且不易受不利经济环境的影响，产品的预期损失很低。
A _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较高，虽易受不利经济环境的影响，产品的预期损失较低。
BBB _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失，产品的预期损失一般。
BB _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失，产品的预期损失较高。
B _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性依赖于良好的经济环境，具有较大的不确定性，受不利经济环境影响很大且会遭受很大打击，产品的预期损失很高。
CCC _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极度依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，产品的预期损失极高。
CC _{sf}	基本无法保证结构化产品持有人获得利息的及时支付和本金在法定到期日或以前的足额偿付。
C _{sf}	结构化产品持有人无法获得本息偿付，产品本金部分或全部损失。

注：除 AAA_{sf} 级，CCC_{sf} 级及以下等级外，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。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn