

中山城市建设集团有限公司 2020 年面向合格投资者

公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：张卡 kzhang01@ccxi.com.cn

项目组成员：宋航 hsong@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 7 月 29 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 3210 号

中山城市建设集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

将贵公司主体信用等级由 **AA** 调升至 **AA⁺**，评级展望为稳定；

将“20 香建 01”的信用等级由 **AA** 调升至 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月二十九日

评级观点：中诚信国际将中山城市建设集团有限公司（以下简称“中山城建”或“公司”）的主体信用等级由 **AA** 调升至 **AA⁺**，评级展望为稳定；将“20 香建 01”的信用等级由 **AA** 调升至 **AA⁺**。中诚信国际此次调级主要基于以下因素：良好的地区经济实力及粤港澳大湾区建设前景，为公司业务发展提供较好保障；重组后公司成为中山市最重要的国有资产经营管理和基础设施建设主体，具有突出的战略地位；公司持有较为优质的物业和土地，具有较好的收益性；公司重组中山城投后，资产规模大幅增加，业务类型更为多样化，自身实力进一步增强。但同时，中诚信国际关注到公司面临的土地整理业务受政策影响较大、主营业务公益性较强，较为依赖财政补贴以及公司重组完成后债务规模增加和资产负债率提升等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

| 中山城建 (未合并中山城投) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|-------------------|-------|--------|--------|---------|
| 总资产（亿元） | 84.90 | 86.94 | 81.66 | 82.22 |
| 所有者权益（亿元） | 35.19 | 40.96 | 41.09 | 40.59 |
| 总负债（亿元） | 49.71 | 45.98 | 40.57 | 41.63 |
| 总债务（亿元） | 30.53 | 33.18 | 26.88 | 27.49 |
| 营业总收入（亿元） | 1.74 | 2.25 | 2.17 | 0.33 |
| 经营性业务利润（亿元） | 0.14 | 0.32 | 0.10 | -0.04 |
| 净利润（亿元） | 0.33 | 3.69 | 0.28 | -0.05 |
| EBITDA（亿元） | 1.45 | 6.94 | 2.71 | - |
| 经营活动净现金流（亿元） | 9.21 | 1.24 | 1.28 | 0.29 |
| 收现比（X） | 0.86 | 1.05 | 0.85 | 0.46 |
| 营业毛利率（%） | 47.64 | 59.51 | 64.41 | 45.20 |
| 应收类款项/总资产（%） | 24.07 | 21.98 | 17.53 | 14.01 |
| 资产负债率（%） | 58.56 | 52.89 | 49.68 | 50.63 |
| 总资本化比率（%） | 46.45 | 44.76 | 39.54 | 40.38 |
| 总债务/EBITDA（X） | 21.00 | 4.78 | 9.93 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 2.93 | 6.55 | 2.18 | - |
| 中山城建 (合并中山城投) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
| 总资产（亿元） | 84.90 | 169.89 | 172.94 | 179.00 |
| 所有者权益（亿元） | 35.19 | 55.23 | 58.82 | 59.27 |
| 总负债（亿元） | 49.71 | 114.65 | 114.12 | 119.73 |
| 总债务（亿元） | 30.53 | 90.86 | 80.32 | 84.56 |
| 营业总收入（亿元） | 1.74 | 10.08 | 20.66 | 1.03 |
| 经营性业务利润（亿元） | 0.14 | 0.40 | 4.27 | -0.55 |
| 净利润（亿元） | 0.33 | 4.02 | 4.08 | -0.54 |
| EBITDA（亿元） | 1.45 | 10.75 | 10.73 | - |
| 经营活动净现金流（亿元） | 9.21 | 3.56 | 11.96 | 7.16 |
| 收现比（X） | 0.86 | 0.95 | 0.66 | 0.94 |
| 营业毛利率（%） | 47.64 | -3.16 | 14.46 | -132.53 |
| 应收类款项/总资产（%） | 24.07 | 4.84 | 8.93 | 6.40 |
| 资产负债率（%） | 58.56 | 67.49 | 65.99 | 66.89 |
| 总资本化比率（%） | 46.45 | 62.19 | 57.73 | 58.79 |
| 总债务/EBITDA（X） | 21.00 | 8.45 | 7.49 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 2.93 | 2.51 | 2.33 | - |

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理，2017~2018 年数据系采用 2018~2019 年审计报告追溯调整的期初数，2019 年数据系采用 2019 年审计报告的期末数；2、合并中山城投后的数据根据 2018 年审计报告、2019 年模拟财务报表审计报告及 2020 年一季度合并中山城投的未经审计的财务报表整理，2018 年数据系采用 2019 年模拟财务报表审计报告追溯调整的期初数，2019 年数据系采用 2019 年模拟财务报表审计报告的期末数；3、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；4、将其他流动负债和其他应付款中有息债务部分调入短期债务；5、公司未提供 2020 年一季度现金流量表补充资料，故相关计算指标无效。

正面

■ **良好的地区经济实力及粤港澳大湾区建设带来机遇。**2019 年中山市经济状况良好，GDP 达到 3,101.10 亿元，同比增长 1.2%；未来，随着粤港澳大湾区建设，为中山市发展带来新机遇，公司面临发展环境的进一步优化。

■ **资产重组后，公司成为中山市最重要的国有资产经营管理和基础设施建设主体，具有突出的战略地位。**公司是中山市重要的国有资产经营管理主体，近年来获得股东中山市国资委持续增资与资产注入。2020 年 6 月 9 日，中山市国资委会议决议通过公司合并中山城投的方案，并已完成核准变更登记。整合后公司的战略地位突出，未来业务发展前景较好。

■ **较多的优质物业，土地资产潜在收益性较好。**公司拥有孙文西路文化旅游步行街多处优质商业性物业，该类物业位于中山市核心商业区域，地段较好，收益性较高；截至 2020 年 3 月末，合并中山城投后，公司在开发土地面积 8,197.66 亩，可开发连片建设土地面积为 6,453.66 亩，拥有有证土地 5,075 亩，土地资产具有较好的潜在收益性。

■ **公司重组中山城投后，整体实力进一步增强。**为推动国企高质量发展，公司将中山市城市建设投资集团有限公司（以下简称“中山城投”）整合为子公司，合并后的公司资产规模大幅增加，业务类型更为多样化，自身实力进一步增强。合并中山城投后，根据模拟财务报表审计报告，截至 2019 年末，公司总资产为 172.94 亿元，所有者权益为 58.82 亿元；营业收入为 20.66 亿元，净利润为 4.08 亿元。

关注

■ **土地整理业务受政策影响较大。**公司土地开发整理业务区域集中于中山市，目前尚有较多未出让土地，业务受中山市区域经济、房地产市场与房地产调控政策影响较大。

■ **主营业务公益性较强，较为依赖财政补贴。**公司主营业务公益性较强，其中客运服务业务需要依赖于政府补贴，整体业务毛利率较低，且期间费用对利润侵蚀较大，公司利润总额对政府补贴依赖性较强。

■ **公司重组完成后债务规模增加，资产负债率提升。**公司与中山城投进行重组，中山城投的债务均由公司承继导致合并后资产负债率提升，公司拟通过土地收储以及处置股权等措施资金回笼降低资产负债率较高的问题，但仍需关注后续进展。

评级展望

中诚信国际认为，中山城市建设集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**中山市经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充，公司地位不断提升，公司资产质量显著提高，主营业务盈利能力持续大幅上升等。

■ **可能触发评级下调因素。**区域经济实力显著下降；房地产市场发生重大负面变动；公司地位显著下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资能力受到较大限制等。

同行业比较

| 公司名称 | 2019 年部分中山市城投企业主要指标对比表 | | | | | |
|---------------------|------------------------|---------------|--------------|--------------|-------------|------------------|
| | 总资产 (亿元) | 所有者权益 (亿元) | 资产负债率 (%) | 营业收入 (亿元) | 净利润 (亿元) | 经营活动净现金流 (亿元) |
| 中山市交通发展集团有限公司 | 313.03 | 171.66 | 45.16 | 1.92 | 0.81 | -0.38 |
| 中山兴中集团有限公司 | 76.15 | 42.42 | 44.29 | 8.55 | 2.89 | 2.06 |
| 中山城市建设集团有限公司 | 172.94 | 58.82 | 65.99 | 20.66 | 4.08 | 11.96 |

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

| 债券简称 | 本次债项信用等级 | 上次债项信用等级 | 发行金额(亿元) | 债券余额(亿元) | 存续期 |
|----------|-----------------|----------|----------|----------|-----------------------|
| 20 香建 01 | AA ⁺ | AA | 3.50 | 3.50 | 2020/03/19~2025/03/24 |

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“20 香建 01”募集资金 3.50 亿元，拟扣除发行费用后用于偿还有息负债本金和利息。截至 2020 年 3 月末，“20 香建 01”的募集资金扣除承销费用后已全部用于置换存量银行贷款，用途符合国家规定。

重大事项变化

为推动国企高质量发展，公司于 2020 年整合中山城投为子公司，并通过土地收储以及处置股权等措施资金回笼解决整合后负债水平较高的问题

为推动国资国企高质量发展，中山市国资委计划将中山市城市建设投资集团有限公司（以下简称“中山城投”）整合为公司下属全资子公司。本次合并保持中山城投原有架构，将市国资委持有的中山城投股权按照 2019 年披露的审计报告账面净资产以账面价值无偿注入公司，会计政策建追随母公司中山城建，中山城投的股东同时由市国资委变更为公司。该合并方案已于 2020 年 6 月 9 日通过市国资委会议决议。

2020 年 7 月，中山市国资委同意将中山城投 100% 股权划转至中山城建，同时中山城投修改章程及营业执照，企业类型变更为有限责任公司（法人独资）。2020 年 7 月 15 日，中山市市场监督管理局已核准变更登记，中山城投的股东由中山市国资委变更为中山城建。

合并后的公司实力将进一步增强，后续中山城建必须增加发债和融资额度，逐步解决偿还中山城投到期债务，同时由母公司有偿收购中山城投所属子公司，即将中山城建“孙公司”变为“子公司”，最终将中山城投变为单户企业。

存续债务方面，中山城投的债务将由公司承继，未来，公司作为发债主体。此外，公司还将进一步加大资产处置力度，争取资金用于减债，从而降低合并后资产负债率较高的问题。资金安排包括回笼兴和土地处置余款、横栏土地收储、处置小榄车检场 50% 股权和东升城投 60% 股权以及收回莲员路回迁项目回笼资金等，预计将资产负债率降至 70% 以下。

中山城投是于 2005 年 1 月经中山市人民政府批复，由中山市公有资产管理委员会独资组建的国有独资有限责任公司，初始注册资本 1 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 12.93 亿元，公司股东和实控人均为中山市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“中山市国资委”）。

中山城投是中山市城市基础设施和市政公用事业项目的投资及建设主体，主要业务包括基础设施建设、土地一级开发业务、土地指标服务业务、物业租赁业务及公共交通服务业务等。相较中山城建，其业务类型更为多样化，合并后成为公司收入和利润的重要来源。截至 2019 年末，按照成本法调整后的中山城投总资产为 102.10 亿元，所有者权益为 17.73 亿元，资产负债率为 82.64%，2019 年实现营业收入 18.51 亿元，主要系出让土地 13.95 亿元，净利润 3.81 亿元，经营性净现金流 14.13 亿元。

完成本次资产重组后，根据模拟财务报表审计报告数据，截至 2019 年末，实现资产重组后的中山城建总资产为 172.94 亿元，所有者权益合计 58.82 亿元，资产负债率为 65.99%；2019 年，实现营业收入 20.66 亿元，主要系中山城投出让土地 13.95 亿元，净利润 4.08 亿元，经营活动净现金流 11.96 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度 GDP 当季同比由负转正，上半年 GDP 降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续

复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI高位回落；需求不足 PPI 持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

宏观风险：当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国的挑衅行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步

凸显。

宏观政策：“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑保增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按 3.6% 以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

宏观展望：考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020 年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全年 GDP 依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

近期关注

中山市作为珠三角都市圈核心城市，经济实力较强，产业结构不断优化，为公司发展提供较为良好的外部环境

广东省中山市，位于广东省中南部，珠江三角洲中南部、北江下游出海处，北接广州市番禺区和

佛山市顺德区，西邻江门市区、新会区和珠海市斗门区，东南连珠海市，东隔珠江口伶仃洋与深圳市和香港特别行政区相望，总面积 1,783.67 平方公里，截至 2019 年末，常住人口 338.00 万人，城镇化水平 88.40%。多年来，中山市凭借较好的经济基础，经济总量保持在广东省中游较上水平。

中山市河网密度是我国较大的地区之一，各水道和河涌承纳了西、北江来水，每年 4 月开始涨水，10 月逐渐下降，汛期达半年以上，全市共有支流 289 条，全长 977.1 公里。中山市属丰水地区，2018 年降雨量 2,283.40 毫米，全市城镇污水处理厂数 21 个，城镇污水日处理能力达到 115.50 万吨，城市生活垃圾无害化处理率 100.00%。

2019 年，中山市实现地区生产总值 3,101.10 亿元，比上年同比增长 1.2%。其中，第一产业增加值 62.60 亿元，下降 2.0%；第二产业增加值 1,521.82 亿元，下降 1.6%；第三产业增加值 1,516.68 亿元，增长 4.4%，三次产业结构调整为 2.0:49.1:48.9。

2019 年工业增加值下降 1.4%，其中，规模以上工业增加值增长 2.0%。分行业看，高技术制造业增加值下降 11.1%，其中医药制造业增长 11.6%，电子及通信设备制造业下降 14.4%，计算机及办公设备制造业增长 27.5%，医疗设备及仪器仪表制造业下降 19.6%。先进制造业增加值下降 0.7%，其中先进装备制造业增长 1.6%，石油及化学行业增长 5.3%。传统优势工业增加值增长 0.3%，其中金属制品业增长 1.0%，食品饮料业下降 6.3%，家用电力器具制造业增长 8.5%，建筑材料业增长 8.0%，家具制造业下降 2.1%，纺织服装业下降 10.6%。

2019 年固定资产投资下降 17.6%，其中房地产开发投资下降 24.5%。第二产业投资下降 27.8%，其中工业投资下降 27.8%；第三产业投资下降 15.3%。基础设施投资增长 12.3%，占全年固定资产

投资的 23.8%。制造业投资下降 21.8%，其中，装备制造业投资下降 22.7%。高技术制造业投资增长 29.3%。

财政实力方面，2019 年，中山市一般公共财政预算收入为 283.38 亿元，其中：税收收入为 207.99 亿元，占一般公共预算收入的 74.44%。财政支出方面，2019 年，中山市一般公共预算支出为 411.73 亿元。

从财政平衡能力来看，2019 年，中山市财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 68.83%，较去年下降 3.15%，2019 年中山市财政自给能力有所下降。

总体来看，中山市作为广东省地级市，自身拥有良好的经济基础，近年来受益于粤港澳大湾区建设，经济发展势头较为良好，整体经济水平较高，财政实力较好，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

物业租赁业务是公司主要收入来源，公司物业资产类型多样且所持物业地段较好，整体资产质量较高，收益性较好

公司物业租赁业务主要是对物业进行日常维护和租赁经营，分别由多家子公司负责经营。公司物业主要来自原中山市城区公房管理所物业、股东划入物业、自建物业以及外购房物业等。其中，中山城投通过投资建设人才大楼、竹苑商业城以及中山投资大厦等多处物业资产，建成后进行物业出租。2019 年及 2020 年 1-3 月，公司无新增物业资产。

根据物业使用属性，公司物业分为商业类物业、行政事业类物业、公建配套类物业和住宅租赁类物业，分类经营。截至 2020 年 3 月末，公司持有四类物业建筑总面积为 87.86 万平方米，主要分布在中山市城区范围内。

表 1：公司主要物业租赁情况（万平方米、万元）

| 物业类型 | 2017 | | 2018 | | 2019 | | 2020.1-3 | |
|------|-------|----------|-------|----------|-------|-----------|----------|----------|
| | 面积 | 收入 | 面积 | 收入 | 面积 | 收入 | 面积 | 收入 |
| 商业类 | 21.90 | 6,673.54 | 28.49 | 8,001.71 | 30.37 | 10,355.48 | 31.12 | 1,520.14 |

| 行政事业类 | 12.73 | 5,379.89 | 17.59 | 12,617.56 | 23.79 | 11,740.79 | 27.79 | 2,093.73 |
|-----------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|-----------------|
| 公建配套 | 16.78 | 1,730.06 | 15.43 | 2,013.00 | 15.20 | 1,343.40 | 15.05 | 166.55 |
| 住宅租赁 | 30.67 | 668.51 | 25.20 | 1,168.00 | 14.52 | 1,264.50 | 13.91 | 207.81 |
| 合计 | 82.08 | 14,452.00 | 86.71 | 23,800.27 | 83.88 | 24,704.17 | 87.86 | 3,988.23 |

注 1: 数据统计口径包括公司四大类经营性物业, 不包括无法统计物业面积的长江训练场、港航物业以及博览中心等其他类型物业;

注 2: 租赁面积数据为已出租面积口径, 2017 年, 公司公建配套物业面积减少系公司将不再符合条件的公建配套物业面积剔除, 住宅租赁物业面积减少系统计口径差异所致;

注 3: 为保证数据可比性, 2018 年数据包含中山城投。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

商业性物业方面, 公司物业业态较为丰富, 包括写字楼、商铺和车位等。公司商业性物业主要分布在中山市城区内的核心地段, 物业的出租率、租金水平等运营指标一直保持在较好水平。2019 年末公司商业性物业面积为 30.37 万平方米, 出租率为 69.47%;2020 年 3 月末公司商业性物业面积为 31.12 万平方米, 出租率为 68.00%。公司商业性物业出租率较低主要系公司新近完工的岐华大厦(建筑面积 4.29 万平方米)、民生大厦(建筑面积 3.06 万平方米)等自营物业于 2018 年投入使用, 空置率较高所致。2019 年公司商业性物业租赁收入为 10,355.48 万元, 同比上升 29.42%。2020 年 1-3 月, 公司商业性物业租赁收入为 1,520.14 万元。商用物业的租金收入能够为公司贡献稳定的现金流, 且公司所持物业主要位于城区核心地段, 租金水平仍存在一定上涨空间。根据公司未来的发展规划, 公司将通过自建与收购等方式扩大商业物业规模。

行政事业单位物业方面, 公司目前管理包括中山市政府第二办公区大楼、市政府民生办公大楼、中山市安全监管管理局、中山市劳动和社会保障局等单位的行政办公楼。2019 年末公司行政事业类物业面积为 23.79 万平方米, 出租率为 78.19%, 出租面积较去年明显增长; 2020 年 3 月末公司行政事业类物业面积为 27.79 万平方米, 出租率为 93.00%, 明显增长。2017 年, 公司自主购入五处行政物业约 6 万平方米, 因物业还未签订租赁合同, 故 2018 年未计入公司可租面积, 但因相关资产已实际移交公司, 故将相关资产租金计入 2018 年公司租赁收入, 故当年行政事业物业租赁收入大幅增加, 五处行政物业于 2019 年一季度计入可租面积。受出租物业面积增加影响, 公司行政事业单位物业租赁收入持

续增长, 2019 年及 2020 年 1-3 月公司分别实现租金收入 11,740.79 万元和 2,093.73 万元。

公司管理的公建配套物业主要包括居委会、幼儿园和学校等。截至 2020 年 3 月末, 公建配套物业面积约 15.05 万平方米, 基本保持稳定。2019 年及 2020 年 1-3 月分别实现租金收入 1,343.40 万元和 166.55 万元。

住宅租赁物业方面, 公司主要管理东明花园、永怡花园、蓝波湾、月湾路等行政机关单位周转房。截至 2020 年 3 月末, 公司住宅租赁物业面积约 13.91 万平方米, 住宅租赁物业不以盈利为目的, 主要系给低收入群体提供的保障性住房和周转性住房, 租金价格相对较低, 2019 年及 2020 年 1-3 月分别实现租赁收入 1,264.50 万元和 207.81 万元。

总体来看, 公司持有物业类型多样, 面积较大, 所持物业地段较好, 物业租赁收入是公司运营与发展重要且稳定的收入来源。

合并中山城投后, 基础设施建设业务的区域垄断性进一步增强, 该业务以自营项目为主, 在建项目建设及确认收入进展较慢, 盈利能力相对较弱

公司的基础设施建设项目主要以中山市城区保障房及部分行政办公楼等项目建设为主, 合并中山城投后, 该业务的区域垄断性进一步增强。以开发模式划分, 公司建设项目可分为政府回购、委托代建和自主开发三种。

政府回购为公司早期项目采取的业务模式, 目前不再通过政府回购方式进行项目建设。该业务模式下公司通过自主融资、投资进行项目开发, 公司与中山市政府签订合同约定回购费用和利率, 项目

竣工后由中山市政府分期支付给公司以进行回购。政府回购项目的使用人为中山市法院、学校等政府行政单位或事业单位。项目回购费用按“建设成本+资金费用+固定费用”计算，固定费用（即管理费用）为建设成本的 2%，一般在项目进入回购期的前两年均分支付，不计利息；建设成本和资金费用以分期付款的方式支付，在回购期内政府按月向公司还本付息，利率按公司同期银行贷款利率确定，利率每年调整一次，年度回购费用于每年初按合同约定利率具体计算确定。公司先后竣工了华侨中学、明和楼、国安楼、弘义楼、中山市档案信息中心和公明楼、中山市博览中心和新社会福利院等多个项目，总建筑面积 29.01 万平方米，建设成本约 17.11 亿元，项目成本加投资回报共计 23.58 亿元。截至 2020 年 3 月末，已回购 22.70 亿元，其中 2019 年及 2020 年 1-3 月未进行回购，公司目前正与中山市财政局协商沟通剩余资金的回笼情况。

委托代建项目方面，公司受中山市政府委托进行项目建设并从中收取代建管理费，管理费率一般为投资成本（含资本金）的 2%，管理费按照施工进度确认；项目建设所需资金和土地一般统一由中山市人民政府根据项目进展进行划拨，目前未出现项目资金拨付不到位的情况。

截至 2020 年 3 月末，公司已完工项目主要有祈安苑廉租房（共五期）、平安苑廉租房以及廉政教育基地、中山市电子政务云平台等项目，项目投资额 9.48 亿元，由财政及时拨付，已确认管理费 1,036.22 万元，已回款管理费 793.42 万元。

表 2：截至 2020 年 3 月末公司完工委托代建项目（万元）

| 项目名称 | 总投资 | 已确认管理费 | 完工日期 |
|--------|-----------|--------|--------|
| 平安苑 | 14,325.17 | 215.24 | 2010.6 |
| 祈安苑一期 | 3,493.00 | 50.38 | 2014 |
| 祈安苑二期 | 21,915.00 | 326.00 | 2017 |
| 祈安苑三期 | 14,220.00 | 159.00 | 2016 |
| 祈安苑四期 | 3,890.00 | 42.80 | 2016 |
| 祈安苑五期 | 15,636.00 | 0.00 | 2018.6 |
| 廉政教育基地 | 4,997.00 | 0.00 | 2017.1 |

| | | | |
|------------|------------------|-----------------|---------|
| 中山市电子政务云平台 | 1,298.00 | 0.00 | 2016.11 |
| 快速公交示范线 | 15,065.80 | 242.80 | 2014.8 |
| 合计 | 94,839.97 | 1,036.22 | - |

注：由于博物馆群一期、二期项目和环线快速公交项目设计方案改动，进展较为缓慢。

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司在建的代建项目包括博物馆群一期、二期项目、汽车总站改造工程与环线快速公交工程等，项目总投资额 8.68 亿元，已投资额 2.23 亿元，累计已确认管理费 0.12 亿元。2019 年由于在建委托代建项目还没达到收取代建费的条件，公司未实现代建管理费收入。公司暂无拟建的委托代建项目。

表 3：截至 2020 年 3 月末公司在建委托代建项目（亿元）

| 项目名称 | 总投资 | 已投资 | 建设周期 |
|-------------|-------------|-------------|----------------|
| 博物馆群一期、二期项目 | 4.07 | 1.86 | 2018.11-2022.3 |
| 环线快速公交项目 | 2.91 | 0.20 | 2019.3-2022.9 |
| 市中心小学体艺楼项目 | 1.42 | 0.05 | 2020.7-2022.7 |
| 汽车总站改造工程 | 0.29 | 0.12 | 2018.1-2019.12 |
| 合计 | 8.68 | 2.23 | - |

注：由于博物馆群一期、二期项目和环线快速公交项目设计方案改动，进展较为缓慢。

资料来源：公司提供

自营项目，即公司通过自主融资、投资进行项目开发，竣工后公司直接对该物业进行经营和管理的工程开发模式。公司自主开发项目主要由公司本部、中山城投及其子公司中山市建和物业拓展有限公司（以下简称“建和物业”）负责，中山城投具有房地产开发三级资质，其工程开发用地主要为自有储备土地。目前公司本部的自营项目均已完工。

截至 2020 年 3 月末，公司已完工人才发展研究中心大楼、中山投资大厦、中山保税物流中心、岐华大厦和民生大厦等市重点建设项目，项目总投资额 19.57 亿元，目前上述项目均已投入运营。截至 2020 年 3 月末，公司通过出售物业合计实现收入 4.83 亿元。此外，公司每年还通过出租物业实现资金回流，每年可实现超过 5,000 万元租金收入。

截至 2020 年 3 月末，公司主要在建自营项目包括莲员路旧城改造项目、中山港汽车客运站项目和轻轨站配套项目，计划总投资 41.87 亿元，已完

成投资 21.55 亿元，未来尚需投资规模较大。

表 4：截至 2020 年 3 月末公司重要在建自营项目概况

| 项目名称 | 建设期或 开工日期 | 总建筑面积 (平方米) | 总投资 (亿元) | 已投资 (亿元) |
|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
| 莲员路旧城 改造 | 2010.12 | 331,000 | 14.08 | 11.73 |
| 轻轨站配套 | 2010.7 | -- | 25.99 | 9.71 |
| 中山港汽车 客运站 | -- | -- | 1.80 | 0.11 |
| 合计 | -- | -- | 41.87 | 21.55 |

资料来源：公司提供

轻轨站配套项目是指公司通过收购广珠城际轨道中山段站场出口核心地段的商住土地，进行土地基础设施、商业配套设施的建设。该项目包括轻轨中山北站站场土地商业开发、轻轨南朗（温泉）站站场土地商业开发、轻轨南朗（翠亨）站站场土地商业开发工程。其中，原计划中山北站用地 960 亩，南朗站用地 300 亩，需要投入征地资金约 20 亿元。由于中山市政府改变开发建设规划，新的开发计划正在制定中，项目地块正在进行土地整合。截至 2020 年 3 月末，该项目已完成投资 9.71 亿元。

莲员路旧城改造工程是中山市委市政府推进中心城区旧城改造的重点项目，是推进“三个适宜”城市建设的民生工程。该项目主要是对位于中山市旧城区的石岐区莲员路两侧的规划范围进行分段安置拆迁及重新改造开发。该项目规划建筑总面积共 331,000 平方米，其中商业建筑面积 115,000 平方米，住宅建筑面积 162,000 平方米。项目于 2010 年 12 月开始动工，计划投资总额 14.08 亿元，截至 2020 年 3 月末，该项目已完成投资 11.73 亿元。目前回迁项目已经封顶，对于道路拆迁部分的 1.42 亿元拆迁征地费由政府负担。截至 2020 年 3 月末，市政府已同意财政有偿收回莲园路旧城改造项目，但尚未签订相关协议。

中山港汽车客运站项目已支付购地款，目前正在进行前期工作，截至 2020 年 3 月末，该项目已完成投资 0.11 亿元。截至 2020 年 3 月末，中山港汽车客运站只完成土地购入，项目定位未明晰，项目暂时未正式启动。

截至 2020 年 3 月末，公司尚无拟建自营项目。

中诚信国际认为，公司的项目建设以中山市城区项目建设为主，合并中山城投后，该业务的区域垄断性进一步增强；该业务包括政府回购、委托代建和自营三种模式，目前以自营项目为主，且在建项目建设及确认收入进展较慢，盈利能力相对较弱。

土地开发整理及转让业务是公司潜在的收入来源，目前公司土地储备丰富，土地陆续出让或将带来新的收入增长点

公司土地开发整理业务主要由中山城投、中山市板芙镇城市建设投资有限公司（以下简称“板芙城投”）以及中山市民众镇城市建设投资有限公司（以下简称“民众城投”）负责。其中，板芙城投及民众城投均系 2010 年由原中山市城市建设投资集团有限公司分别与板芙镇人民政府、民众镇人民政府共同发起设立的项目公司，公司于 2016 年获得板芙城投控制权。中山城投及民众城投自 2011 年后停止新增土地一级开发及土地转让业务。

土地一级开发方面，公司分为与合作镇政府成立项目公司进行开发和独立项目开发两种方式。与合作镇政府成立项目公司进行开发方面，公司和镇（区）政府共同开设一个在镇（区）政府财政所名下的双方共管专户（以下简称“共管户”）。征地费用由中山城投自筹，通过共管户支付，国有土地使用权出让后的出让价款也汇入共管户。土地整治完成后，由中山市土地储备中心公开出让。当公司不参与竞投或参与竞投但未能竞得土地使用权时，土地出让金额由中山市财政扣除相关款项后，余款回至中山市土地储备中心，土地转让增值溢价部分由公司和合作镇政府按股权比例分成。当公司参与竞投并取得土地使用权时，则出让金额由中山市财政扣除相关款项后，余款回至中山市土地储备中心，土地产权移交公司的项目公司所有。公司按照合作镇政府持有项目公司的股权比例向合作镇政府支付溢价部分。独立项目开发方面，公司以自主账户代

替共管户，其他资金管理流程与上述合作开发模式基本一致。

其中，板芙城投整理区域为板芙镇河西新区。2015年1月，广东省人民政府办公厅印发《珠江西岸先进装备制造产业带布局和项目规划(2015-2020年)》的通知，提出重点建设珠江西岸先进装备制造产业带，力争到2020年建成国内领先、具有国际竞争力的先进装备制造产业基地；为响应省政府号召，2015年4月，中山市委、市政府将板芙河西新区确定为“中山市智能制造装备产业园”。为了使河西新区有限的土地资源发挥最大效益，板芙镇政府在科学规划河西新区建设用地的前提下，委托板芙城投对河西新区土地进行综合整治。前期开发成本主要由公司自筹，土地整理完成后交由市土地储备中心公开出让，土地出让价款在扣除规费后拨回板芙镇政府，板芙镇政府在收到智能装备园土地出让价款10个工作日内以园区开发成本等形式全额划回板芙城投公司账户。

土地开发方面，截至2020年3月末，公司在

开发土地面积8,197.66亩，可开发连片建设土地面积为6,453.66亩，截至2020年3月末，上述土地总投资额41.60亿元，已投资32.06亿元，后续投资款将通过后续土地出让回收。

其中，中山市智能制造装备产业园区为公司重点建设项目，该项目规划面积共计6,100余亩，截至2020年3月末，已完成征地4,617.66亩。公司土地开发整治预计总投资26.60亿元，已投资17.06亿元，其中2019年投资1.67亿元，尚需投资9.54亿元。

截至2020年3月末，公司累计出让土地面积1,111.92亩，土地拍卖金额累计4.46亿元，其中2019年出让土地434.78亩，土地拍卖金额1.71亿元，均来自于中山市智能制造装备产业园区项目的土地出让。板芙城投已收到部分园区已拍卖土地的出让金财政回款，但尚未结算成本以及确认收入，公司将收到的回款暂计入其他应付款。公司整理的土地未来或将陆续出让，为公司带来新的收入增长点。

表5：截至2020年3月末公司土地一级开发项目情况（单位：亩、亿元）

| 项目名称 | 开发主体 | 土地面积 | 土地用途 | 总投资额 | 已投资额 | 开发进度 |
|--------------|----------|-----------------|-----------|--------------|--------------|-------------|
| 保税物流中心项目 | 民众城投 | 1,744.00 | 工业用地 | 2.94 | 2.94 | 已完工 |
| 中山北站周边 | 中山城投 | 382.00 | 商业和配套建设用地 | 8.35 | 8.35 | 整合暂停 |
| 南区商住地 | 中山城投 | 1,122.00 | 商住用地 | 2.03 | 2.03 | 150亩正办理供地手续 |
| 南区飞蛾嘴 | 中山城投 | 332.00 | 商业用地 | 1.68 | 1.68 | 已完工 |
| 中山市智能制造装备产业园 | 板芙城投 | 4,617.66 | 工业用地 | 26.60 | 17.06 | 建设开发中 |
| 合计 | - | 8,197.66 | - | 41.60 | 32.06 | - |

注：1、中山保税物流中心二期项目土地征收工作已经全面完成，因未有建设用地指标，未能申请办理土地证；2、由于中山市政府改变开发建设规划，中山北站周边新的开发计划正在制定中。

土地二级转让方面，公司土地主要在中山城投和中山市翠亨地产开发有限公司（以下简称“翠亨地产”）等下属公司名下。公司根据自身经营和资金需求情况制定土地转让计划，并委托房地产评估咨询机构对准备转让的土地进行评估定价，然后将出让方案上报中山市国资委备案。备案通过后，公司通过土地储备中心对出让土地收储，转让收入由土地储备中心交付公司。

截至2020年3月末，公司拥有有证土地5,075亩，主要系住宅用地3,406.33亩，账面价值合计为

19.19亿元，其中，中山城投拥有土地1,154.84亩，翠亨地产拥有土地2,154.55亩，中山市土地开发物业管理有限公司（以下简称“土地物业公司”）拥有土地1,373.41亩，其余土地由各子公司分散持有，其中翠亨地产的土地主要位于中山市南朗镇，上述土地均已足额缴纳土地出让金。这些土地系原中山市国资委将这些子公司股权划入公司时取得，账面价值以成本计量计入公司存货。2019年公司共计转让土地307亩，均系中山城投转让，实现土地转让收入13.95亿元。

总体来看，土地整理业务未来或对公司收入形成一定贡献，同时，子公司所持有土地增加了公司抗风险能力，为公司发展和资金周转提供了保障；并且随着公司整理的土地未来或将陆续出让，公司将有新的收入增长点。

公共交通业务是公司重要的收入来源，该业务公益性较强且亏损较为严重，但受到政府补贴较大的支持，可获得全额亏损弥补

公共交通业务主要由公司的全资子公司中山市公共交通集团有限公司（以下简称“公交公司”）经营。公交公司成立于 1975 年 10 月，具有国家道路旅客运输二级资质，是中山市唯一国有法人独资公交客运企业。公交公司主要负责中山市内包车客运、县级班车客运、出租客运、机动车车辆修理、广告设计制作与发布以及公司停车场内停车服务等。因受网约车市场的冲击，出租车业务盈利状况较弱，自 2019 年 5 月起，公交公司不再经营出租车业务，并于 2019 年 11 月报废出租车 150 辆，确认资产处置收入 5.99 万元。

截至 2020 年 3 月末，公交公司拥有公共汽车 2,093 辆，公共自行车 12,000 辆¹，公交线路 196 条。2018 年公司公共汽车数量大幅增加，主要系新购置新能源车所致²，2019 年公交车数量有所减少主要系公司报废一批车辆，此外，根据市交通局规划，2019 年公司新增线路 9 条。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司公交业务收入³2.73 亿元、2.50 亿元、2.23 亿元和 0.23 亿元，同期，公交客运量分别为 1.92 亿人次、1.74 亿人次、1.38 亿人次和 0.20 亿人次。社会经济转型升级、道路拥堵愈发严重，公交车周转效率下降等因素使得客流量持续下降。

表 6：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公交公司运营情况

| 年份 | 运营车辆（辆） | 总车座（座） | 客运量（亿人） | 公交收入（亿元） | 财政补贴（亿元） |
|------|---------|--------|---------|----------|----------|
| 2017 | 2,288 | 72,671 | 1.92 | 2.73 | 5.14 |

¹ 数据口径为投入经营的车辆。

² 公司购置新能源车辆于 2018 年实际到位，但 2019 年将相关资产纳入财务报表。

| | | | | | |
|----------|-------|--------|------|------|------|
| 2018 | 3,048 | 90,095 | 1.74 | 2.50 | 6.10 |
| 2019 | 2,093 | 54,688 | 1.38 | 2.23 | 6.39 |
| 2020.1~3 | 2,093 | 54,688 | 0.20 | 0.23 | 1.72 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财政补助方面，为支持公交企业发展，2015 年 12 月 17 日中山市交通运输局、中山市财政局和相关部门联合制定了《中山市公共交通企业财政补贴及监督管理暂行办法》和《中山市公共交通客运服务成本规制方案》。本办法及规制方案自 2016 年 1 月 1 日起实施。管理暂行办法规定，中山市政府给予行业多项补贴，主要包括特定人员乘车优惠补贴，持中山通普通 IC 卡乘车优惠补贴、公共交通成本规制补贴、购置公共汽车补贴（将公司公共汽车购车资金承担比例由公司承担 70% 调整为承担 30%，购车资金的 70% 由财政实施补贴）、公共汽车路桥通行费补助等。中山市政府通过了公交公司的成本规制方案，从 2016 年起，对于公交公司亏损的数额由市财政全额补亏。2017~2019 年，公司分别获得公共交通业务方面政府补贴 5.14 亿元、6.10 亿元和 6.39 亿元。

总体看来，公交运输业务作为关系国计民生的社会公益事业，受到政府部门的高度重视，无论从车辆注资购买、票价补贴还是交通成本补贴方面都给予大力支持。并且自 2016 年开始，中山公交落实成本规制，除了常规补贴外，公交公司经审计后的当年亏损全部通过财政补贴返还，当前公共交通业务整体发展平稳。

土地指标服务业务是公司特殊职能，收入受宏观经济政策和土地政策影响而存在一定不确定性

公司土地指标服务业务是中山市政府赋予公司的一项特殊职能，是公司承担城市基础设施建设项目建设的一种重要补偿方式。土地指标服务业务主要由中山城投负责运营。

土地指标是指用于建设用地的配套指标，中山城

³ 公司客运服务业务收入中除公交业务收入外，还有包车、出租车收入等，故该表客运收入与分板块业务收入有所差别。

投的土地指标服务即公司通过易地开发的方式有偿取得补充耕地指标，并将所取得的指标出售的行为。

公司通常先与省内土地指标富裕地区洽谈并达成买卖意向后，再通过中山市自然资源局报送广东省自然资源厅进行核查，核实批准后，买卖双方按照相关协议交易土地指标。出让时，公司根据中山市自然资源局每年规划的用地方案表，与用地单位签订出让土地指标协议并收取费用；公司开具划转土地指标通知报送市自然资源局，中山市自然资源局相应核减公司购入的土地指标数量。根据《关于土地指标有偿转让收益上缴问题的批复》（中府办复[2007]9号），公司的土地指标有偿转让收益扣除相关成本后，再作为中山市人民政府追加的资金投入返还给公司。根据《关于开垦整理补充耕地项目主体问题的批复》（中府办复[2008]426号），2009年起，公司作为项目主体，自主经营、自主纳税，将土地指标服务收入转为自营收入，不再经财政转注资。

公司购入补充耕地指标一方面实现了中山市的耕地占补平衡，另一方面也支持了广东省耕地占补平衡工作的开展。截至2020年3月末，公司土地指标结余数量为3.61万亩。2019年，公司结余土地指标的加权平均买入成本为1.24万/亩，土地指标加权平均卖出价格为2.54万/亩。2017~2019年及2020年1~3月，公司实现的土地指标业务收入分别为1.02亿元、3.45亿元、1.07亿元和0.33亿元，2018年受水田指标价格上升影响收入大幅上升。公司目前土地指标充足，未来几年以土地指标消化为主，但运作情况可能受宏观经济政策和土地政策调整等因素影响，土地指标出让存在一定不确定性。

表7：2017~2019年及2020年1~3月公司土地指标业务

| 年份 | 出售面积 (亩) | 销售收入 (亿元) | 结余数量 (亩) |
|----------|-------------|--------------|-------------|
| 2017 | 4,057 | 1.02 | 50,881 |
| 2018 | 4,717 | 3.45 | 46,164 |
| 2019 | 4,211 | 1.07 | 37,379 |
| 2020.1~3 | 1,319 | 0.33 | 36,060 |

注：1、2017年退回湛江市土地指标9,979.47亩；2、2018年公司向雷州市土地开发中心退还原购买的4,560.48亩补充耕地指标。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，中山市政府将本应自然资源部门负责的土地指标业务划归公司执行和管理，体现了公司的突出地位及中山市政府对公司发展的大力支持。但受宏观经济政策和土地政策调整等因素影响，土地指标服务业务收入波动较大。

物流业务收入来自于保税物业中心项目的运营，收入规模整体较小且呈现波动趋势

公司物流业务收入主要来源于中山保税物业中心项目首期的运营。该项目是广东省新十项工程和中山市“十一五”重点工程项目，位于中山市民众镇浪网村，东邻番中公路，西连京珠高速公路，北接阳光大道，南靠新龙快速干线，是珠三角西岸的重要物流枢纽。中山保税物流中心首期项目建设用地801亩，已建成的仓库面积约16万平方米、集装箱堆场2万平方米，预留约14万平方米的仓储面积；中心配置进出境货运车辆检查场，占地7.5万平方米，设计吞吐能力每日1,500车次。

近年来，中山保税物流中心项目首期的运营已为公司带来一定的仓库、堆场等租赁收入和相关物流业务收入。2017~2019年及2020年1~3月，公司中山保税物流中心首期实现物流业务收入分别为3,223.59万元、2,222.18万元、2,296.89万元和390.49万元，略有波动，主要系中山市政府对保税物流中心贴息政策终止，同时受海关总署通关一体化新政策影响，车检场转关业务减少所致。

其他业务

公司还经营有广告业务、交易业务和医疗废物处置业务等。

公司的广告业务主要为中山城投下属子公司中山市新域广告有限公司运营的户外广告和其下属子公司公交公司在公交汽车的车身广告。2017~2019年及2020年1~3月，公司广告业务收入分别为2,544.16万元、2,210.58万元、774.97万元和277.78万元。

公司的交易服务业务包括公有资产交易服务、非公有产权交易服务、城市公共资源交易服务、产

权交易鉴证服务，由子公司中山产权交易中心有限公司经营。2018~2019年，公司交易服务业务收入分别为806.51万元和403.23万元。

医疗废物处置业务由中山城投负责运营，主要系向中山市医疗机构收取医疗废物处理费。2017~2019年，医疗废物处置业务收入分别为840.97万元、884.33万元和2.59万元。

总体来看，公司其他业务收入规模较小，但可对公司收入形成一定补充。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2018~2019年审计报告以及未经审计的2020年一季度财务报表。公司各期财务报告按照新会计准则编制，所有数据均为合并报表口径。其中，2017~2018年数据系采用2018~2019年审计报告追溯调整的期初数，2019年数据系采用2019年审计报告的期末数。

此外，根据公司合并中山城投的事项，北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2019年模拟财务报表审计报告⁴。以下合并中山城投后的财务分析还使用未经审计的合并中山城投后的2020年一季度财务报表。公司各期财务报告按照新会计准则编制，所有数据均为合并报表口径。其中，2018年数据系采用2019年模拟财务报表审计报告追溯调整的期初数，2019年数据系采用2019年模拟财务报表审计报告的期末数。

合并中山城投前，公司收入主要来自于物业租赁、物业转让、项目代建以及土地开发整理等业务，受公司购入物业导致物业租赁收入有所增加的影响，近年来营业收入整体呈增加趋势，2019年公司实现营业收入2.17亿元，较去年略有下降，主要系

⁴ 根据中山市人民政府国有资产监督管理委员会2013年12月12日中府国资[2013]235号“关于组建成立中山城市建设集团有限公司的通知”，将其所持有的中山市城市建设投资集团有限公司整体评估注入本公司，截止2020年6月29日完成相关手续。模拟合并财务报表假设中山市人民政府国有资产监督管理委员会已于报告期初将其所持有的

其他业务中的项目代建业务及土地开发整理业务进展缓慢。2020年1~3月，公司实现营业收入0.33亿元，全部为物业租赁收入。

表8：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

| 收入 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1-3 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 物业租赁 | 1.45 | 1.94 | 2.01 | 0.33 |
| 物业转让 | 0.03 | 0.08 | 0.0006 | - |
| 代建管理费 | 0.03 | - | - | - |
| 其他 | 0.23 | 0.26 | 0.16 | - |
| 合计 | 1.73 | 2.28 | 2.17 | 0.33 |
| 毛利率 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1-3 |
| 物业租赁 | 42.97 | 63.88 | 61.68 | 45.20 |
| 物业转让 | -23.32 | 59.42 | - | - |
| 代建管理费 | 100.00 | - | - | - |
| 其他 | 86.31 | 69.23 | 99.63 | - |
| 营业毛利率 | 48.70 | 64.07 | 64.41 | 45.20 |

注：2019年及2020年1~3月数据系未合并中山城投的2019年审计报告及2020年1~3月未经审计的财务报告。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从毛利率来看，2019年，公司营业毛利率为64.41%，较去年小幅提升。其中，公司物业租赁毛利率受房地产市场影响而有所波动，2019年毛利率为61.68%，较去年下降2.20%。2020年1~3月，公司仅物业租赁确认收入，营业毛利率为45.20%。

表9：近年来公司盈利能力相关指标（万元）

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1-3 |
|---------|----------|------------|----------|----------|
| 销售费用 | - | - | - | - |
| 管理费用 | 2,798.02 | 4,157.38 | 4,321.03 | 902.65 |
| 研发费用 | - | - | - | - |
| 财务费用 | 1,436.77 | 2,760.91 | 5,528.91 | 924.85 |
| 期间费用合计 | 4,234.80 | 6,918.29 | 9,849.93 | 1,827.50 |
| 期间费用率 | 24.28% | 30.80% | 45.46% | 55.57% |
| 经营性业务利润 | 1,440.62 | 3,219.45 | 953.28 | -417.25 |
| 其中：其他收益 | - | 200.00 | - | - |
| 资产减值损失 | 28.23 | -56,278.80 | - | - |
| 投资收益 | 2,311.97 | 340.63 | 2,190.47 | - |
| 营业外损益 | 326.55 | -7,493.66 | -23.73 | -56.90 |
| 利润总额 | 4,050.90 | 52,345.21 | 3,084.40 | -474.15 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司利润总额主要来自经营性业务利润以及

中山市城市建设投资集团有限公司整体注入本公司，即假设2019年1月1日本公司已持有中山市城市建设投资集团有限公司全部股权并持续经营。

投资收益。2019年及2020年3月，公司分别实现利润总额0.31亿元和-0.05亿元，其中，2019年利润总额较去年变动明显主要系2018年公司冲减早期对土地储备中心已计入坏账损失的应收款而转回资产减值损失5.63亿元所致。2019年公司经营性业务利润为0.09亿元，较去年明显减少主要系财务费用增加所致。公司投资收益主要来自公司与香港新鸿基地产有限公司合作开发的位于中山市市区的奕翠园项目分红。

合并中山城投后，公司收入结构增加客运服务、土地指标以及保税物流等业务收入。2019年，公司营业收入主要来自于租赁业务收入、客运服务收入以及土地转让收入。

2019年公司实现营业收入20.66亿元，较去年明显增长，主要系中山城投转让土地确认收入13.95亿元。此外，土地指标收入明显下降，主要系2018年公司转让较多水田指标。2020年1-3月公司实现营业收入1.03亿元，主要来自于租赁业务和土地指标业务，营业收入明显减少，主要系受新冠疫情的影响，项目建设有所滞缓以及物业租金有所减免。

从毛利率来看，2019年，公司营业毛利率为14.46%，较去年明显上升主要系土地转让收入毛利水平较高。其中，公司物业租赁毛利率受物业租金逐年上升的影响而有所上升，2019年毛利率为63.13%，较去年上升5.51%；客运服务业务因执行政府限价，由政府补助予以平衡，营业收入无法覆盖成本，毛利率为负，近年来由于燃油成本提升等因素，毛利率进一步下降；土地指标毛利率较去年明显下降，主要系2018年公司转让1000余亩价格较高的水田指标；广告业务毛利率明显减少主要系公交广告收入的减少。2020年1-3月，公司营业毛利率明显减少主要系受新冠疫情影以及收入多集中于下半年确认等。

表 10：合并中山城投后，公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

| 收入 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1-3 |
|------|------|------|------|----------|
| 租赁业务 | 1.45 | 2.57 | 2.80 | 0.38 |
| 客运服务 | - | 2.63 | 2.28 | 0.24 |

| | 土地指标服务 | 3.45 | 1.07 | 0.33 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| 保税物流 | - | 0.22 | 0.23 | 0.04 |
| 典当贷款利息 | - | 0.13 | 0.10 | 0.00 |
| 广告业务 | - | 0.22 | 0.08 | 0.03 |
| 土地转让 | - | 0.00 | 13.95 | 0.00 |
| 物业转让 | 0.03 | - | - | - |
| 代建管理费 | 0.03 | - | - | - |
| 其他 | 0.23 | 0.86 | 0.14 | 0.02 |
| 合计 | 1.73 | 10.08 | 20.66 | 1.03 |
| 毛利率 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1-3 |
| 租赁业务 | 42.97 | 57.62 | 63.13 | 32.44 |
| 客运服务 | - | -208.93 | -279.34 | -683.31 |
| 土地指标服务 | - | 83.02 | 51.34 | 50.80 |
| 保税物流 | - | -16.04 | -11.03 | -62.82 |
| 典当贷款利息 | - | 100.00 | 100.00 | - |
| 广告业务 | - | 75.39 | 28.95 | 94.82 |
| 土地转让 | - | - | 49.83 | - |
| 物业转让 | -23.32 | - | - | - |
| 代建管理费 | 100.00 | - | - | - |
| 其他 | 86.31 | 66.20 | -7.67 | -69.79 |
| 营业毛利率 | 48.70 | -3.16 | 14.46 | -132.53 |

注：为增加数据可比性，2018年营业收入采用2019年模拟财务报表审计报告期初数，涵盖中山城投；典当贷款利息收入来自于中山中汇典当有限公司，其主营业务为财产抵押贷款业务，已于2020年初将该公司移交中山金融投资控股有限公司；租赁业务包含部分非物业租赁。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，合并中山城投后，公司期间费用仍然主要为管理费用与财务费用，2019年及2020年1-3月，公司期间费用分别为4.82亿元和0.89亿元。管理费用主要系职工薪酬，2019年管理费用保持稳定；财务费用主要系公司对外融资产生的财务性利息支出增加，此外，公司代关联企业融资产生的债务发生的利息支出由关联企业负担，不计入公司财务费用。总体来看，公司期间费用呈现稳定状态，但受2019年土地转让导致收入大幅增加，当年的期间费用率明显下降。

表 11：合并中山城投后，公司盈利能力相关指标（万元）

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.1-3 |
|---------|----------|------------|-----------|-----------|
| 销售费用 | - | 35.96 | 35.74 | 7.02 |
| 管理费用 | 2,798.02 | 13,265.89 | 12,976.19 | 2,969.99 |
| 研发费用 | - | - | - | - |
| 财务费用 | 1,436.77 | 35,687.41 | 35,185.56 | 5,971.34 |
| 期间费用合计 | 4,234.80 | 48,989.27 | 48,197.48 | 8,948.35 |
| 期间费用率 | 24.28% | 48.61% | 23.33% | 87.19% |
| 经营性业务利润 | 1,440.62 | 3,985.68 | 42,749.18 | -5,478.82 |
| 其中：其他收益 | - | 61,384.11 | 67,833.54 | 17,255.78 |
| 资产减值损失 | 28.23 | -56,823.45 | - | - |

| | | | | |
|-------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 投资收益 | 2,311.97 | 5,035.01 | 10,022.77 | 11.79 |
| 营业外损益 | 326.55 | -7,628.83 | -3,199.51 | 51.49 |
| 利润总额 | 4,050.90 | 58,221.21 | 49,565.29 | -5,415.54 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合并中山城投后，公司利润总额仍然主要来自经营性业务利润以及投资收益。2019年及2020年3月，公司分别实现利润总额4.96亿元和-0.54亿元，其中，2019年利润总额较去年明显减少主要系2018年中山城建冲减早期对土地储备中心已计入坏账损失的应收款而转回资产减值损失5.63亿元所致。2019年公司经营性业务利润为4.27亿元，较去年明显增加主要系当年中山城投实现土地转让收入。公司投资收益主要来自公司与香港新鸿基地产有限公司合作开发的位于中山市市区的奕翠园项目分红、对中山港航集团股份有限公司和中山中外运仓码有限公司等的股权投资收益和中山市汽车运输有限公司的现金分红。

中诚信国际认为，合并中山城投后，受公司整体业务具有公益性质的影响，主营业务毛利率整体较低，且较高的管理费用及财务费用对公司利润形成一定程度侵蚀，公司整体的盈利能力较弱。此外，公司业务受中山市区域经济与房地产市场影响较大，部分年份存在非经常性项目收入，公司利润波动较大。

合并中山城投后，公司资产规模有所上升；土地和物业资产、其他应收款以及项目成本在公司总资产中占比较大，物业资产收益性较强，但土地资产以及其他应收款流动性较弱；整体杠杆水平适中，债务结构多以长期债务为主

合并中山城投前，由于土地整理以及项目开发等业务进展缓慢，公司资产规模略有减少。2019年末，公司总资产为81.66亿元，总负债为40.57亿元，均略有下降；自有资本方面，同期，所有者权益（含少数股东权益）为41.09亿元。截至2020年3月末，公司总资产为82.22亿元，总负债为41.63亿元，所有者权益（含少数股东权益）为40.59亿元。

财务杠杆比率方面，2019年末，公司资产负债率为49.68%，同比下降3.21%。同期，总资本化比率为39.54%，同比下降5.21%。截至2020年3月末，公司资产负债率与总资本化比率分别为50.63%与40.38%。

资产结构方面，公司资产以流动资产为主。截至2020年3月末，公司流动资产为45.66亿元，占总资产的比重为55.53%，主要由货币资金、其他应收款与存货构成，占流动资产的比重分别为22.12%、21.85%和52.68%。

截至2020年3月末，公司非流动资产为36.57亿元，占总资产的比重为44.47%，主要由投资性房地产与长期股权投资构成，占非流动资产的比重分别为87.00%和1.98%。

表12：近年来公司主要资产情况（亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|--------|-------|-------|-------|--------|
| 货币资金 | 6.13 | 8.68 | 6.33 | 10.10 |
| 其他应收款 | 17.90 | 17.39 | 13.01 | 9.98 |
| 存货 | 20.57 | 22.24 | 23.94 | 24.05 |
| 流动资产 | 47.07 | 50.46 | 44.58 | 45.66 |
| 长期股权投资 | 1.05 | 1.07 | 0.97 | 0.72 |
| 投资性房地产 | 31.08 | 30.50 | 32.12 | 31.81 |
| 非流动资产 | 37.84 | 36.48 | 37.08 | 36.57 |
| 总资产 | 84.90 | 86.94 | 81.66 | 82.22 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债结构方面，公司负债以非流动负债为主。截至2020年3月末，公司总负债为41.63亿元，其中流动负债为16.92亿元，占总负债比重为40.63%；非流动负债为24.72亿元，占总负债比重为59.37%。

表13：近年来公司主要负债情况（亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|-------|-------|-------|-------|--------|
| 短期借款 | 9.00 | 2.60 | 5.30 | 1.50 |
| 应付账款 | 3.40 | 2.22 | 2.18 | 2.18 |
| 预收款项 | 2.88 | 2.63 | 2.61 | 2.63 |
| 其他应付款 | 10.42 | 7.48 | 8.22 | 9.21 |
| 流动负债 | 28.40 | 17.09 | 20.27 | 16.92 |
| 长期借款 | 9.56 | 17.14 | 14.05 | 10.96 |
| 应付债券 | 11.47 | 11.48 | 5.99 | 13.49 |
| 非流动负债 | 21.31 | 28.89 | 20.30 | 24.72 |
| 负债总额 | 49.71 | 45.98 | 40.57 | 41.63 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务结构方面，合并中山城投前，公司债务以

长期债务为主。2019年末公司总债务为26.88亿元，较去年下降6.31亿元，债务规模有所下降，同期，公司长短期债务比(短期债务/长期债务)为0.34倍，较上年末增加0.18倍。截至2020年3月末，公司总债务为27.49亿元，长短期债务比0.12倍。总体来看，公司债务结构以长期债务为主，短期债务偿还压力不大，但中长期债务压力较大。

合并中山城投后，公司资产规模有所增加。2019年末，公司总资产为172.94亿元；同期，总负债为114.12亿元，略有下降；自有资本方面，同期，所有者权益(含少数股东权益)为58.82亿元。截至2020年3月末，公司总资产为179.00亿元，总负债为119.73亿元，所有者权益(含少数股东权益)为59.27亿元。

财务杠杆比率方面，2019年末，公司资产负债率为65.99%，较去年下降1.50个百分点。同期，公司的总资本化比率为57.73%，下降4.47个百分点。截至2020年3月末，公司资产负债率与总资本化比率分别为66.89%与58.79%，公司承继中山城投的债务，财务杠杆比率较合并前有所上升。

合并中山城投后，资产结构方面，公司资产以流动资产为主。截至2020年3月末，公司流动资产为93.87亿元，占总资产的比重为52.44%，主要由货币资金、其他应收款与存货构成，占流动资产的比重分别为23.31%、11.36%和62.96%。截至2019年末，货币资金为12.13亿元，主要系银行存款，无受限货币资金。其他应收款为13.88亿元，主要系应收中山市土地储备中心的出售土地款6.97亿元以及应收中山市财政局的代扣代缴社保等1.62亿元。存货为58.39亿元，主要由中山市板芙镇智能制造装备产业园等在开发项目和已完工项目构成。

截至2020年3月末，公司非流动资产为85.13亿元，占总资产的比重为47.56%，主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产和在建工程构成，占非流动资产的比重分别为6.34%、48.06%、18.39%和12.41%。截至2019年末，公司长期股权投资为

4.69亿元，主要系持有的联营企业股权；公司投资性房地产为41.32亿元，均以成本计量，主要为公司用于出租的物业资产，其中未办妥产权证书的投资性房地产账面净值合计为2.03亿元；同期，固定资产16.20亿元，主要系房屋及建筑物，明显增加主要系公交公司购置新能源车；同期，在建工程为10.23亿元，主要系中山城投的轻轨站配套以及莲员路改造等在建项目投入。

表14：合并中山城投后，公司主要资产情况(亿元)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|--------|-------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 6.13 | 18.72 | 12.13 | 21.88 |
| 其他应收款 | 17.90 | 6.12 | 13.88 | 10.66 |
| 存货 | 20.57 | 63.99 | 58.39 | 59.10 |
| 流动资产 | 47.07 | 92.13 | 87.48 | 93.87 |
| 长期股权投资 | 1.05 | 4.56 | 4.69 | 5.40 |
| 投资性房地产 | 31.08 | 39.98 | 41.32 | 40.91 |
| 固定资产 | 2.63 | 10.74 | 16.20 | 15.66 |
| 在建工程 | 0.24 | 10.66 | 10.23 | 10.57 |
| 非流动资产 | 37.84 | 77.75 | 85.47 | 85.13 |
| 总资产 | 84.90 | 169.89 | 172.94 | 179.00 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

合并中山城投后，负债结构方面，公司负债以非流动负债为主。截至2020年3月末，公司总负债为119.73亿元，其中流动负债为47.26亿元，占总负债比重为39.47%；非流动负债为72.47亿元，占总负债比重为60.53%。

公司非流动负债主要由长期借款与应付债券构成，截至2020年3月末，分别占非流动负债的比重为67.27%和25.51%。截至2019年末，长期借款为35.43亿元，主要为抵押借款和信用借款；同期应付债券为10.99亿元，主要为16香城建和17中山城投MTN001，利率分别为4.75%和4.98%，截至出报告日，17中山城投MTN001已偿还；2020年1季度公司发行20香建01和20中山城建MTN001，利率分别为3.75%和3.60%，期限分别为5年和3年。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和其他流动负债构成，截至2020年3月末，分别占流动负债的比重为13.37%、18.03%、33.00%和22.76%。截至2019年末，短期借款为10.90

亿元，主要系保证借款、抵押借款和信用借款。应付账款为 8.64 亿元，主要系因产权交易以及财政拨款未确定等历史问题产生的应付市公司往来、中山市解困办以及城建办等往来款项。其他应付款为 15.08 亿元，主要为应付中山市板芙城镇房地产开发公司的股东借款和租金等、应付中山市国资委、解困办以及中山市改造旧城区指挥室等的往来款、应付代收代支款和预收成本规制补贴；其他流动负债 22.54 亿元，主要系 19 中山城投 SCP001、19 中山城投 SCP002 和 19 中山城投 CP001，利率分别为 3.62%、3.67% 和 3.73%，截至 2020 年 3 月末，仅存续 19 中山城投 CP001（于 2020 年 4 月到期）。

表 15：合并中山城投后，公司主要负债情况（亿元）

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|--------|-------|--------|--------|--------|
| 短期借款 | 9.00 | 15.77 | 10.90 | 6.32 |
| 应付账款 | 3.40 | 3.17 | 8.64 | 8.52 |
| 其他应付款 | 10.42 | 13.49 | 15.08 | 15.60 |
| 其他流动负债 | 0.03 | 12.53 | 22.54 | 10.76 |
| 流动负债 | 28.40 | 51.40 | 64.84 | 47.26 |
| 长期借款 | 9.56 | 35.61 | 35.43 | 48.75 |
| 应付债券 | 11.47 | 26.48 | 10.99 | 18.49 |
| 非流动负债 | 21.31 | 63.25 | 49.28 | 72.47 |
| 负债总额 | 49.71 | 114.65 | 114.12 | 119.73 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务结构方面，合并中山城投后，公司债务仍以长期债务为主。2019 年末公司总债务为 80.32 亿元，较去年下降 10.54 亿元，债务规模有所下降，主要系中山城投债务陆续到期，同期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.73 倍，较上年末上升 0.27 倍。截至 2020 年 3 月末，公司总债务为 84.56 亿元，略有上升，长短期债务比 0.26 倍，明显下降，主要系短期债务到期和中山城建公开市场发行债务导致长期债务上升。总体来看，合并中山城投后，公司债务结构仍以长期债务为主，中长期债务偿还压力较大。

合并中山城投后，公司具有稳定的经营净现金流，EBITDA 对债务利息具有一定覆盖能力，且公司备用流动性充足，整体偿债压力较小；部分土地及投资性房地产因抵押借款而受限

合并中山城投后，从偿债指标来看，2019 年公司总债务/EBITDA 为 9.93 倍，较上年增长 5.15 倍；EBITDA 利息倍数为 2.18 倍，较上年减少 4.37 倍。总体来看，EBITDA 对公司债务利息保障能力较强，但对债务本金的覆盖能力欠佳，此外，EBITDA 对债务本息的覆盖能力均有所减弱。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|--------------|-------|-------|-------|--------|
| 总债务 | 30.53 | 33.18 | 26.88 | 27.49 |
| 短期债务 | 9.50 | 4.57 | 6.84 | 3.04 |
| 长期债务 | 21.03 | 28.61 | 20.03 | 24.45 |
| 货币资金/短期债务 | 0.65 | 1.90 | 0.92 | 3.32 |
| EBITDA/短期债务 | 0.15 | 1.52 | 0.40 | - |
| 经营活动净现金流 | 9.21 | 1.24 | 1.28 | 0.29 |
| 经营活动净现金/总债务 | 0.30 | 0.04 | 0.05 | 0.04 |
| 经营活动净现金/利息支出 | 18.60 | 1.17 | 1.03 | 1.65 |
| EBITDA | 1.45 | 6.94 | 2.71 | - |
| 总债务/EBITDA | 21.00 | 4.78 | 9.93 | - |
| EBITDA 利息倍数 | 2.93 | 6.55 | 2.18 | - |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合并中山城投后，现金流方面，2019 年及 2020 年 1-3 月，公司经营活动净现金流分别为 11.96 亿元和 7.16 亿元，基本保持稳定。同期，公司经营活动净现金/总债务分别为 0.15 倍和 0.34 倍，经营活动净现金/利息支出分别为 2.59 倍和 9.73 倍。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和折旧构成，2019 年公司 EBITDA 为 10.73 亿元，与去年相比基本保持平稳。同期，公司利润总额为 4.96 亿元，较去年下降主要系 2018 年公司冲减早期对土地储备中心已计入坏账损失的应收账款而转回资产减值损失。

从偿债指标来看，2019 年公司总债务/EBITDA 为 7.49 倍，较上年下降 0.96 倍；EBITDA 利息倍数为 2.33 倍，较上年下降 0.18 倍。总体来看，EBITDA 对公司债务利息保障能力较强，但对债务本金的覆盖能力欠佳，此外，EBITDA 对债务利息的覆盖能力有所减弱。

表 17：合并中山城投后，公司现金流及偿债指标情况

| 项目 | (亿元、X) | | | |
|-----|--------|-------|-------|--------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
| 总债务 | 30.53 | 90.86 | 80.32 | 84.56 |

| | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 短期债务 | 9.50 | 28.77 | 33.90 | 17.32 |
| 长期债务 | 21.03 | 62.09 | 46.42 | 67.24 |
| 货币资金/短期债务 | 0.65 | 0.65 | 0.36 | 1.26 |
| EBITDA/短期债务 | 0.15 | 0.37 | 0.32 | - |
| 经营活动净现金流 | 9.21 | 3.56 | 11.96 | 7.16 |
| 经营活动净现金/总债务 | 0.30 | 0.04 | 0.15 | 0.34 |
| 经营活动净现金/利息支出 | 18.60 | 0.83 | 2.59 | 9.73 |
| EBITDA | 1.45 | 10.75 | 10.73 | - |
| 总债务/EBITDA | 21.00 | 8.45 | 7.49 | - |
| EBITDA 利息倍数 | 2.93 | 2.51 | 2.33 | - |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

到期债务方面，合并中山城投后，2020年4~12月及2021年~2023年公司到期债务分别为23.92亿元、14.40亿元、11.83亿元及35.56亿元，其中短期内面临一定偿债压力，中诚信国际将对公司到期债务偿付保持持续关注。

表 18：截至 2020 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

| 年份 | 2020.4-12 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----|-----------|-------|-------|-------|
| 金额 | 23.92 | 14.40 | 11.83 | 35.56 |

注：2020.4~12 的到期债务包含到期长期借款 9.02 亿元。

资料来源：公司提供

受限资产方面，合并中山城投后，截至2019年末，公司受限资产账面价值为9.35亿元，主要系用于抵押借款的土地以及投资性房地产等，占总资产比重为5.41%。

银行授信方面，合并中山城投后，截至2020年3月末，公司银行授信总额为125.13亿元，剩余未使用额度为54.64亿元，备用流动性较为充足。

对外担保方面，合并中山城投后，截至2020年3月末，公司无对外担保。

中诚信国际认为，公司为中山市重要的国有资产经营管理主体，公司持有的中山市市区多处优质物业为公司带来稳定的经营收入；但同时公司尚有较多未出让土地，未来土地出让受区域经济、房地产市场因素影响较大；合并中山城投后公司业务结构更加多元化，但仍需关注公司资产整体流动性较弱、利润较不稳定的情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020年7月20日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支

付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为中山市最重要的国有资产经营管理主体，主要从事物业租赁和土地整理业务，为当地经济发展做出一定的贡献，并在资本金注入等方面得到了政府的支持；公司合并中山城投后实力进一步增强

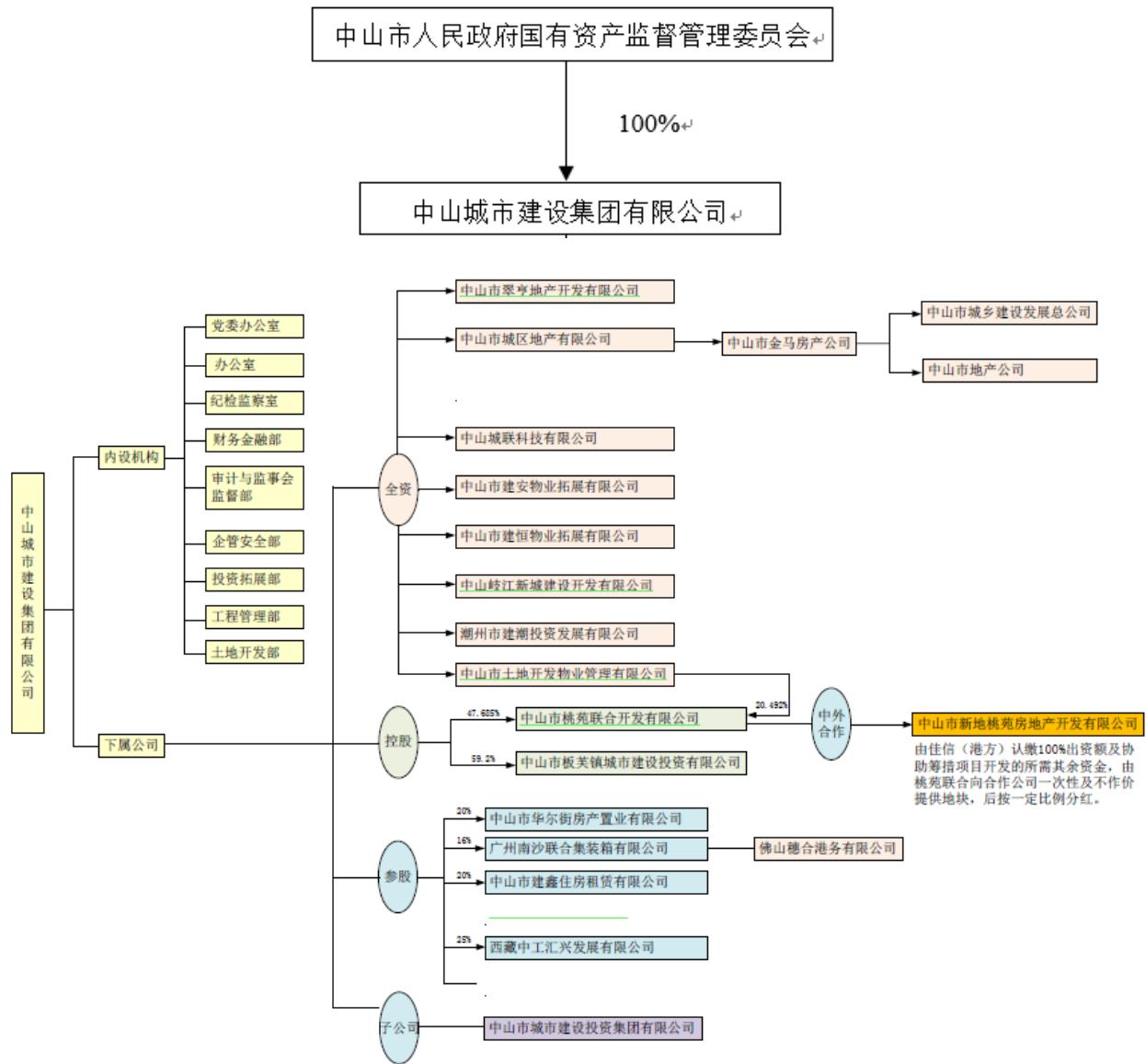
公司为中山市重要的国有资产经营管理主体，主要从事中山市属公房（包括住宅、行政办公楼等）与商铺的租赁管理，以及商务楼等商业物业开发等业务。近年来，公司陆续获得股东中山市国资委较多的实物资产、股权注入与增资，所有者权益（含少数股东权益）持续增长，其中注入公司的资产包括原中山市公房管理所资产和市属行政事业单位（市委、市政府大院，公、检、法办公大楼除外）的公有房产以及其他国有企业股权。2018年，公司收到中山市国资委注资1.50亿元，用于潮州市工业房产财政扶贫基金。

此外，为推动国企高质量发展，中山市国资委计划将中山城投整合为公司下属全资子公司。合并方案已于2020年6月9日通过市国资委会议决议，合并后的公司实力将进一步增强。合并中山城投后，公司成为中山市最重要的国有资产经营管理和社会基础设施建设主体。

评级结论

综上所述，中诚信国际将中山城市建设集团有限公司的主体信用等级由**AA**调升至**AA⁺**，评级展望为稳定；将“20香建01”信用等级由**AA**调升至**AA⁺**。

附一：合并中山城投后，中山城市建设集团有限公司股权结构图及组织结构图 (截至 2020 年 3 月末)



资料来源：公司提供

附二：中山城市建设集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|-------------------|-------------|------------|------------|------------|
| 货币资金 | 61,342.53 | 86,822.02 | 63,279.91 | 101,009.67 |
| 应收账款 | 20,538.55 | 16,002.77 | 11,868.67 | 14,255.10 |
| 其他应收款 | 179,033.26 | 173,936.43 | 130,117.35 | 99,779.87 |
| 存货 | 205,698.60 | 222,422.51 | 239,364.00 | 240,531.07 |
| 长期投资 | 16,674.77 | 26,182.45 | 9,702.46 | 34,123.27 |
| 在建工程 | 2,385.84 | 2,789.58 | 3,154.37 | 3,630.00 |
| 无形资产 | 128.53 | 181.20 | 203.19 | 220.36 |
| 总资产 | 849,020.09 | 869,380.02 | 816,611.28 | 822,234.94 |
| 其他应付款 | 104,151.90 | 74,828.63 | 82,177.25 | 92,114.61 |
| 短期债务 | 95,000.00 | 45,695.89 | 68,427.89 | 30,427.89 |
| 长期债务 | 210,268.56 | 286,143.00 | 200,346.92 | 244,469.42 |
| 总债务 | 305,268.56 | 331,838.89 | 268,774.81 | 274,897.31 |
| 总负债 | 497,149.45 | 459,776.14 | 405,693.66 | 416,315.61 |
| 费用化利息支出 | 4,952.32 | 10,592.70 | 12,415.67 | 1,729.93 |
| 资本化利息支出 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 实收资本 | 219,977.74 | 228,377.74 | 228,377.74 | 228,377.74 |
| 少数股东权益 | 33,474.21 | 31,877.71 | 35,638.76 | 36,014.26 |
| 所有者权益合计 | 351,870.64 | 409,603.89 | 410,917.62 | 405,919.33 |
| 营业总收入 | 17,440.88 | 22,459.14 | 21,668.96 | 3,288.70 |
| 经营性业务利润 | 1,440.62 | 3,219.45 | 953.28 | -417.25 |
| 投资收益 | 2,311.97 | 340.63 | 2,190.47 | 0.00 |
| 净利润 | 3,309.51 | 36,865.48 | 2,750.75 | -474.15 |
| EBIT | 9,003.23 | 62,937.91 | 15,500.07 | 1,255.77 |
| EBITDA | 14,533.44 | 69,405.53 | 27,067.85 | - |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 14,931.25 | 23,612.85 | 18,520.97 | - |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 166,119.80 | 93,043.93 | 86,662.06 | 8,738.83 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 30,647.37 | 15,847.93 | 18,205.13 | 231.06 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 48,361.69 | 77,927.11 | 65,607.85 | 3,211.72 |
| 吸收投资收到的现金 | 25,000.00 | 8,400.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本支出 | 88,313.91 | 1,533.53 | 1,909.77 | 82.17 |
| 经营活动产生现金净流量 | 92,102.81 | 12,392.65 | 12,804.01 | 2,862.90 |
| 投资活动产生现金净流量 | -100,956.55 | -7,795.65 | -3,337.91 | -82.17 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 35,283.67 | 23,160.17 | -32,977.79 | 34,949.03 |
| 财务指标 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
| 营业毛利率（%） | 47.64 | 59.51 | 64.41 | 45.20 |
| 期间费用率（%） | 24.28 | 30.80 | 45.46 | 55.57 |
| 应收类款项/总资产（%） | 24.07 | 21.98 | 17.53 | 14.01 |
| 收现比（X） | 0.86 | 1.05 | 0.85 | 0.46 |
| 总资产收益率（%） | 1.11 | 7.32 | 1.84 | 0.61* |
| 资产负债率（%） | 58.56 | 52.89 | 49.68 | 50.63 |
| 总资本化比率（%） | 46.45 | 44.76 | 39.54 | 40.38 |
| 短期债务/总债务（%） | 0.31 | 0.14 | 0.25 | 0.11 |
| FFO/总债务（X） | 0.05 | 0.03 | 0.09 | 0.04* |
| FFO 利息倍数（X） | 2.87 | 1.07 | 1.95 | 1.65 |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数（X） | 18.60 | 1.17 | 1.03 | 1.65 |
| 总债务/EBITDA（X） | 21.00 | 4.78 | 9.93 | - |
| EBITDA/短期债务（X） | 0.15 | 1.52 | 0.40 | - |
| 货币资金/短期债务（X） | 0.65 | 1.90 | 0.92 | 3.32 |
| EBITDA 利息覆盖倍数（X） | 2.93 | 6.55 | 2.18 | - |

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理，2017~2018 年数据系采用 2018~2019 年审计报告追溯调整的期初数，2019 年数据系采用 2019 年审计报告的期末数；2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；3、将其他应付款中有息债务部分调入短期债务；4、公司未提供 2020 年一季度现金流量表补充资料，故相关计算指标无效；5、标*的数据已年化。

附三：中山城市建设集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径，合并中山城投后）

| 财务数据 (单位: 万元) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 61,342.53 | 187,187.94 | 121,294.13 | 218,838.00 |
| 应收账款 | 20,538.55 | 19,972.40 | 14,481.88 | 5,501.44 |
| 其他应收款 | 179,033.26 | 61,155.45 | 138,754.44 | 106,641.55 |
| 存货 | 205,698.60 | 639,867.81 | 583,905.34 | 590,986.37 |
| 长期投资 | 16,674.77 | 117,986.25 | 46,934.01 | 135,695.93 |
| 在建工程 | 2,385.84 | 106,618.62 | 102,300.66 | 105,678.71 |
| 无形资产 | 128.53 | 39,622.81 | 38,842.49 | 38,934.85 |
| 总资产 | 849,020.09 | 1,698,853.46 | 1,729,418.48 | 1,790,034.69 |
| 其他应付款 | 104,151.90 | 134,858.73 | 150,844.82 | 155,968.76 |
| 短期债务 | 95,000.00 | 287,741.80 | 339,000.00 | 173,167.00 |
| 长期债务 | 210,268.56 | 620,860.85 | 464,206.92 | 672,386.55 |
| 总债务 | 305,268.56 | 908,602.65 | 803,206.92 | 845,553.55 |
| 总负债 | 497,149.45 | 1,146,548.32 | 1,141,227.08 | 1,197,322.34 |
| 费用化利息支出 | 4,952.32 | 42,847.96 | 46,124.13 | 7,356.67 |
| 资本化利息支出 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 实收资本 | 219,977.74 | 357,663.16 | 357,663.16 | 331,755.85 |
| 少数股东权益 | 33,474.21 | 30,837.97 | 34,997.95 | 30,863.18 |
| 所有者权益合计 | 351,870.64 | 552,305.15 | 588,191.40 | 592,712.35 |
| 营业总收入 | 17,440.88 | 100,770.88 | 206,562.85 | 10,262.70 |
| 经营性业务利润 | 1,440.62 | 3,985.68 | 42,749.18 | -5,478.82 |
| 投资收益 | 2,311.97 | 5,035.01 | 10,022.77 | 11.79 |
| 净利润 | 3,309.51 | 40,197.17 | 40,765.99 | -5,415.54 |
| EBIT | 9,003.23 | 101,069.17 | 95,689.43 | - |
| EBITDA | 14,533.44 | 107,536.79 | 107,257.21 | - |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 14,931.25 | 95,733.74 | 136,449.73 | 9,650.35 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 166,119.80 | 95,913.42 | 150,896.01 | 89,339.56 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 30,647.37 | 59,844.78 | 44,872.49 | 3,976.06 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 48,361.69 | 35,394.82 | 66,849.73 | 8,009.64 |
| 吸收投资收到的现金 | 25,000.00 | 8,400.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本支出 | 88,313.91 | 9,728.63 | 58,664.61 | 1,024.07 |
| 经营活动产生现金净流量 | 92,102.81 | 35,593.85 | 119,580.09 | 71,600.68 |
| 投资活动产生现金净流量 | -100,956.55 | -13,061.25 | -7,607.19 | 2,055.97 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 35,283.67 | 34,870.15 | -177,830.30 | 32,417.08 |
| 财务指标 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.3 |
| 营业毛利率 (%) | 47.64 | -3.16 | 14.46 | -132.53 |
| 期间费用率 (%) | 24.28 | 48.61 | 23.33 | 87.19 |
| 应收款项/总资产 (%) | 24.07 | 4.84 | 8.93 | 6.40 |
| 收现比 (X) | 0.86 | 0.95 | 0.66 | 0.94 |
| 总资产收益率 (%) | 1.11 | 11.76 | 5.58 | 0.44* |
| 资产负债率 (%) | 58.56 | 67.49 | 65.99 | 66.89 |
| 总资本化比率 (%) | 46.45 | 62.19 | 57.73 | 58.79 |
| 短期债务/总债务 (%) | 0.31 | 0.32 | 0.42 | 0.20 |
| FFO/总债务 (X) | 0.05 | 0.04 | 0.16 | 0.34* |
| FFO 利息倍数 (X) | 2.87 | 0.80 | 2.84 | 9.73 |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数 (X) | 18.60 | 0.83 | 2.59 | 9.73 |
| 总债务/EBITDA (X) | 21.00 | 8.45 | 7.49 | - |
| EBITDA/短期债务 (X) | 0.15 | 0.37 | 0.32 | - |
| 货币资金/短期债务 (X) | 0.65 | 0.65 | 0.36 | 1.26 |
| EBITDA 利息覆盖倍数 (X) | 2.93 | 2.51 | 2.33 | - |

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2018 年审计报告、2019 年模拟财务报表审计报告及 2020 年一季度未经审计合并中山城投的财务报表整理，2017 年数据系采用 2018 年审计报告追溯调整的期初数，2018 年数据系采用 2019 年模拟财务报表审计报告追溯调整的期初数，2019 年数据系采用 2019 年模拟财务报表审计报告的期末数；2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；3、将其他流动负债和其他应付款中有息债务部分调入短期债务；4、公司未提供 2020 年一季度现金流量表补充资料，故相关计算指标无效；5、标*的数据已年化。

附四：基本财务指标的计算公式

| 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+其他债务调整项 |
| | 总债务 = 长期债务+短期债务 |
| | 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+所有者权益合计) |
| | 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 |
| | 应收类款项/总资产 = (应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产 |
| 盈利能力 | 营业成本合计 = 营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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 |
| | 营业毛利率 = (营业总收入—营业成本合计)/营业总收入 |
| | 期间费用合计 = 财务费用+管理费用+销售费用+研发费用 |
| | 期间费用率 = (销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入 |
| | 经营性业务利润 = 营业总收入—营业成本合计—税金及附加—销售费用—管理费用—研发费用—财务费用+其他收益 |
| | EBIT (息税前盈余) = 利润总额+费用化利息支出 |
| | 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 |
| 现金流 | 总资产收益率 = EBIT/总资产平均余额 |
| | EBIT 利润率 = EBIT/当年营业总收入 |
| | EBITDA 利润率 = EBITDA/当年营业总收入 |
| | FFO (营运现金流) = 经营活动净现金流—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) |
| | 收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 |
| | 资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 |
| | EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出) |
| 偿债能力 | FFO 利息覆盖倍数 = FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出) |
| | 经营活动净现金流利息覆盖倍数 = 经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出) |

注：“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。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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

附五：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号 | 含义 |
|------------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象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 | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 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。

| 中长期债券等级符号 | 含义 |
|------------|-------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 基本不能保证偿还债券。 |
| C | 不能偿还债券。 |

注：除 AAA 级，CCC 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。

| 短期债券等级符号 | 含义 |
|------------|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息风险较小，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息风险很高，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。