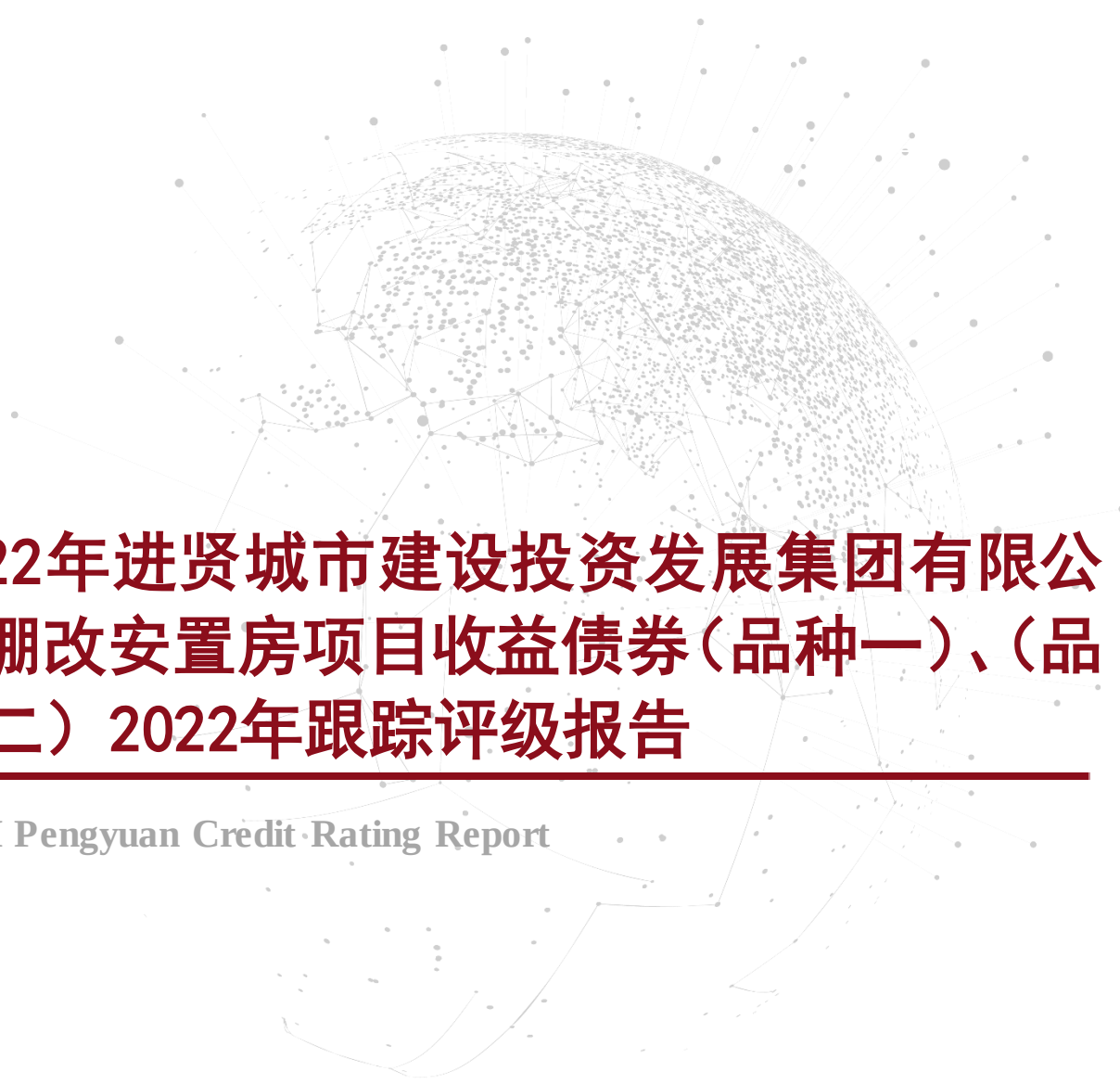




2022年进贤城市建设投资发展集团有限公司棚改安置房项目收益债券(品种一)、(品种二) 2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2022年进贤城市建设投资发展集团有限公司棚改安置房项目收益债券（品种一）、（品种二）2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级		
22 进贤发展债 01/22 进贤 01	AAA	AA+
22 进贤发展债 02/22 进贤 02	AA+	AA+
评级日期	2022-6-23	2021-6-15

债券概况

债券简称：

22 进贤发展债 01/22 进贤 01

22 进贤发展债 02/22 进贤 02

债券剩余规模：

22 进贤发展债 01/22 进贤 01：4.00 亿元

22 进贤发展债 02/22 进贤 02：4.00 亿元

债券到期日期：2029-1-26

偿还方式：两品种均每年付息，在债券存续期第 3 年起，每年偿还债券发行总额 20%，附第 4 个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

增信措施：

22 进贤发展债 01/22 进贤 01：保证担保、差额补偿

22 进贤发展债 02/22 进贤 02：土地使用权抵押担保、差额补偿

担保主体：

22 进贤发展债 01/22 进贤 01：江西省信用融资担保集团股份有限公司

联系方式

项目负责人：谢海琳

xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：陈良玮

chenlw@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对进贤城市建设投资发展集团有限公司（以下简称“进贤城投”或“公司”）及其 2022 年 1 月发行的 8 亿元棚改安置房项目收益债券“22 进贤发展债 01/22 进贤 01”、“22 进贤发展债 02/22 进贤 02”的 2022 年跟踪评级结果为：“22 进贤发展债 01/22 进贤 01”信用级别上调为 AAA，“22 进贤发展债 02/22 进贤 02”信用等级维持为 AA+，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：进贤县经济增速较高，公司业务可持续性较好，继续获得政府大力支持，“22 进贤发展债 01/22 进贤 01”的担保方江西省信用融资担保集团股份有限公司（以下简称“江西信担”）¹主体信用等级由 AA+上调为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“22 进贤发展债 01/22 进贤 01”的安全性，公司以其持有的土地使用权为“22 进贤发展债 02/22 进贤 02”提供抵押担保，有效提升了“22 进贤发展债 02/22 进贤 02”的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，且存在一定的或有负债等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务可持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	150.55	141.56	135.88
所有者权益	57.14	55.88	51.75
总债务	75.35	70.59	65.06
资产负债率	62.05%	60.53%	61.91%
现金短期债务比	0.63	0.76	0.36
营业收入	8.97	6.85	3.83
其他收益	1.01	0.90	1.15
利润总额	1.41	1.23	1.37
销售毛利率	13.69%	11.51%	15.98%
EBITDA	1.51	1.49	1.60
EBITDA 利息保障倍数	0.30	0.40	0.45
经营活动现金流净额	0.56	2.30	2.72
收现比	0.95	0.68	1.10

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 原名为江西省信用担保股份有限公司，于 2021 年 03 月 19 日变更为现名。

优势

- **进贤县经济增速较高，工业经济稳步发展，一般公共预算收入规模尚可。**进贤县具有一定的交通优势，支柱产业推进地区经济稳步发展，一般公共预算收入规模尚可且较稳定，税收收入占比较高。未来拟构建以医疗器械、绿色建筑、电子信息为支撑的“2+1+N”现代产业发展体系。
- **公司业务可持续性较好。**2021 年末，公司主要在在建项目、房地产项目尚需投资规模较大，业务可持续性较好。
- **公司继续获得政府大力支持。**2021 年公司获得进贤县财政局资金补贴占当期利润总额比重较大，提升了公司的利润水平。
- **保证担保和土地使用权抵押担保分别有效地提升了“22 进贤发展债 01/22 进贤 01”、“22 进贤发展债 02/22 进贤 02”的信用水平。**江西信担主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升“22 进贤发展债 01/22 进贤 01”的信用水平；同时，公司以持有的评估总价值合计 67,679.19 万元的土地使用权为“22 进贤发展债 02/22 进贤 02”提供抵押担保，为“22 进贤发展债 02/22 进贤 02”未偿还本金及一年利息的 1.59 倍。

关注

- **公司资产流动性较弱。**2021 年末，公司资产以土地资产、工程项目建设投入、应收工程款及往来款为主，且受限土地资产规模较大，应收款项回收时间具有一定不确定性，对资金形成较大占用，资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大资金压力。**近年公司收现情况有所波动，2021 年末公司主要在在建项目、房地产项目尚需投入较大资金，面临较大的资金支出压力。
- **公司整体偿债压力较大。**2021 年末，公司总债务维持在较高水平，现金短期债务比较小，EBITDA 利息保障倍数同比下滑，仍处于较低水平。
- **面临一定的或有负债风险。**2021 年末，公司对外担保金额占同期末净资产比重较大，被担保方均为当地国有企业，均未设置反担保措施，面临一定或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
项目收益类债务融资工具评级方法	py_ff_2016V1.0
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	2		资产负债率	3
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	2
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	3
	公共财政收入	2		收现比	6
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	4			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		中等



指示性信用评分		aa-
调整因素	无 调整幅度	0
独立信用状况		aa-
外部特殊支持调整		1
公司主体信用等级		AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA+	2021-7-29	何佳欢、陈良玮	城投公司信用评级方法和模型（cspy_ffmx 2019V1.0） 、 外部特殊支持评价方法（cspy_ff 2019V1.0）	阅读全文
AA/稳定	AA+	2020-7-1	蒋申、刘惠琼	城投公司信用评级方法和模型（cspy_ffmx 2019V1.0）	阅读全文
AA-/稳定	AA	2017-7-7	党雨曦、陈鹏	城投公司主体长期信用评级方法（py_ff 2015V1.0） 、 城投公司主体长期信用评级模型（py_ff 2015V1.0）	阅读全文

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于“22进贤发展债01/22进贤01”、“22进贤发展债02/22进贤02”的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、募集资金使用情况

公司于2022年1月发行7年期4亿元项目收益债券“22进贤发展债01/22进贤01”、4亿元项目收益债券“22进贤发展债02/22进贤02”；“22进贤发展债01/22进贤01”票面利率为6.4%，“22进贤发展债02/22进贤02”票面利率为6.5%。截至2022年3月31日，3个募集资金专户余额合计12,217.00万元。

表1 截至 2022 年 3 月末募投项目投资进度（单位：亿元）

预计投资额	拟使用募资额	已投资额	已使用募集资金	投资进度
11.45	8.00	7.39	4.80	64.54%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、募投项目分析

（一）项目基本情况

“22进贤发展债01/22进贤01”、“22进贤发展债02/22进贤02”募投项目进贤县棚改安置房小区建设（一期）涉及大路吴家后万村、涂家宋家、云桥付家等3个棚户区改造区域的安置工作，安置小区建设选址于进贤县青岚新区，进贤县城区中山大道以西、贤士一路以东、北六路以南、站前大道以北，规划总用地面积99,641.13平方米，总建筑面积335,171.67平方米；包含2个地块：地块一规划用地面积61,064.55平方米，总建筑面积为216,040.26平方米，共设计13栋高层住宅（18层、24层），南侧临街设置2层商业；地块二规划用地面积38,576.58平方米，总建筑面积为119,131.41平方米，共设计5栋高层住宅（18层、24层），2栋多层商业，1栋幼儿园。

（二）项目运营情况

根据公司提供资料显示，截至2022年3月末，募投项目处于建设期，已投资7.39亿元，使用募集资金4.80亿元，尚未投入运营。同时，需要关注的是，由于募投项目总体投资规模相对较大，如果在建设过程中发生原材料价格、劳动力成本上涨以及不可抗拒的自然灾害等，可能导致募投项目实际投资超出预算、施工期延长，并使得募投项目收益难以覆盖投资成本。同时募投项目未来收益受区域经济房地产景气度影响，若募投项目销售进度不达预期，募投项目产生的经营性现金流可能无法覆盖债券本息。

四、发行主体分析

（一）发行主体概况

2022年4月，公司股权结构发生变化，原控股股东进贤县人民政府退出，新增股东进贤创新发展控股集团有限公司（以下简称“进贤发展集团”）、江西省行政事业资产集团有限公司，分别对公司持股90%、10%，公司控股股东变更为进贤发展集团，实际控制人为进贤县人民政府办公室。公司注册资本与实收资本未发生变化，2022年5月末仍为20,000.00万元。

2022年5月末，江兵帅不再担任董事长、经理、法人代表，由龚文康担任；文强、龚文康不再担任董事，由胡强、吴文华担任；胡强不再担任监事，由邓春涛担任。

2021年，公司合并范围内子公司变化情况详见下表。2021年末，公司纳入合并报表范围内公司合计13家。

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
进贤县飞渡医疗科技有限公司	100.00%	5,000.00	医疗服务、医疗器械互联网信息服务	新设
进贤县白圩农业发展有限公司	100.00%	5,000.00	农产品的生产、销售、加工等	新设
进贤县长山综合垦殖场	100.00%	5,000.00	农作物种植	无偿转入
江西省进贤县林业工业公司	100.00%	5,000.00	农林牧副渔业专业机械的制造	无偿转入
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
进贤创新发展控股集团有限公司	100.00%	100,000.00	房地产开发经营、建设工程施工等	无偿划出

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

（二）运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现

亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风

会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

行业及区域经济环境

进贤县具有一定的交通优势，人均 GDP 水平提高较快，工业经济稳步发展，未来拟构建以医疗器械、绿色建筑、电子信息为支撑的“2+1+N”现代产业发展体系，但财政自给能力偏弱，2021年政府性基金收入骤减，偿债压力加大

区位特征：进贤县具有一定的交通优势，生态资源丰富，城镇化水平不高。进贤县是南昌市下辖县，位于南昌市东部，鄱阳湖南岸。进贤县交通便利，浙赣铁路复线横穿全境，运营有进贤站、进贤南站（高铁站）两个火车站，梨温高速、温厚高速、京福高速、昌厦高速以及 316、320 国道在县内交错连结，南部乡镇可由抚河经赣江直达长江、北部过鄱阳湖直达长江，境内温圳至乐化高速公路直达昌北机场。进贤县生态湖泊资源丰富，县境内有大小湖泊 12 个，拥有面积达 32 万亩的全国最大县域内湖军山湖。进贤县是南昌市都市型农业绿色环保生物食品生产基地，是江西省优质农副产品供应基地。2021 年末常住人口 64.35 万人，常住人口城镇化率为 52.53%，低于同期末全国水平 64.72%。

图 1 进贤县区位图



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

经济发展水平：进贤县 GDP 总量全市排名靠后，但人均 GDP 水平提高较快。进贤县形成了“二三一”的产业结构，三次产业占比由 2019 年 26.6:43.3:34.1 整为 2021 年的 20.6:48.0:31.4，第二产业发

展较快。2021 年地区人均 GDP 水平占全国平均水平的 69.26%，发展水平较弱。进贤县经济增长主要依靠投资拉动，2021 年开工的重点项目包括防疫物资生产基地、医疗器械生产及电商基地、年产 210 万吨重钢构件生产项目等，近年固定资产投资增速保持较高的规模，为全市经济发展奠定了基础，2021 年社会消费品零售总额增速较高，表现较好。

表3 2021 年南昌市各区县经济财政指标情况

地区	GDP（亿元）	GDP 增速（%）	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入（亿元）
南昌县	1,195.60	8.7%	8.23	79.32
红谷滩区	730.25	8.0%	13.14	34.21
西湖区	670.68	10.0%	13.82	21.50
青山湖区	611.76	8.8%	4.68	15.90
东湖区	452.13	8.2%	10.72	14.94
青云谱区	401.77	10.2%	11.51	12.29
新建区	393.38	8.8%	4.85	36.57
进贤县	354.40	8.4%	5.61	20.02
安义县	123.71	8.3%	4.90	14.11

注：人均 GDP 根据各地区第七次人口普查的常住人口计算。

资料来源：各地区人民政府网，中证鹏元整理

表4 进贤县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	354.4	8.4%	290.1	2.5%	238.73	8.1%
固定资产投资	221.9	10.9%	202.5	8.5%	185.10	10.8%
社会消费品零售总额	139.1	19.6%	116.3	3.3%	110.13	11.4%
出口总额（亿美元）	1.94	-	1.42	-	1.24	-
人均 GDP（元）	56,085		46,771		32,608	
人均 GDP/全国人均 GDP	69.26%		64.56%		46.00%	

注：（1）2020 年统计公报未披露常住人口，因此按照七普人口计算当期末人均 GDP；（2）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取。

资料来源：进贤县 2019-2021 年统计公报，中证鹏元整理

产业情况：医疗器械、食品加工、钢构网架等支柱产业推进地区经济稳步发展。进贤县全力构建“2+1+N”现代产业体系，“2”即医疗器械、绿色建筑两大主导产业集群，2021 年进贤县医疗器械、钢结构产业集群实现营业收入 228.1 亿元、142.4 亿元，分别增长 15.1%、12.3%，两大产业集群继续被认定为省重点产业集群，引领县域工业发展。未来进贤县将重点开展产业转型升级行动，做大做强主导产业医疗首位产业，不断做强江西洪达医疗器械集团有限公司、江西益康医疗器械集团有限公司等医疗器械企业、江西省宏顺建筑工程有限公司、江西雄宇（集团）有限公司等建筑企业，计划到 2025 年建成 1,950 亩以医疗器械产业核心集聚区，绿色建筑产业引进研发、设计、生产、施工、总承包等上下游企业 40 家以上；“1”即电子信息新兴产业集群，通过深化于南昌高新区合作，培育壮大电子信息产业，

计划到 2023 年打造一个初具链条的百亿电子信息产业集群；“N”即李渡酒业、文港毛笔、李渡烟花等 N 个特色产业。

2021 年全县规模以上工业总产值 439.1 亿元，比上年增长 11.9%，规模以上工业企业利税总额 27.27 亿元，比上年增长 58.9%。2021 年，医疗器械、食品加工、钢构网架等主导产业总产值分别为 102.36 亿元、98.99 亿元、78.53 亿元，合计占全市规模以上工业总产值的 63.74%，比上年分别增长 4.1%、40.9%、14.1%，支柱产业持续增长推进地区经济稳步发展。

财政及债务水平：近年来进贤县一般公共预算收入较稳定，财政收入质量尚可，但财政自给能力偏弱，政府性基金收入骤减，偿债压力加大。近年来进贤县一般公共预算收入较稳定，税收收入占比下降，但整体财政收入质量尚可。财政自给率呈现波动，整体自己能力偏弱。近年来进贤县地方政府债务余额持续扩张，2021 年受土地出让下降影响，进贤县政府性基金收入骤减，偿债压力加大。

表5 进贤县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	20.02	19.98	19.71
税收收入占比	69.18%	70.47%	76.66%
财政自给率	34.74%	29.10%	31.58%
政府性基金收入	9.18	25.37	29.63
地方政府债务余额	53.49	43.87	29.27

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：进贤县人民政府，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2021 年末，进贤县拥有一家发债平台，主要负责进贤县范围内的基础设施建设，保障房及商品房开发销售业务等。

表6 截至 2021 年末进贤县主要投融资平台情况（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
进贤城市建设投资发展集团有限公司	进贤创新发展控股集团 有限公司	57.14	62.05%	8.97	75.35	进贤县城市基础设施 建设的重要主体

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

（三）经营与竞争

公司主要从事进贤县基础设施建设、保障房及商品房开发销售业务，2021 年公司营业收入规模同比大幅增长，主要系在售房地产项目中新增滨湖一号的销售收入规模较大，大幅提升了当年房产销售收入。毛利率方面，公司 2021 年综合毛利率同比小幅上升。

表7 2020-2021 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年	2020 年
----	--------	--------

	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	33,886.34	13.36%	56,231.76	13.32%
房产销售	50,424.83	14.58%	1,654.04	12.36%
物业收入	301.71	49.82%	276.93	25.41%
其他	5,058.97	4.87%	10,383.49	1.23%
合计	89,671.85	13.69%	68,546.21	11.51%

注：其他收入主要为防疫物资销售、停车费、代收水电费、家政服务等业务相关收入。

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司在建代建项目尚需投资较大，业务可持续性较好，未来收入可能存在一定波动

作为进贤县主要的基础设施建设主体，公司投资建设了进贤县多个重点基础设施项目。2013年11月，公司与进贤县政府签订了《委托代建协议》，约定公司将根据进贤县政府规划，承担市内基建项目的委托代建。建设期间的费用由公司自筹，公司每年以实际发生的代建项目成本为基础，按照成本加成一定比例折算项目建设收入，年底由进贤县政府统一确认收入，待项目竣工后，进行竣工结算并移交给进贤县政府。根据公司与进贤县财政局签订的工程项目建设协议书，约定由公司负责筹资建设污水处理工程、中山北大道官网工程、森林公园等工程建设项目，费用根据项目的投资总额的120%支付工程款，按照工程建设项目完工进度或在项目竣工验收后，根据经双方确认后的项目总投资额、未付工程款，由进贤县财政局安排支付，付款期限一般不超过5年。

在实际操作中，公司每年根据进贤县财政局出具的基础设施建设项目收入结算通知确认当年结转的成本及相应的工程建设收入，具体成本加成比例与合同约定存在一定的差异，且项目回款受当地政府资金安排影响，存在一定的滞后性，对资金形成一定占用。

受与政府结算进度影响，2021年公司工程建设业务收入同比有所减少，毛利率整体波动不大。2021年，公司工程建设收入前五大项目情况如下表所示。

表8 2021年工程建设业务前五大收入确认情况（单位：亿元）

项目名称	成本	收入
楼宇国际	0.40	0.48
兴华滨湖明渠项目	0.39	0.47
青岚新区医院项目	0.33	0.40
水环境治理工程	0.24	0.29
森林公园	0.24	0.29
合计	1.60	1.93

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建代建项目未来尚需投资规模较大，业务可持续性较好，但由于未来需要投入较大项目建设资金，公司仍面临较大资金压力。

表9 截至 2021 年末公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资
------	-------	-------

进贤县全民健身中心	6.00	0.39
中医院项目	5.50	1.77
青岚新区医院	5.00	1.94
2022 年老旧改造（老榨油厂等）	3.12	0.00
凤岭路、贤士路等综合改造工程	1.55	0.36
合计	21.17	4.46

注：为保持口径的一致性，项目总投资口径统一以项目立项批复为准。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

预售未结算项目可为公司未来房屋销售收入提供一定保障，但安置房收益方式未确定，且面临较大资金支出压力

公司房地产业务包括进贤县保障性住房的建设及销售以及自营商品房开发和销售业务。保障性住房中的安置房部分由进贤县政府审定的符合条件购房人选定房屋，公司代为收取购房款，安置完成剩余的住宅或商铺可由公司销售并确认收入，但由于公司销售部分面积较小，收益无法覆盖整个项目投资成本；而自营的商品房建设完成后，按照市场价向购房者出售，该业务板块收入存在一定波动过。

近年公司投资建设可供销售的房产项目主要包括楼宇国际一期、楼宇国际二期、朱家塘项目、青岚小区及滨湖一号项目。2021年，公司房产销售收入实现5.04亿元，主要来自“17进贤城投债”募投项目“进贤县青岚新区滨湖新城安置房建设项目”。公司主要在售房地产项目如表10所示，值得注意的是，楼宇国际一期、楼宇国际二期、朱家塘项目及青岚小区剩余可售部分去化不利，故以上4个项目2021年累计销售额同比无变化。

表10 2021 年末公司主要在售房地产项目情况（单位：平方米、万元、元/平方米）

项目名称	商品房面积	安置房面积	商品房剩余可售面积	累计销售额	销售均价（含税）
楼宇国际（一期）	9,740.56	18,762.89	3,215.77	3,239.67	5,059.57
楼宇国际（二期）	15,428.14	21,758.41	3,209.70	5,216.90	4,440.65
朱家塘项目	3,169.97	4,047.20	121.17	1,448.60	4,798.25
青岚小区	113,509.52	0.00	653.19	24,654.05	1,862.54
滨湖一号	66,657.88	0.00	1,099.14	41,187.18	6,900.00
合计	141,848.19	44,568.50	8,298.97	75,746.40	-

注1：青岚小区可售车库及商铺销售未计入上述表格。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年末，公司主要在建房地产项目未来尚需投资较大，项目建成后可为公司未来房产销售收入提供保障，但未来能否按预期实现销售存在一定不确定性。同时，未来项目建设需要投入较大规模资金，公司面临较大资金压力。

表11 截至 2021 年末公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资
滨湖二号	12.12	0.47
进贤县棚改安置房小区建设（一期）项目	11.45	2.59

大陆吴家安置房	6.80	1.35
经开区高新花园二期	6.50	0.67
滨湖一号	5.96	2.52
前后李安置房	5.50	2.35
杨家安置房	1.40	1.12
合计	49.73	11.07

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得政府大力支持，提升了公司利润水平

公司作为进贤县重要的基础设施及保障房建设主体，获得当地政府支持力度较大。依据进财字[2021]151号文件，2021年公司获得进贤县财政局资金补贴1.00亿元，占当期利润总额的70.92%，提升了公司的利润水平。

（四）财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的亚太（集团）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2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围子公司变化详见下表。

表12 2021 年公司合并报表范围中子公司变化情况

子公司名称	变动情况	变动原因
进贤县飞渡医疗科技有限公司	增加	新设
进贤县白圩农业发展有限公司	增加	新设
进贤县长山综合垦殖场	增加	无偿转入
江西省进贤县林业工业公司	增加	无偿转入
进贤创新发展控股集团有限公司	减少	无偿转出

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产以土地资产、工程项目建设投入、应收工程款及往来款为主，受限资产规模较大，资产流动性较弱

2021年末公司总资产规模保持增长，流动资产中的其他应收款项及存货占总资产比重较高，是公司资产主要构成。

2021年末，公司货币资金主要为银行存款，0.40亿元使用受限，主要为定期存款；受工程项目建设资金投入增加影响，年末货币资金余额同比有所减少。2021年末公司应收账款余额同比变化不大，主要为应收进贤县财政局工程款；其他应收款主要系应收进贤经开区工业投资发展有限公司和进贤县高新工业园实业发展有限公司的往来款，占其他应收款比重为70.33%。公司应收款项规模较大，部分账龄较长，回收时间具有一定不确定性，对营运资金形成较大占用。

2021年末，公司存货同比有所增长，主要系受工程项目建设投入增大影响。公司土地资产包括45宗土地，账面价值合计40.93亿元，使用权性质均为出让，用途主要为商住、住宅用地，已抵押账面价值占存货土地账面价值的比重为71.19%，较高的抵押率对公司土地变现能力有一定影响。

2021年末公司投资性房地产包括2块土地，均已抵押，使用受限；土地以公允价值计量，使用权性质均为出让，用途分别为商住和住宅，面积合计11.13万平方米。2021年末固定资产小幅下降，主要包括房屋建筑物、办公设备以及运输设备。

整体来看，公司资产总规模同比有所上升，但以土地资产、工程项目建设投入、应收工程款及往来款为主，且受限土地资产规模较大，应收款项回收时间具有一定不确定性，对资金形成较大占用，资产整体流动性较弱。

表13 2020-2021年公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.97	7.29%	12.97	9.16%
应收账款	11.41	7.58%	11.32	8.00%
其他应收款	43.54	28.92%	39.29	27.75%
存货	74.71	49.62%	68.45	48.35%
流动资产合计	140.68	93.45%	132.08	93.30%
投资性房地产	7.04	4.67%	6.98	4.93%
固定资产	2.27	1.51%	2.36	1.67%
非流动资产合计	9.86	6.55%	9.49	6.70%
资产总计	150.55	100.00%	141.56	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入规模持续增长，业务可持续性较好，政府补贴为利润的主要来源，未来房产销售情况值得关注

2021年，公司收入合计8.97亿元，同比有所增长，其中工程建设收入与房产销售收入合计占比为94%，仍为公司主要收入来源；房产销售收入较2020年末增幅较大，主要来自青岚新区滨湖新城项目。公司工程建设业务回款受政府资金安排影响，具有较大的不确定性，收现情况有所波动。截至2021年末，公司主要在建代建项目及在建房地产项目未来尚需投资较大，业务可持续性较好，但由于需要投入较大规模建设资金，公司仍面临较大资金压力；房地产项目建成后销售收入可为公司收入提供保障，但存在建设进度及销售收入无法达到预期的风险。毛利率方面，2021年公司综合毛利率同比小幅上涨。

其他收益主要来自政府补贴，2021年公司收到的政府补贴占利润总额的比重为71.63%，对公司利润规模形成有力补充。

表14 2020-2021 年公司主要盈利指标（单位：亿元）

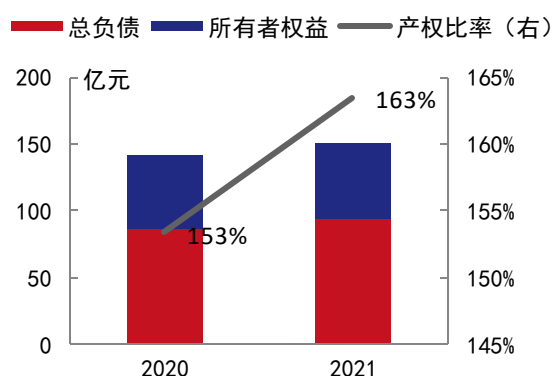
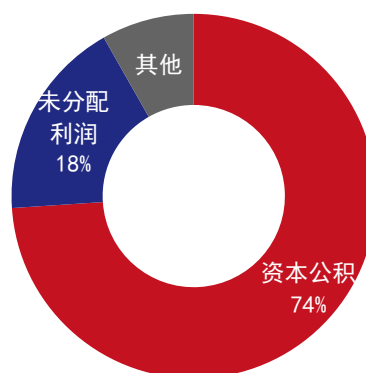
项目	2021 年	2020 年
收现比	0.95	0.68
营业收入	8.97	6.85
营业利润	1.42	1.22
其他收益	1.01	0.90
利润总额	1.41	1.23
销售毛利率	13.69%	11.51%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总负债规模有所增加，整体债务压力较大

随着融资规模增加，2021年末公司总负债规模有所增长；所有者权益仍主要由资本公积及未分配利润构成，同比变化不大。综合影响下，2021年末公司产权比率较同比有所上升，公司自有资本对负债保障程度减弱。

图 2 公司资本结构

图 3 2021 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理 资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末，公司短期借款均为银行保证借款；预收款项主要为预收购房款，同比大幅减少主要系调整至合同负债所致；其他应付款主要为应付南昌水投项目管理集团有限公司的往来款；一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款、一年内到期的长期应付款和一年内到期的应付债券，均为有息负债。

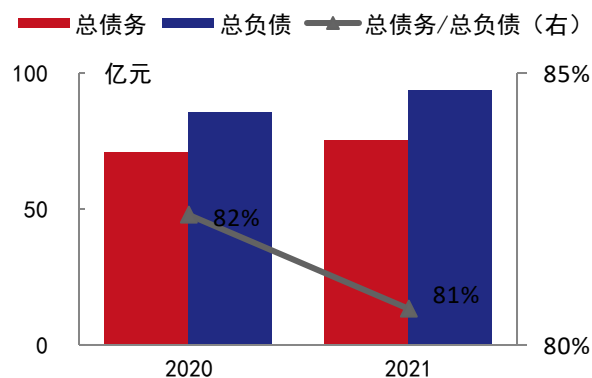
截至2021年末，公司长期借款主要为银行借款，同比增加主要系工程项目建设投入增大，用款需求增加；长期应付款为应付洛银金融租赁股份有限公司、江苏金融租赁股份有限公司、江西省海济融资租赁股份有限公司和平安国际融资租赁（天津）有限公司等金融机构的融资租赁款，标的物主要为管网资产，借款期限以2至5年不等；应付债券为“17进贤城投债”，2021年末余额为4.73亿元，债券到期日为2024年7月24日，票面利率为6.20%。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

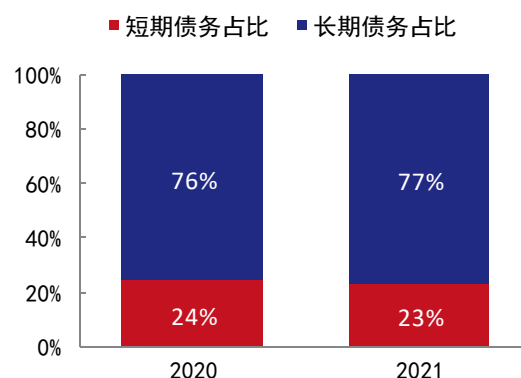
项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.60	5.99%	8.84	10.32%
预收款项	0.54	0.58%	2.52	2.95%
其他应付款	10.53	11.28%	9.66	10.91%
一年内到期的非流动负债	11.92	12.76%	8.28	9.67%
流动负债合计	34.84	37.30%	31.50	36.77%
长期借款	46.81	50.11%	39.35	45.92%
应付债券	4.73	5.07%	7.10	8.29%
长期应付款	6.30	6.74%	7.02	8.20%
非流动负债合计	58.57	62.70%	54.18	63.23%
负债合计	93.41	100.00%	85.69	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年，公司工程项目建设支出规模较大，使得总债务维持在较高水平，主要由短期借款、一年到期的非流动负债、长期借款、应付债券及长期应付款中的融资租赁款构成。从债务期限结构来看，2021年仍以长期债务为主。2022年公司发行“22进贤发展债01/22进贤01”、“22进贤发展债02/22进贤02”，使得债务规模进一步增长。

图 4 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 5 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末，公司资产负债率仍处于相对较高水平，货币资金规模较小，且同比下滑，使得公司现金短期债务较上年末有所降低，短期偿债压力较大。2021年末，公司EBITDA利息保障倍数仍处于较低水平，EBITDA对利息保障能力较弱。

表16 公司主要偿债能力指标

项目	2021 年	2020 年
资产负债率	62.05%	60.53%
现金短期债务比	0.63	0.76

EBITDA 利息保障倍数	0.30	0.40
---------------	------	------

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

（五）其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年01月01日至报告查询日（公司本部查询日为2022年4月14日，子公司查询日为2022年6月7日），公司本部及子公司进贤县城发建筑有限公司、进贤城投农业开发有限公司、进贤县城投基础设施建设开发有限公司、进贤县福萬佳置业有限公司、进贤县城投财务咨询有限公司、进贤县金沙湾实业发展有限公司均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保余额合计7.65亿元，占同期末净资产比重13.39%，被担保方均为当地国有企业，均未设置反担保措施，面临一定或有负债风险。

表17 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
	15,000.00	2035/8/23	否
	3,750.00	2022/7/13	否
	3,500.00	2022/7/13	否
进贤经开区工业投资发展有限公司	10,000.00	2024/10/3	否
	9,500.00	2023/1/14	否
	4,750.00	2022/7/13	否
	30,000.00	2035/6/24	否
合计	76,500.00	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、增信措施分析

江西信担提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升“22进贤发展债 01/22进贤 01”信用水平

江西信担为“22 进贤发展债 01/22 进贤 01”承担全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围为“22 进贤发展债 01/22 进贤 01”本金、相应票面利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用，保证期间为“22 进贤发展债 01/22 进贤 01”存续期及到期之日起两年。若“22 进贤发展债 01/22 进贤 01”持有人在担保函约定的保证期间未要求江西信担承担保证责任的，江西信担免除保证责任。

经债券有关主管部门或债券持有人会议批准，“22 进贤发展债 01/22 进贤 01”利率、期限、还本付息方式等发生变更时，不需另行经过江西信担同意，江西信担继续承担担保函项下的保证责任；但实质性增加江西信担保证责任的须经江西信担书面同意。

江西信担成立于2008年11月，初始注册资本20.00亿元，是由江西省行政事业资产集团有限公司（以下简称“江西行政事业资产集团”）发起组建的省级国有担保机构。2018年8月，江西省行政事业单位资产管理中心将所持江西信担0.01%股权及其全资子公司江西行政事业资产集团所持公司50.00%股权无偿划转给江西省金融控股集团有限公司（以下简称“江西金控集团”）。2020年7月，江西行政事业资产集团将所持江西信担49.99%股权无偿划转至江西金控集团。2021年3月，江西信担名称变更为现名。2021年，江西金控集团陆续注入江西信担资本金合计4.85亿元以及江西省普惠融资担保有限公司（以下简称“普惠担保公司”）100%股权（增加资本金额6.3亿元）；同时以未分配利润转增股本3.20亿元。截至2021年末，江西信担注册资本和实收资本均增至34.35亿元。2022年5月，江西信担陆续收到江西金控集团、景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司等十三家股东分别以货币资金出资的各股东缴纳的合计15.65亿元增资款。

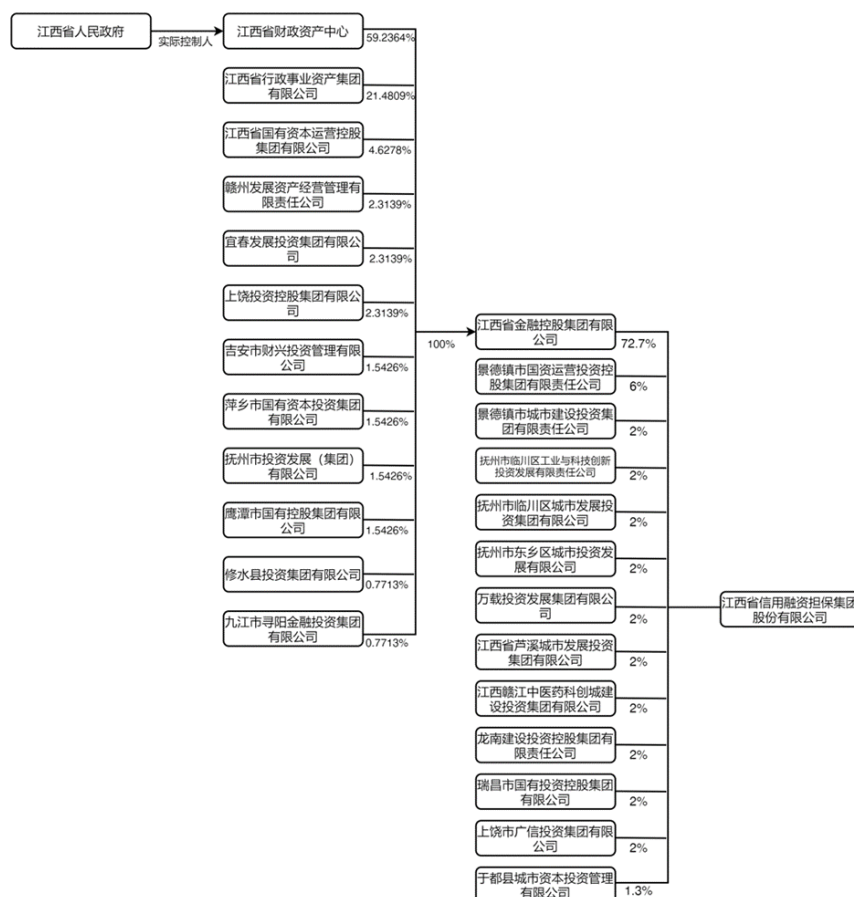
表18 2022 年 5 月增资情况（单位：万元）

股东名称	增资前		增资额	增资后	
	出资额	持股比例		出资额	持股比例
江西省金融控股集团有限公司	343,499.70	100.00%	20,000.00	363,499.70	72.70%
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司	-	-	30,000.00	30,000.00	6.00%
景德镇市城市建设投资集团有限责任公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
抚州市临川区城市发展投资集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
抚州市临川区工业与科技创新投资发展有限责任公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
抚州市东乡区城市投资发展有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
万载投资发展集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
江西省芦溪城市发展投资集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
江西赣江中医药科创城建设投资集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
龙南建设投资控股集团有限责任公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
瑞昌市国有投资控股集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
上饶市广信投资集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
于都县城市资本投资管理有限公司	-	-	6,500.30	6,500.30	1.30%
合计	343,499.70	100.00%	156,500.30	500,000.00	100.00%

资料来源：江西信担提供，中证鹏元整理

截至 2022 年 5 月 20 日，江西信担注册资本和实收资本分别均为 50.00 亿元；控股股东为江西金控集团（持股比例 72.70%），实际控制人为江西省人民政府。

图 6 截至 2022 年 5 月 20 日江西信担股权结构图



资料来源：江西信担提供

江西信担是江西省省级国有政府性融资担保机构，主要在江西省内从事间接融资担保、直接融资担保、非融资担保，自有资金投资等业务。担保业务收入和利息净收入为江西信担两类主要收入来源，2021年担保业务收入和利息净收入分别占营业收入的55.77%和40.84%。近年随着担保业务规模快速扩大，担保业务收入随之快速增长。

表19 江西信担营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2022 年 1-3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	7,851.56	65.14%	18,988.62	55.77%	11,448.07	47.75%	9,200.04	45.89%
减：提取未到期责任准备金	-562.91	-	-2,488.69	-	-1,264.61	-	191.64	-
利息净收入	4,200.26	34.85%	13,905.09	40.84%	11,459.10	47.80%	8,674.88	43.27%
投资收益	0.00	0.00%	1,170.87	3.44%	469.13	1.96%	397.79	1.98%
其他收入	1.70	0.01%	2,469.17	7.25%	1,863.42	7.77%	1,584.46	7.90%
合计	12,051.82	100.00%	34,045.08	100.00%	23,975.12	100.00%	20,048.81	100.00%

注：（1）2022年1-3月分项相加与合计数不一致系2022年1-3月财务报表与2019-2021年审计报告科目设置不一致所致；
（2）其他收入主要为资产处置收益、政府补贴收入等

资料来源：江西信担 2019-2021 年审计报告、未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表及江西信担提供，中证鹏元整理

江西信担下设97家分公司、4家直属分支机构、1家专门从事普惠担保的全资子公司，担保网络覆盖全省，有利于业务拓展。近年江西信担坚持聚焦融资担保主业，债券担保业务规模大幅增加，同时积极落实普惠金融政策，加大对小微企业的支持力度，担保规模实现快速增长，2019-2021年和2022年1-3月当期担保发生额分别为74.35亿元、111.43亿元、364.17亿元和159.76亿元。

表20 江西信担担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年 1-3 月	2021 年	2020 年	2019 年
当期担保发生额	159.76	364.17	111.43	74.35
当期解除担保额	155.06	288.93	79.81	60.18
期末在保余额	192.54	187.84	112.60	80.98
其中：融资担保余额	153.57	151.16	100.02	69.80
间接融资担保余额	87.63	91.27	87.83	57.11
直接融资担保余额	65.94	59.89	12.19	12.69
非融资担保余额	38.97	36.68	12.58	11.18

资料来源：江西信担提供，中证鹏元整理

江西信担于2017年开始在江西省内开展直接融资担保业务，担保方式包括分保和直接担保。目前直接融资分保业务的合作担保机构主要为中合中小企业融资担保股份有限公司和重庆兴农融资担保集团有限公司，分保债券品种均为企业债券，发行人主体信用评级集中在AA-或AA。直接融资直保业务方面，江西信担重点拓展的债券品种为城投债。江西信担项目来源主要为银行投行部、券商等中介服务机构推荐，近年来江西信担大力发展直接融资担保业务，业务规模快速上升。截至2022年3月末，江西信担直接融资担保余额为65.94亿元，是2019年末的5.20倍，担保余额中93.93%为江西省内项目；其中直保项目和分保项目担保余额分别为56.25亿元和9.69亿元。同期末，江西信担储备的债券担保项目数为24个，金额合计84.35亿元。随着直接融资担保业务的拓展和落地，未来江西信担直接融资担保业务规模有望进一步扩大。

江西信担间接融资担保业务主要为流贷担保和项目贷担保，由江西信担本部负责运营，主要客户为中小微民营企业及城投类企业，业务拓展渠道主要为江西信担自主拓展以及银行推荐。2019年以来为支持实体经济发展，江西信担积极拓展间接融资担保业务，间接融资担保业务规模持续增长。截至2022年3月末，江西信担间接融资担保余额为87.63亿元，较2019年末增加53.45%，其中流贷担保和项目贷担保余额分别为41.78亿元和37.36亿元。

普惠担保业务方面，2021年江西金控集团将普惠担保公司划入江西信担作为股权出资，江西信担围绕普惠金融担保方向加大投入力度，通过普惠担保公司对接国家融资担保基金。2021年普惠担保公司陆续推出民生加成贷等18个普惠金融产品，截至2022年3月末，普惠担保公司在保余额为10.67亿元。普惠担保公司已纳入江西省政府性融资担保体系，并与江西省融资担保集团有限责任公司（以下简称“江西融担”）签订了再担保合同，江西融担按照原担保业务融资本金的40%，分担普惠担保公司再担保或原

担保业务责任。

2021年，江西信担成立非融事业部，统筹推动非融资担保业务的发展。江西信担非融资担保业务包括投标保函业务、商品房预售资金监管保函业务、诉讼保全担保业务和履约保函业务，项目来源包括业务人员自主拓展和银行推荐。近年江西信担非融资担保业务规模大幅提升，截至2022年3月末，江西信担非融资担保余额为38.97亿元，较2019年末增加248.48%；其中投标保函余额23.74亿元，商品房预售资金监管保函余额为12.12亿元。

从客户集中度来看，截至2022年3月末，江西信担第一大客户担保余额为5.00亿元，占同期末权益总额的比例为13.56%；前十大客户在保余额合计为44.50亿元，合计占同期末权益总额的比例为120.68%。行业分布上，截至2022年3月末，江西信担担保业务第一大行业担保余额为65.46亿元，占同期末权益总额的比例为177.52%；前十大行业担保余额为148.08亿元，合计占同期末权益总额的比例为401.56%。江西信担担保业务客户和行业集中度较高，存在一定的行业和客户集中度风险；同时发债担保在保项目存续期限较长，不利于代偿风险的有效控制。

代偿方面，江西信担代偿项目主要为中小企业贷款担保项目。近年江西信担担保业务质量有所提升，当期担保代偿率持续下降，2019-2021年，江西信担当期担保代偿额分别为7,059.19万元、2,182.13万元和6,058.41万元，当期担保代偿率分别为1.17%、0.27%和0.21%；期末累计担保代偿率分别为1.18%、1.07%和0.98%。2022年1-3月，江西信担未发生代偿。近年江西信担提高保前准入风控要求，以实现风险管理关口前移、源头控制，加强保中审查，以提高审批条线的专业性与独立性，注重保后管理，同时加强风险预警，以不断强化全面风险管理，代偿回收情况有所改善。2019-2021年末和2022年3月末江西信担累计代偿回收率分别为49.92%、53.33%、54.49%和55.00%。

资产结构方面，随着股东权益的不断增长，近年江西信担资产规模稳步增长。截至2022年3月末资产总额为49.64亿元，较2019年末增加55.34%。江西信担资产主要由货币资金、存出保证金和债权投资组成。截至2022年3月末，江西信担货币资金为30.41亿元，占同期总资产的比为61.26%；其中存出保证金14.33亿元；受限资金2.47亿元，为客户存入保证金。近年江西信担应收代偿款规模波动上升，截至2021年末其账面价值为4.03亿元，较2019年末增长9.20%；截至2022年3月末，江西信担应收代偿款计入其他流动资产，账面价值为4.01亿元，较2021年末变动不大；在新冠疫情加大宏观经济下行压力的背景下，中小企业经营压力上升，未来江西信担代偿以及代偿款回收情况仍需关注。2018年江西信担开始开展委托贷款业务，业务规模持续增长。截至2022年3月末，江西信担委托贷款余额为9.45亿元，当期末计入债权投资科目，较2019年末增长177.94%；江西信担部分委贷客户已出现债务违约，在宏观经济下行、疫情反复等因素的影响下，仍需关注江西信担可能面临的委贷资产损失风险。江西信担自2021年开始开展债权投资，截至2022年3月末共两笔投资，账面价值合计4.01亿元。从三级资产占比情况来看，截至2022年3月末，江西信担I级资产、II级资产和III级资产分别占资产总额扣除应收代偿款后的60.00%、14.45%和24.00%，整体符合监管要求。

负债和所有者权益方面，近年江西信担负债总额波动增长，截至2022年3月末为12.77亿元，较2019年末增加30.85%，主要由存入保证金和担保赔偿准备金构成。受股东增资和经营积累影响，近年江西信担净资产规模大幅上升，截至2022年3月末所有者权益合计36.87亿元，较2020年末大幅增加主要系江西信担陆续收到江西金控集团注入的资本金及普惠担保公司股权所致。截至2022年3月末，江西信担融资担保余额放大倍数和融资担保责任余额放大倍数分别为5.70和3.70，放大倍数较低，且2022年5月注册资本增加15.65亿元，未来业务发展空间较大。

2019-2021年江西信担营业收入逐年上升，分别为2.00亿元、2.40亿元和3.40亿元。江西信担营业支出主要为业务及管理费和提取赔偿准备金。2020年起，江西信担加大了业务人员的工资性支出，使得业务及管理费大幅上升。2019年融资担保业务规模增加导致当期提取赔偿准备金增多，2020年江西信担更改了担保赔偿准备金计提方式，当期提取赔偿准备金大幅下降；受担保业务规模大幅增加影响，2021年江西信担提取赔偿准备金规模大幅回升。综合影响下，近年江西信担营业支出规模波动上升，2019-2021年分别为1.21亿元、1.13亿元和1.90亿元。随着收入规模的上升，近年江西信担盈利能力整体来看有所增强，2019-2021年净资产收益率分别为2.66%、3.63%和3.35%。截至2022年3月末，江西信担部分委贷客户已出现债务违约，担保业务客户和行业集中度较高，在宏观经济下行、疫情反复等因素的影响下，仍需关注江西信担可能面临的担保代偿风险以及委贷资产损失风险。

表21 江西信担主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年 1-3 月	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	1.21	3.40	2.40	2.00
其中：担保业务收入	0.79	1.90	1.14	0.92
利息净收入	0.42	1.39	1.15	0.87
营业支出	0.68	1.90	1.13	1.21
提取赔偿准备金	0.34	0.80	0.38	0.68
业务及管理费	0.08	0.72	0.67	0.40
营业利润	0.53	1.51	1.27	0.80
利润总额	0.53	1.51	1.27	0.79
净利润	0.40	1.13	0.84	0.59
净资产收益率	-	3.35%	3.63%	2.66%
总资产收益率	-	2.75%	2.57%	1.88%

资料来源：江西信担 2019-2021 年审计报告和未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

江西信担股东背景较强，可在资金、业务开展等方面为江西信担提供有力支持。目前江西信担控股股东为江西金控集团，其持股比例为72.70%，实际控制人为江西省人民政府。江西金控集团成立于2013年6月，注册资本为30亿元，控股股东为江西省财政资产中心。江西金控集团控股参股的金融和类金融机构较多，其中控股金融类机构包括资产管理、融资租赁、期货和担保公司，参股金融类机构包括银行、信托、财产保险等。截至2021年末，江西金控集团资产总额为512.01亿元，所有者权益为217.70亿元；2021年实现营业收入31.17亿元，净利润5.77亿元。江西金控集团可通过集团内各类金融业务的资源共享，

助推江西信担业务的发展。2021年，江西信担收到江西金控集团注入的资本金4.85亿元及普惠担保公司股权6.30亿元。2022年5月，江西金控集团等十三家股东合计对江西信担增资15.65亿元。截至2022年5月20日，江西信担注册资本和实收资本分别均为50.00亿元。

综上，江西信担是江西省省级国有担保公司，股东背景强，可在资金、业务开展等方面为江西信担提供有力支持；受益于近年来的增资以及股权注入，江西信担资本实力大幅增强；江西信担分支机构覆盖江西省主要市县，与银行建立了良好的合作关系；近年来江西信担业务快速发展，营业收入持续增长，资产整体流动性好。同时中证鹏元也关注到，江西信担担保业务存在一定的行业和客户集中度风险，在保项目的风险情况需持续关注，委托贷款规模较大且增长较快，部分客户出现债务违约现象，需关注其风险等风险因素。

经中证鹏元综合评定，江西信担主体信用等级由上次评级的AA+上调为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“22进贤发展债01/22进贤01”的安全性。

公司以其持有的土地使用权为“22进贤发展债02/22进贤02”提供抵押担保，有效提升了“22进贤发展债02/22进贤02”的信用水平，但极端情况下相关资产能否及时变现以及变现金额存在不确定性

1、资产抵押概况

为保障“22进贤发展债02/22进贤02”持有人的利益，公司拟以其持有的3宗土地使用权为“22进贤发展债02/22进贤02”提供抵押担保，土地登记用途为城镇住宅用地，面积合计100,115.37平方米。根据江西嘉和地产评估咨询有限责任公司2020年12月27日出具的赣嘉和评[2020](估)字第080号土地估价报告（以2020年12月25日为评估基准日），此次用于抵押增信的三宗土地土地使用权评估总价值合计为67,679.19万元，系“22进贤发展债02/22进贤02”本金及一年利息的1.59倍。

2、抵押相关法律手续及抵押资产的监管

根据公司与国盛证券有限责任公司（债券债权人）签订的《2021年进贤城市建设投资发展集团有限公司棚改安置房项目收益债国有土地使用权抵押合同》（以下简称“土地抵押合同”），公司以其持有的3宗土地使用权抵押给“22进贤发展债02/22进贤02”持有人，为其履行“22进贤发展债02/22进贤02”还本付息义务提供抵押担保；公司应在“22进贤发展债02/22进贤02”发行后三十个工作日内完成抵押资产的抵押登记手续，申领抵押凭证后2个工作日内将该抵押凭证交付给债券债权人保管。土地抵押合同担保的抵押担保范围除包括主债权（全部已发行的“22进贤发展债02/22进贤02”的本金），还及于由此产生的利息（本合同所指利息包括利息、罚息和复利），以及违约金、损害赔偿金、手续费、保险费及其他为签订或履行本合同而发生的费用、以及抵押权人实现担保权利和债权所产生的费用（包括但不限于处置费用、税费、诉讼费用、拍卖费、执行费、律师费、差旅费）。抵押资产设定抵押的期限为“22进贤发展债02/22进贤02”存续期间及存续期间届满后24个月。

在“22进贤发展债02/22进贤02”存续期间，抵押资产监管人有合理的理由认为需要对抵押资产的

价值进行重新评估的，公司应当聘请经抵押资产监管人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。抵押资产已经发生重大毁损、抵押资产市场价值发生显著贬值以及其他导致抵押资产价值发生显著贬值的情形可以构成合理的理由。如发生抵押资产监管人有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的情形且公司拒绝聘请债券债权人认可的具备相应资质的资产评估机构出具资产评估报告时，抵押资产监管人可以自行聘请有资格的资产评估机构对抵押物的价值予以核查、验证。

此外，在“22进贤发展债02/22进贤02”存续期间，如果担保资产评估价值的总和减少至低于“22进贤发展债02/22进贤02”未偿本金及当年应付利息的1.5倍，抵押人应按照债券债权代理人的要求追加抵押资产并对抵押资产进行价值评估，以保证担保资产评估价值总和及其他保证之和不低于“22进贤发展债02/22进贤02”未偿还本金及当年应付利息的1.5倍，若追加的抵押资产为土地之外的其他种类抵押资产，其监管方式需由抵押人及抵押权人另行协商。

综上所述，评估总价为67,679.19万元的土地使用权抵押担保的增信方式有效提升了“22进贤发展债02/22进贤02”的信用水平。但中证鹏元关注到，此次公司抵押的土地使用权资产规模相对较大，能否集中变现及变现金额具有一定的不确定性，且存在一定的集中处置风险。截至2021年末，公司未对抵押土地重新进行评估。

表22 跟踪期内公司抵押资产情况（单位：平方米、万元）

抵/质押资产名称	位置	用途	面积	评估价值	2021 年末账面价值
赣（2020）进贤县不动产权第 0003773 号	进贤县凤岭路以西、青阳大道以北	城镇住宅用地	23,481.49	15,913.41	2,976.91
赣（2020）进贤县不动产权第 0005004 号	进贤县凤岭路以西、青阳大道以北	城镇住宅用地	51,221.83	34,549.12	6,481.89
赣（2020）进贤县不动产权第 0003776 号	进贤县民和镇中山大道以西	城镇住宅用地	25,412.05	17,216.66	3,234.58
合计	-	-	100,115.37	67,679.19	12,693.39

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、结论

公司业务可持续性较好，继续获得政府大力支持，“22进贤发展债01/22进贤01”的担保方江西信担是江西省省级国有担保公司，股东背景强，受益于近年来的增资以及股权注入，江西信担资本实力大幅增强，江西信担主体信用等级由上次评级的AA+上调为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“22进贤发展债01/22进贤01”的安全性，公司以其持有的土地使用权为“22进贤发展债02/22进贤02”提供抵押担保，有效提升了“22进贤发展债02/22进贤02”的信用水平；但同时，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，且存在一定的或有负债等风险因素。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，上调“22进贤发展债01/22进贤01”信用等级为AAA，维持“22进贤发展债02/22进贤02”信用等级为AA+。

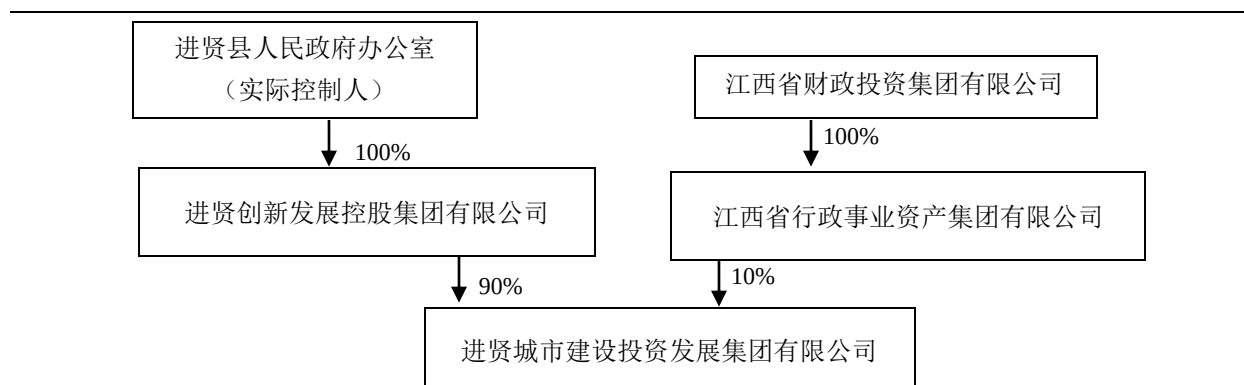
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	10.97	12.97	4.59
其他应收款	43.54	39.29	50.61
存货	74.71	68.45	61.26
流动资产合计	140.68	132.08	124.76
非流动资产合计	9.86	9.49	11.12
资产总计	150.55	141.56	135.88
短期借款	5.60	8.84	0.98
其他应付款	10.53	9.35	13.88
一年内到期的非流动负债	11.92	8.28	11.28
流动负债合计	34.84	31.50	30.68
长期借款	46.81	39.35	38.21
应付债券	4.73	7.10	11.87
长期应付款	6.30	7.02	2.72
非流动负债合计	58.57	54.18	53.44
负债合计	93.41	85.69	84.13
总债务	75.35	70.59	65.06
营业收入	8.97	6.85	3.83
所有者权益	57.14	55.88	51.75
营业利润	1.42	1.22	1.37
其他收益	1.01	0.90	1.15
利润总额	1.41	1.23	1.37
经营活动产生的现金流量净额	0.56	2.30	2.72
投资活动产生的现金流量净额	-0.10	-0.10	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	-2.66	8.65	-5.29
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	13.69%	11.51%	15.98%
收现比	0.95	0.68	1.10
资产负债率	62.05%	60.53%	61.91%
现金短期债务比	0.63	0.76	0.36
EBITDA（亿元）	1.51	1.49	1.60
EBITDA 利息保障倍数	0.30	0.40	0.45

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

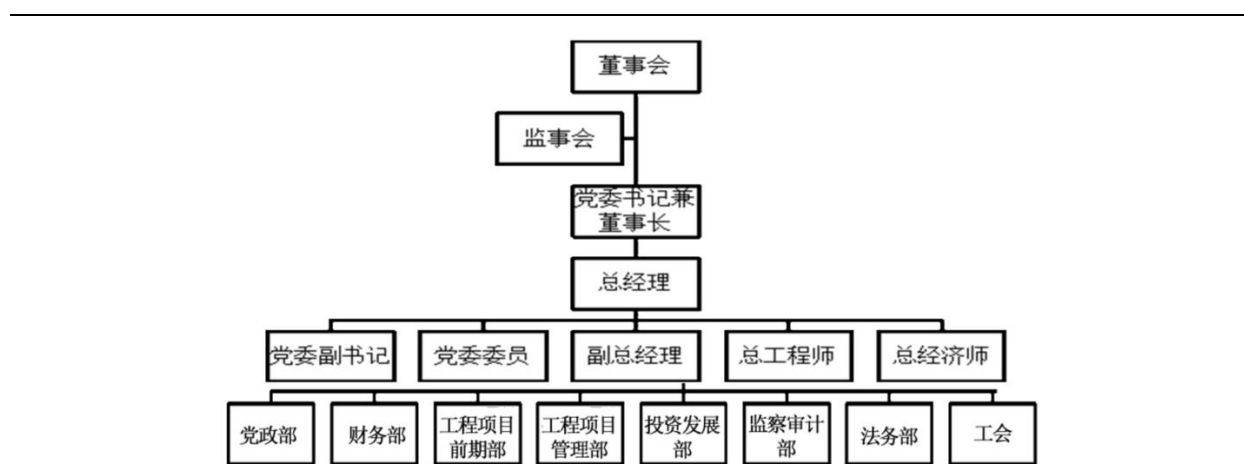


附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
进贤县福萬佳置业有限公司	10,000.00	100.00%	土地开发整理、农村基础设施建设等
进贤县金沙湾实业发展有限公司	20,000.00	100.00%	旅游项目开发、旅游项目投资及管理
进贤县国有资产经营投资有限公司	10,000.00	100.00%	县属国有资产经营管理及资本运作等
进贤县城投财务咨询有限公司	20,000.00	100.00%	房地产开发、市政工程、室内外装饰装修等
进贤城投农业开发有限公司	10,000.00	100.00%	农业综合开发、基础工程等
进贤县城投基础设施建设开发有限公司	10,000.00	100.00%	房屋建筑工程、市政工程等
进贤县城发建筑有限公司	20,000.00	100.00%	房屋建筑工程、城市及农村基础设施建设等
进贤县城投房地产开发有限公司	30,000.00	100.00%	房地产开发、房地产营销策划等
进贤城投教育投资管理有限公司	30,000.00	100.00%	教育产业投资、开发、建设、管理
进贤县飞渡医疗科技有限公司	5,000.00	100.00%	医疗服务，医疗器械互联网信息服务等
进贤县白圩农业发展有限公司	5,000.00	100.00%	农业机械服务,农作物病虫害防治服务等
进贤县长山综合垦殖场	5,000.00	100.00%	谷物种植，豆类种植等
江西省进贤县林业工业公司	5,000.00	100.00%	园艺产品种植，树木种植经营

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理



附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
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，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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。