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）、2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：贺文俊 wjhe@ccxi.com.cn

项目组成员：钟　秋 qzhong@ccxi.com.cn

程　成 chcheng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 2337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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**$^{+}$，评级展望为稳定；

维持“20 香建 01”和“21 香建 01”的信用等级为 **AA**$^{+}$。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十九日

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：（8610）6642 8877　传真：（8610）6642 6100
Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhuganhutong,ChaoyangmenneiAvenue,
Dongcheng District,Beijing, 100010

评级观点：中诚信国际维持中山城市建设集团有限公司（以下简称“中山城建”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 香建 01”和“21 香建 01”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了良好的地区经济财政实力及粤港澳大湾区建设前景为公司业务发展带来较好机遇；公司区域地位重要，获股东支持力度仍较大；2021 年公司营收规模同比大幅增长；公司在开发土地资源仍较丰富等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司土地开发业务受区域环境及政策影响较大；利润总额对政府补贴的依赖度仍较高；财务杠杆水平仍处高位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（合并口径）	2019	2019（模拟）	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	81.66	172.94	171.32	173.85	179.39
所有者权益合计（亿元）	41.09	58.82	62.75	66.96	69.07
总负债（亿元）	40.57	114.12	108.56	106.90	110.32
总债务（亿元）	26.98	81.46	77.28	73.54	76.60
营业总收入（亿元）	2.17	20.66	8.12	20.99	4.60
经营性业务利润（亿元）	0.10	4.27	-0.09	5.12	0.17
净利润（亿元）	0.28	4.08	2.31	4.31	0.11
EBITDA（亿元）	2.71	12.78	8.85	12.10	--
经营活动净现金流（亿元）	1.28	11.96	15.26	18.26	-0.67
收现比(X)	0.85	0.66	1.01	0.86	0.34
营业毛利率(%)	64.41	14.46	-30.60	10.00	-13.68
应收类款项/总资产(%)	17.55	9.03	5.92	7.13	11.55
资产负债率(%)	49.68	65.99	63.37	61.49	61.50
总资本化比率(%)	39.63	58.07	55.19	52.34	52.59
总债务/EBITDA(X)	9.97	6.38	8.74	6.08	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.18	2.61	2.59	4.27	--

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告、2019 年模拟审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理，各期审计报告或财务报表均按照新会计准则编制，各期财务数据均为期末数；2、为准确计算公司有息债务，将其他应付款、其他流动负债中有息部分计入短期债务；3、公司未提供 2022 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

正　面

■ **良好的地区经济财政实力及粤港澳大湾区建设前景为公司业务发展带来较好机遇。**中山市拥有良好的经济基础，近年来受益于粤港澳大湾区建设，经济发展势头良好，财政实力较强。2021 年中山市实现地区生产总值 3,566.17 亿元，同比增长 8.20%，实现一般公共预算收入 316.40 亿元，近年来税收收入占比均在 70%以上。

■ **公司区域地位重要，获股东支持力度仍较大。**作为中山市重要的国有资产经营管理和基础设施建设主体之一，公司业务涵盖城市基础设施建设、土地开发、土地指标、物业租赁、公共交通等板块，并在资产划入、政府补贴等方面得到了股东的有力支持。2022 年一季度公司收到中山市人民政府增资款 2.00 亿元，计入“实收资本”，资本实力持续增强，截至 2022 年 3 月末，公司权益规模为 69.07 亿元。

■ **2021 年公司营收规模同比大幅增长。**跟踪期内，公司业务保持多元化发展趋势。近年来随中山市路桥基建投资力度加大，土地指标逐渐变为稀缺资源，2021 年公司土地指标业务量价齐升，大幅提升了公司总体营收规模及综合毛利率水平。此外，公司收到前期所供板芙智能制造装备产业园（以下简称“板芙产业园”）工业用地的部分出让金回款，并确认产业园区开发收入 6.28 亿元，成为 2021 年又一重要营收来源。

■ **公司在开发土地资源仍较丰富。**截至 2022 年 3 月末，公司存货中共有 73 宗土地，土地证面积合计 9,482.56 亩，土地使用权账面价值合计 36.22 亿元，其中 4 宗土地尚未缴纳出让金，土地证面积合计 5,917.36 亩，账面价值合计 20.11 亿元，系土地开发业务相关的一级开发土地，未来土地的陆续出让可为公司带来较好收益。

关　注

■ **公司土地开发业务受区域环境及政策影响较大。**公司土地开发业务分为一级开发整理和二级转让两种模式，项目集中于中山市，业务开展受中山市区域经济、房地产市场发展及调控政策等影响较大。

■ **利润总额对政府补贴的依赖度仍较高。**公司公共交通业务公益性仍较强，近年来持续呈亏损状态，公司利润总额对政府补贴的依赖度仍较高。

■ **财务杠杆水平仍处高位。**2021 年末公司有息债务规模略有缩减，且债务结构趋于优化，短期债务占比继续降低，但财务杠杆水平仍处高位，截至 2021 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 61.49%和 52.34%。

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。**公司资本实力显著扩充，地位不断提升，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；公司地位显著下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；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

2021 年部分可比企业主要指标对比表						
公司名称	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
中山城市建设集团有限公司	173.85	66.96	61.49	20.99	4.31	18.26
惠州市交通投资集团有限公司	480.06	165.15	65.60	26.92	0.65	2.36

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	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 香建 01	**AA+**	**AA+**	2021/06/25	3.50	3.50	2020/03/24~2025/03/24	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
21 香建 01	**AA+**	**AA+**	2021/07/13	3.50	3.50	2021/07/27~2026/07/27	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

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

公司于 2020 年 3 月 24 日发行“20 香建 01”，发行金额 3.50 亿元，募集资金扣除发行费用后用于偿还有息债务本金及利息。根据公司提供的相关说明，截至 2021 年末，募集资金已全部使用完毕，募集资金未存在违规使用的情况。

公司于 2021 年 7 月 27 日发行“21 香建 01”，发行金额 3.50 亿元，募集资金扣除发行费用后用于偿还公司有息债务。根据公司提供的相关说明，截至 2021 年末，募集资金已全部使用完毕，募集资金未存在违规使用的情况。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专

营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

中山市作为粤港澳大湾区重要节点城市，拥有良好的经济基础，近年来受益于粤港澳大湾区建设，经济发展势头良好，财政实力较强，为公司业务发展提供了良好的外部环境

中山市位于广东省中南部，北接广州市南沙区和佛山市顺德区，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。中山市系粤港澳大湾区重要节点城市，现辖 15 个镇、8 个街道、含 1 个国家级开发区中山火炬高技术产业开发区和 1 个经济协作区翠亨新区，全市行政管辖面积 1,800.14 平方千米。根据第七次全国人口普查结果，截至 2021 年末，中山市常住人口 446.69 万人。

中山市拥有良好的经济基础，近年来受益于粤港澳大湾区建设，经济总量保持在广东省中游偏上水平。2019~2021 年中山市分别实现地区生产总值 3,101.10 亿元、3,151.59 亿元和 3,566.17 亿元，分别同比增长 1.20%、1.50%和 8.20%。其中，2021 年第一产业增加值为 90.81 亿元，同比增长 20.4%；第二产业增加值为 1,761.78 亿元，同比增长 11.0%；第三产业增加值为 1,713.58 亿元，同比增长 5.0%。

2021 年中山市固定资产投资同比增长 15.3%，分领域看，基础设施投资增长 9.0%，制造业投资增长 29.5%，房地产开发投资增长 14.7%。高技术制造业投资增长 25.1%，高于投资增速 9.8 个百分点，其中，计算机及办公设备制造业、电子及通信设备制造业分别同比增长 77.4%、31.3%。

中山市财政实力较强，2019~2021 年分别实现一般公共预算收入 283.42 亿元、287.57 亿元和 316.40 亿元，各期税收收入占比均在 70%以上，财政收入质量较好；同期末，一般公共预算支出分别为 411.74 亿元、375.63 亿元和 472.50 亿元，其中 2021 年民生支出 330 亿元，占全市一般公共预算支出约七成；2021 年中山市财政平衡小幅下滑，为 66.96%。近年来中山市地方政府债务余额持续增长，截至 2021 年末，为 522.34 亿元，其中一般债务余额与 2020 年末持平，为 80.16 亿元，专项债务余额 442.18 亿元，同比增长 112.00 亿元，但均未超过当期限额 87.17 亿元和 451.55 亿元，整体债务风险可控。

表 1：近年来中山市经济财政情况（亿元、%）

主要指标	2019	2020	2021
GDP	3,101.10	3,151.59	3,566.17
GDP 增速	1.20	1.50	8.20
一般公共预算收入	283.42	287.57	316.40
税收收入	208.03	209.03	227.40
转移性收入	130.98	153.55	193.40
政府性基金收入	101.78	261.58	283.60
国有资本预算收入	2.89	4.57	5.90
一般公共预算支出	411.74	375.63	472.50
地方政府债务余额	326.31	410.35	522.34
财政平衡率	68.83	76.56	66.96

资料来源：中山市人民政府网站，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，中山市作为粤港澳大湾区重要节点城市，拥有良好的经济基础，近年来受益于粤港澳大湾区建设，经济发展势头良好，财政实力较强，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

跟踪期内，公司产权结构与治理结构未发生变动

跟踪期内，公司产权结构未发生变动，截至2022年3月末，中山市人民政府和广东省财政厅分别持有公司90%和10%股权，中山市人民政府系公司控股股东及实际控制人。跟踪期内，公司治理结构未发生变动，公司组织结构完善，内部管理制度健全，日常经营正常运转。

跟踪期内，公司物业租赁业务保持平稳；公司所持物业资产位于中山市城区范围内，类型多样且位置较好，可提供稳定的物业租赁收入

物业租赁业务由多家子公司负责，主要是对物业进行日常维护和租赁经营。公司所持物业资产位于中山市城区范围内，主要为接收原中山市城区公房管理所物业、股东划入物业、自建物业等，按性质可分为商业及行政事业类物业、公建配套类物业、住宅租赁类物业和其他类物业，类型多样且位置较好。截至2022年3月末，公司物业资产总面积161.88万平方米。

表2：近年来公司主要物业租赁情况（万平方米、%、万元）

物业类型	2019			2020			2021			2022.1~3		
	面积	出租率	收入	面积	出租率	收入	面积	出租率	收入	面积	出租率	收入
商业及行政事业类	84.67	62.84	22,466.00	68.01	68.20	16,380.36	64.75	68.27	14,481.00	64.75	68.27	2,941.05
公建配套类	17.37	87.51	1,343.40	16.55	86.28	2,214.75	16.56	86.23	1,645.37	16.56	86.23	500.16
住宅租赁类	21.23	68.38	849.30	46.35	32.80	1,881.83	45.41	32.83	5,558.61	45.41	32.83	1,231.43
其他（停车位、仓储等）	36.79	67.38	2,160.60	36.79	73.82	2,331.76	35.16	75.01	1,192.91	35.16	75.01	441.30
合计	**160.06**	**67.38**	**26,819.30**	**167.70**	**61.45**	**22,808.70**	**161.88**	**61.48**	**22,877.89**	**161.88**	**61.48**	**5,113.94**

注：表中面积数据为对应时间段之时点末数据。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商业及行政事业类物业方面，目前公司管理的商业类物业主要位于中心城区商圈，物业升值潜力较大。其中，石岐区孙文西路文化旅游步行街商铺是公司重要的商业类物业，孙文西路文化旅游步行街有着一百多年的历史，现已发展成中山市繁华的商业中心。公司制定了《中山城市建设集团有限公司经营性物业租赁管理办法》，对经营性资产（尤其是商铺物业）实行市场化经营管理，模式如下：公司各部门在职能范围内负责物业出租相关工作，实行集体定价制度，通过公开拍租、暗标竞租、协议租赁等多种方式招租，保证租金收益。商铺物业的租期一般为三年，租期内租金不变，按月支付。目前公司管理的行政事业类物业包括中山市档案信息中心、中山市政府民生办公大楼等，该类物业租金由中山市财政局按季度统一拨付至公司，租金收入稳定。

公建配套类物业方面，目前公司管理的公建配套类物业包括朗晴轩幼儿园、雍景园小学、纪中雅居乐凯茵学校等。截至2022年3月末，该类物业可出租面积16.56万平方米，基本保持稳定。

住宅租赁类物业方面，目前公司管理的住宅租赁类物业包括东明花园周转房、永怡花园周转房等行政机关单位周转房、公租房。其中，周转房平均月租金7元/平方米，公租房月租金4~6元/平方米，租金收入全部归公司所有。

其他类物业方面，截至2022年3月末，可出租面积为35.16万平方米，包括保税仓库、人民医院公交枢纽站车库等。

公司基础设施建设业务区域垄断性较强，跟踪期内仍以自营项目为主，委托代建项目储备不足，需持续关注自营项目的资金平衡情况

基础设施建设业务以中山市城区保障房及部分行政办公楼等项目建设为主，区域垄断性较强，可分为政府回购、委托代建、自主开发三种模式。

政府回购项目方面，主要是公司通过自主融资、投资进行项目开发，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，目前公司已不再通过政府回购方式进行项目建设。政府回购项目的使用人均为中山市法院、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，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。2020 年以来政府未进行回购，截至 2022 年 3 月末，已回购 22.70 亿元，剩余资金 0.88 亿元，目前公司正与中山市财政局协商沟通剩余资金回笼安排。

委托代建项目方面，主要是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，管理费按照施工进度确认，一般为投资成本（含资本金）的 2%，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划拨。

截至 2022 年 3 月末，公司已完工委托代建项目包括祈安苑廉租房（共五期）、平安苑廉租房等，总投资 12.76 亿元，建设资金由财政拨付，公司已确认管理费 1,643.43 万元，已回收管理费 875.73 万元。

表 3：截至 2022 年 3 月末，公司已完工委托代建项目情况（万元）

项目名称	总投资	完工时间	是否签署协议[1]	协议签署时间	履行情况	工程进度	已确认管理费	管理费回款情况[2]
平安苑	14,325.17	2010 年	否	--	--	100%	229.20	0.00
祈安苑一期	3,314.40	2014 年	否	--	--	100%	53.03	0.00
祈安苑二期及二期扩建项目	21,915.00	2017 年	否	--	--	100%	362.32	325.83
祈安苑三期	14,219.03	2016 年	否	--	--	100%	227.50	159.00
祈安苑四期	3,825.19	2016 年	否	--	--	100%	61.20	42.80
祈安苑五期	15,618.37	2018 年	否	--	--	100%	249.89	0.00
廉政教育基地	6,871.78	2017 年	是	2015 年 9 月	按约履行	100%	137.44	123.00
快速公交示范线	15,065.89	2014 年	是	2019 年 8 月	按约履行	100%	242.80	218.52
汽车总站	2,639.04	2020 年	是	2019 年 8 月	按约履行	100%	42.22	0.00
机关三幼奕翠园新园建设项目	1,907.03	2018 年	是	2021 年 4 月	按约履行	100%	30.51	0.00
中山市第一市区人民检察院配套设施抢修工程项目	96.00	2015 年	是	2020 年 11 月	按约履行	100%	1.26	1.13
中山市第一市区人民检察院办案技术大楼附楼项目	617.72	2015 年	是	2020 年 11 月	按约履行	100%	6.05	5.45
环线快速公交	27,220.07	2020 年	否	--	--	40%	0.00	0.00
合计	**127,634.69**	--	--	--	--	--	**1,643.43**	**875.73**

[1] 由于部分项目手续不完善，本着助力中山市政府尽快完成国家及广东省下达指标任务的责任担当，公司在未及时签署代建协议的前提下，先行开展代建工作。目前在中山市国资委协调下，公司积极推进与项目预算单位（行政主管部门或使用单位）补充签订相关协议。

[2] 由于部分项目尚未签署代建协议，或代建协议中未约定明确的款项支付事项，或部分项目尚处于质保期，暂未达到收取代建管理费的条件等，部分委托代建项目已完工但尚未回款。目前在中山市国资委协调下，公司通过与项目预算单位（行政主管部门或使用单位）补充签订代建协议等方式，积极推进代建管理费的回款工作。

注：表中部分数据加总不一致系四舍五入所致。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建委托代建项目包括博物馆群一期及二期等，项目总投资 5.49 亿元，已投资 3.33 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司暂无拟建委托代建项目。

表 4：截至 2022 年 3 月末，公司主要在建委托代建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	建设周期	是否签署协议	协议签署时间	履行情况	工程进度	回款情况
博物馆群一期及二期	4.07	2.91	2018.11-2022.3	是	2019 年 8 月	按约履行	暂未完工	--
市中心小学体艺楼	1.42	0.42	2020.7-2022.7	是	2020 年 4 月	按约履行	暂未完工	--
合计	**5.49**	**3.33**	--	--	--	--	--	--

注：此表仅列示主要项目。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自营项目方面，主要是公司自主融资、投资进行项目开发，竣工后直接对物业进行经营和管理。自营项目主要由公司本部和子公司中山市城市建设投资集团有限公司（以下简称“中山城投”）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。

截至 2022 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，总投资 19.57 亿元，目前上述项目均已投入运营。

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建自营项目包括饶平樟溪工业物业项目等，计划总投资 17.14 亿元，已投资 11.52 亿元。具体来看，轻轨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等。其中原计划中山北站用地 382 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 2022 年 3 月末，已投资 10.24 亿元。中山港汽车客运站定位暂未明晰，仍未正式启动，截至 2022 年 3 月末，已投资 0.18 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司暂无拟建自营项目。

表 5：截至 2022 年 3 月末，公司主要在建自营项目（亿元）

项目名称	总投资	已投资	建设周期
饶平樟溪工业物业项目	1.41	1.10	2020.2~
石岐站轻轨配套	11.37	8.88	2010 年~
温泉站轻轨配套（新翠亨站）	2.56	1.36	2010 年~
中山港汽车客运站	1.80	0.18	--
合计	**17.14**	**11.52**	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司基础设施建设业务区域垄断性较强，跟踪期内仍以自营项目为主，委托代建项目储备不足，需持续关注自营项目的资金平衡情况。

土地一级开发整理方面，跟踪期内，公司收到前期供地的部分出让金回款，并确认产业园区开发收入，成为 2021 年重要营收来源之一；土地二级转让方面，跟踪期内，公司未发生土地二级转让业务，公司在开发土地资源仍较丰富，未来土地的陆续出让可为公司带来较好收益

土地开发业务分为一级开发整理和二级转让两种模式，主要由子公司中山市板芙镇城市建设投资有限公司（以下简称“板芙城投”）、中山城投、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，项目集中于中山市，业务开展受中山市区域经济、房地产市场发展及调控政策等影响较大。

土地一级开发整理方面，分为与合作镇政府成立项目公司进行开发和独立开发两种模式。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”），征地费用由公司自筹，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，由中山土储公开出让。当公司不参与竞投或参与竞投但未能竞得土地使用权时，土地出让价款由中山市财政扣除相关款项后，余款回至中山土储，土地转让增值溢价部分由公司与合作镇政府按股权比例分成。当公司参与竞投并竞得土地使用权时，土地出让价款由中山市财政扣除相关款项后，余款回至中山土储，土地产权移交项目公司所有，公司按照合作镇政府所持项目公司股权向其支付溢价部分。独立开发方面，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，中山市委市政府将公司出资开发的板芙镇河西新区确定为“中山市智能制造装备产业园”。为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。业务模式方面，前期开发成本主要由公司自筹，土地整理完成后交由中山土储公开出让，出让价款缴入国库，国库扣除规费后将出让价款中镇留成部分拨回板芙镇政府，板芙镇政府在收到出让价款 10 个工作日内以园区开发成本等形式全额划回板芙城投账户。

截至 2022 年 3 月末，公司土地一级在开发面积 8,197.66 亩，总投资 41.60 亿元，已投资 34.32 亿元。其中，板芙产业园为公司重点建设项目，该项目规划面积 6,100 余亩，预计总投资 26.60 亿元，截至 2022 年 3 月末，已完成征地 4,617.66 亩，已投资 19.32 亿元。

表 6：公司土地一级开发整理出让情况（亩、亿元）

时间	土地出让面积	土地拍卖金额	来源
2018	570.06	2.31	板芙城投
2019	434.78	1.71	板芙城投
2020	182.00	0.87	板芙城投
2021	213.99	5.60	板芙城投
2022.1~3	--	--	--
累计	**1,400.83**	**10.49**	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司累计出让土地面积 1,400.83 亩，土地拍卖金额累计 10.49 亿元，均来自板芙产业园。跟踪期内，公司收到前期所供工业用地的部分出让金回款，并确认产业园区开发收入 6.28 亿元，成为 2021 年重要营收来源之一，又因板芙产业园招商引资等原因，上述地块存在成本倒挂现象，故 2021 年公司产业园区开发业务毛利率为负。

表 7：截至 2022 年 3 月末，公司土地一级开发整理项目情况（亩、亿元）

项目名称	开发主体	已完成征地	土地用途	总投资	已投资	开发进度
保税物流园	民众城投	1,744.00	工业用地	2.94	2.94	已供地 711 亩
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	正在与市土储协商收储事宜
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	已开发
板芙智能制造装备产业园	板芙城投	4,617.66	工业用地、商住用地	26.60	19.32	已供地 1,187 亩
合计	--	**8,197.66**	--	**41.60**	**34.32**	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2022 年 3 月末，板芙智能制造装备产业园土地成交拍卖情况（平方米、万元、万元/亩）

成交日期	竞得人	面积	成交总价	用途	单价	板芙政府支付投资金额
2013/8/22	中山市华润万家便利超市有限公司	98,514.00	5,171.99	工业	35.00	4,573.29

2018/3/28	中山市东溢新材料有限公司	26,779.60	1,802.27	工业	44.87	1,578.84
2018/3/28	中山安配科新材料有限公司	28,140.50	1,893.86	工业	44.87	3,248.86
2018/3/28	中山市易天自动化设备有限公司	26,761.90	1,814.46	工业	45.20	
2018/3/28	铭板精密科技（中山）有限公司	40,133.80	2,709.03	工业	45.00	5,904.22
2018/3/29	中山莱博顿卫浴有限公司	53,343.90	4,020.71	工业	50.25	
2018/1/10	广东蜀丰科技有限公司	20,052.10	1,383.59	工业	46.00	2,978.80
2018/1/10	中山市邦威智能设备制造有限公司	29,909.50	2,015.90	工业	44.93	
2018/9/5	广东申川机电设备有限公司	20,116.80	2,920.00	工业	33.18	2,589.28
2018/12/14	广东赛凌科技有限公司	20,916.70	1,443.25	工业	46.00	1,265.04
2018/12/14	连达(中山)科技有限公司	15,369.80	1,060.52	工业	46.00	929.57
2019/1/23	中山火炬板芙分园开发建设有限公司	25,686.50	1,733.84	工业	45.00	1,519.00
2019/5/8	中山市捷上同程数控机床有限公司	24,716.90	1,705.47	工业	46.00	1,494.88
2019/5/8	中山马蒂机械有限公司	21,463.10	1,474.52	工业	45.80	1,292.32
2019/9/11	中山联合光电科技股份有限公司	37,389.30	1,869.47	工业	33.33	1,624.79
2019/10/23	中山智隆新材料科技有限公司	57,450.50	4,136.44	工业	48.00	3,629.04
2019/11/1	广东皮阿诺科学艺术家居股份有限公司	123,150.16	8,645.14	工业	46.80	7,580.53
2020/3/11	中山市锦时设备制造有限公司	71,387.50	5,139.90	工业	48.00	4,378.55
2020/4/1	丝艾工业科技（中山）有限公司	13,725.20	988.21	工业	48.00	841.84
2020/7/22	中山联合光电科技股份有限公司	16,351.80	799.60	工业	32.60	674.32
2020/9/30	安捷芯科技有限公司	20,164.30	1,532.49	工业	50.67	1,306.95
2020/10/13	中山市板芙镇人民政府	--	317.72	道路规划	18.03	317.72
2020/10/15	中山市板芙镇人民政府	--	32.21	塔基占地		32.21
2020/10/15	中山市板芙镇人民政府	--	3.79	塔基占地		3.79
2020/10/13	中山市板芙镇人民政府	83,321.13	2,522.13	道路规划	20.18	2,522.13
2021/5/18	土地收储	67,817.72	50,354.64	商住	495.00	20,000.00
合计	--	**942,662.71**	**107,491.13**	--	--	**70,285.95**

注：表中部分数据加总不一致系四舍五入所致。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地二级转让方面，公司土地主要在中山城投、中山市翠亨地产开发有限公司等子公司名下。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，中山土储对出让土地进行收储，转让收入交至公司。

2019 年中山城投名下 20 宗土地被中山土储收储，土地面积 204,961.6 平方米（307.44 亩），补偿金额 13.95 亿元。2020 年中山城投名下 2 宗土地被中山市火炬开发区土地房屋征收中心征收，土地面积 1,412.3 平方米（2.12 亩），补偿金额 0.11 亿元。跟踪期内，公司未发生土地二级转让业务，公司在开发土地资源仍较丰富，截至 2022 年 3 月末，公司拥有 69 宗有证土地，土地证面积合计 3,565.20 亩，未来土地的陆续出让可为公司带来较好收益。

近年来随中山市路桥基建投资力度加大，土地指标逐渐变为稀缺资源，2021 年公司土地指标业务量价齐升；目前公司土地指标仍较充足，未来几年以土地指标消化为主，但该业务持续性不足，且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的不确定性

土地指标指用于建设用地的配套指标，土地指标业务指公司通过易地开发方式有偿取得补充耕地指标，并将所取得的指标进行出售的行为。该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的一种重要补偿方式，目前中山城投是中山市唯一具有该业务资格的实施主体。

根据《广东省易地开发补充耕地管理规定》，易地开发指耕地后备资源匮乏的市、县（区），因非农业建设占用耕地数量较大，在本行政区域内无法实现年度非农业建设项目耕地占补平衡，采取有偿办法，委托耕地后备资源较丰富的地区代为开发补充

耕地，做到先补后占的行为。

2009 年以前，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），中山城投的土地指标有偿转让收益扣除相关成本后，由财政局开票并缴入财政局专户，资金经中山市人民政府批准，再作为政府追加的资金投入返还给中山城投，以壮大其资本。自 2009 年起，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），中山城投将土地指标收入转为自营收入，自主经营、自主纳税，不再经财政局转注资。

中山城投从广东省内其他地区购入土地指标的流程为：中山城投与有土地指标的地区洽谈，双方达成意向后，卖出土地指标方将土地指标资料提供给中山城投，中山城投通过中山市自然资源局将资料报送至广东省自然资源厅核查，广东省自然资源厅核实后，买卖双方签订广东省有偿使用补充耕地指标合同（土地指标购入合同），中山城投根据协议支付首期款。首期款由中山城投与出让方在土地指标买卖协议中约定，一般为合同总价的 20%~30%。首期款支付之日起 10 日内，卖方通过当地自然资源局将协议购买的土地指标资料报送至广东省自然资源厅，用以办理有关审批确认手续。中山市自然资源局收到广东省自然资源厅批复确认后的 10 天内，中山城投付清协议余款。至此，中山城投购入土地指标的交易流程结束。

中山城投从广东省内其他地区购入土地指标的定价方式为：根据购入土地指标所在区域情况，经双方协商一致并经双方所在地政府批准，确定购入价格，土地指标出售方的定价主要以耕地整理成本为依据，随购入土地指标所在区域不同而变化，约 1~2 万元/亩。中山城投实际购入土地指标支付的款项形成土地指标业务成本。根据《关于调整补充耕地用地指标服务费的批复》（中府办复[2012]157 号），中山市各镇区向中山城投调剂土地指标时，原统一定价为 33 元/平方米，自 2012 年 8 月 1 日起调整为 40 元/平方米。2017 年根据广东省政府《关于印发广东省垦造水田工作方案的通知》（粤府函[2017]272 号）文件精神，中山市政府同意将水田指标销售价格调整至 25 万元/亩。2020 年 9 月，中山市政府同意将水田指标销售价格调整至 75 万元/亩。2021 年 4 月，中山市政府同意如因广东省重点交通项目推进急需使用中山市储备补充耕地指标的，按照广东省交易平台最近一期成交价安排使用。

中山城投将购入的土地指标卖出的流程为：中山市自然资源局每年根据中山市的用地规模对需要土地指标的单位出具用地方案表，中山城投根据中山市自然资源局出具的用地方案表，与用地单位签订出让土地指标协议并收取费用。用地单位按协议划付款项后，中山城投开具划转土地指标的通知并报送至中山市自然资源局，中山市自然资源局相应核减中山城投购入的土地指标数量。

公司购入补充耕地指标一方面实现了中山市耕地占补平衡，另一方面也支持了广东省耕地占补平衡工作的开展。近年来随中山市路桥基建投资力度加大，土地指标逐渐变为稀缺资源，2021 年公司土地指标业务量价齐升，实现收入 9.82 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司土地指标结余数量 1.48 万亩，目前公司土地指标仍较充足，未来几年以土地指标消化为主。

表 9：近年来公司土地指标业务情况（亩、万元）

时间	出售面积	销售收入	结余数量	结余价值
2019	4,211	10,711	37,379	99,802
2020	9,917	34,374	27,462	73,324
2021	10,686	98,214	16,776	44,792
2022.1~3	1,940	5,307	14,837	39,614

注：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负责，体现了公司的突出地位以及中山市政府对公司的大力支持，但该业务持续性不足，且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的不确定性。

跟踪期内，公司公共交通业务公益性仍较强，受政府支持力度较大，中山公交亏损数额由中山市财政全额补亏

公共交通业务主要由子公司中山市公共交通运输集团有限公司（以下简称“中山公交”）负责。中山公交成立于 1975 年 10 月，具有国家道路旅客运输二级资质，是中山市唯一一家国有法人独资的公交客运主体。目前中山公交已完成对全市客运资源的整合与收购（小榄镇除外），主要负责中山市内公交客运、包车客运、县级班车客运、出租客运等业务。

表 10：近年来中山公交运营情况

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
营运公交车辆（辆）	2,093	2,096	2,296	2,272
其中：新能源公交车（辆）	2,035	2,096	2,296	2,272
总车座（座）	54,688	48,006	55,356	55,012
公交线路条数（条）	196	199	202	206
客运量（亿人次）	2	1	1	0.206
客运收入（万元）	22,255	14,787	13,825	2,750
财政补贴收入（万元）	63,944	66,006	71,560	19,052
公共自行车数量（辆）	12,080	10,000	7,432	7,432

注：除客运收入外，公司公共交通业务中还有出租车收入等，故此表客运收入与分板块业务收入有所差别。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，中山公交拥有 2,272 辆新能源公交车，206 条公交线路。受疫情等因素影响，2020 年以来客运量、客运收入等指标均有所下降。未来公司将投入大量资金用于购置新能源公交车、公交车站场建设等工作。

公司公共交通业务公益性仍较强，受政府支持力度较大。为支持公共交通行业发展，2015 年 12 月，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》，规定中山市政府给予行业多项补贴，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、购置新能源公交车补贴等。同时中山市政府通过了中山公交的成本规制方案，自 2016 年起，中山公交亏损数额由中山市财政全额补亏。

其他业务包括物流业务、广告业务等，收入规模仍较小，但可对公司整体营收形成一定补充

物流业务收入来自中山保税物流中心。中山保税物流中心是中山市重要的进出口贸易公共服务平台，位于中山市民众街道浪网村，东邻番中公路，西连京广澳高速公路，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。项目首期建设用地 801 亩，已建成仓库面积约 16 万平方米、集装箱堆场面积约 2 万平方米，跨境电子商务监管中心面积 0.21 万平方米，进出境货运车辆检查场 7.5 万平方米，设计吞吐能力每日 1,500 车次。近年来该项目已为公司带来一定的仓库、堆场等租赁收入和车检场业务收入。此外，公司还经营广告业务，主要是子公司中山市新域广告有限公司运营的户外广告和中山公交车身广告。

财务分析

以下分析基于公司提供的经永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，此外根据公司合并中山城投的事项，永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年模拟审计报告，各期审计报告或财务报表均按照新会计准则编制，各期财务数据均为期末数。

2021 年公司合并报表范围新增 3 家子公司，分别为中山城市科创园投资发展有限公司、中山市城科智能装备有限责任公司、中山市新航物业租赁有限责任公司。截至 2021 年末，公司纳入合并报表范围的子公司共计 27 家。

表 11：截至 2021 年末，公司主要子公司情况(%)

全称	简称	持股比例
中山城联科技有限公司	城联科技	100.00
中山市建恒物业拓展有限公司	建恒物业	100.00
中山市建安物业拓展有限公司	建安物业	100.00
中山市土地开发物业管理有限公司	土开公司	100.00

中山市桃苑联合开发有限公司	桃苑公司	70.40
中山市翠亨地产开发有限公司	翠亨地产	100.00
中山市城区地产有限公司	城区地产	100.00
中山市金马房产公司	金马房产	100.00
中山岐江新城建设开发有限公司	新城公司	100.00
中山市板芙镇城市建设投资有限公司	板芙城投	59.20
潮州市建潮投资发展有限公司	建潮公司	100.00
中山城市科创园投资发展有限公司	科创园	100.00
中山市城市建设投资集团有限公司	中山城投	100.00
中山市公共交通运输集团有限公司	中山公交	100.00
中山市中南公共汽车有限公司	中南汽车	100.00
中山市城市汽车客运站有限公司	城汽公司	100.00
中山市坦洲金斗湾汽车客运站有限公司	坦洲公司	100.00
中山市公交自行车有限公司	公交公司	100.00
中山市新域广告有限公司	广告公司	100.00
中山市兴和投资发展有限公司	兴和公司	100.00
中山保税物流中心有限公司	保税公司	100.00
中山保税物流中心管理服务有限公司	保税中心	100.00
中山市民众镇城市建设投资有限公司	民众城投	60.00
中山市东升镇城市建设投资有限公司	东升城投	60.00
中山市剑凌贸易有限公司	剑凌贸易	100.00
中山市城科智能装备有限责任公司	智能装备	50.00
中山市新航物业租赁有限责任公司	新航物业	100.00

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

跟踪期内，公司业务保持多元化发展趋势，得益于土地指标及产业园区开发等业务较好发展，营收规模同比大幅增长，期间费用率明显改善，主业盈利能力亦有较大提升，又因公共交通业务公益性仍较强，公司利润总额对政府补贴的依赖度仍较高

跟踪期内，公司业务保持多元化发展趋势。近年来随中山市路桥基建投资力度加大，土地指标逐渐变为稀缺资源，2021 年公司土地指标业务量价齐升，大幅提升了公司总体营收规模及综合毛利率水平。此外，公司收到前期所供板芙产业园工业用地的部分出让金回款，并确认产业园区开发收入 6.28 亿元，成为 2021 年又一重要营收来源，但因上述地块存在成本倒挂现象，故 2021 年该业务毛利率为负。

表 12：公司主要业务板块收入、收入占比、毛利率情况（亿元、%）

收入	2019	2019（模拟）	2020	2021
租赁业务收入	1.81	2.61	2.28	2.29
公交客运收入	--	1.95	1.76	2.08
土地指标收入	--	1.07	3.44	9.82
保税物流收入	--	0.23	0.18	0.23
典当贷款利息	--	0.10	--	--
广告业务收入	--	0.08	0.07	0.07
土地转让收入	--	13.95	0.11	--
产业园区开发收入	--	--	--	6.28
其他	0.36	0.66	0.28	0.23
营业总收入	**2.17**	**20.66**	**8.12**	**20.99**
收入占比	**2019**	**2019（模拟）**	**2020**	**2021**
租赁业务收入	83.41	12.65	28.08	10.90
公交客运收入	--	9.46	21.64	9.90
土地指标收入	--	5.19	42.32	46.78
保税物流收入	--	1.11	2.27	1.07
典当贷款利息	--	0.51	--	--
广告业务收入	--	0.38	0.88	0.34
土地转让收入	--	67.53	1.35	--
产业园区开发收入	--	--	--	29.93
其他	16.59	3.19	3.46	1.07
营业总收入	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**
毛利率	**2019**	**2019（模拟）**	**2020**	**2021**
租赁业务收入	57.50	60.44	53.94	53.36
公交客运收入	--	-312.10	-340.58	-313.09
土地指标收入	--	51.34	64.29	86.53
保税物流收入	--	-11.03	-41.58	11.03
典当贷款利息	--	100.00	--	--
广告业务收入	--	28.95	47.61	46.94
土地转让收入	--	49,83	96.96	--
产业园区开发收入	--	--	--	-19.87
其他	--	-14.14	-1.38	35.00
综合毛利率	**64.41**	**14.46**	**-30.60**	**10.00**

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

公司期间费用主要是财务费用及管理费用，财务费用主要是银行借款以及发行债券等产生的利息支出，管理费用主要是职工薪酬，跟踪期内，公司有息债务规模缩减，利息支出等财务费用相应降低，期间费用亦随之下降。得益于前述土地指标及产业园区开发等业务较好发展，2021 年公司营收规模同比大幅增长，期间费用率明显改善，主业盈利能力亦有较大提升，又因公共交通业务公益性仍较强，公司利润总额对政府补贴的依赖度仍较高。2021 年以来公司业务回款能力同比下降，致使收现比呈下滑趋势。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%、X）

	2019	2019（模拟）	2020	2021	2022.3
管理费用	0.43	1.30	1.30	1.53	0.31
财务费用	0.55	3.52	2.49	2.10	0.40
期间费用	**0.98**	**4.82**	**3.79**	**3.63**	**0.71**
营业总收入	2.17	20.66	8.12	20.99	4.60
期间费用率	**45.46**	**23.33**	**46.69**	**17.30**	**15.51**
经营性业务利润	0.10	4.27	-0.09	5.12	0.17

其中：其他收益	-	6.78	6.63	7.19	1.91
投资收益	0.22	1.00	2.59	0.53	-
利润总额	**0.31**	**4.96**	**2.53**	**5.66**	**0.17**
收现比	0.85	0.66	1.01	0.86	0.34

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营利润不断积累，且继续得到股东支持，资本实力持续增强；同时公司偿还部分到期债务，有息债务规模略有缩减，债务结构趋于优化，但财务杠杆水平仍处高位

跟踪期内，公司根据业务实质，对部分项目列报科目进行调整，资产规模总体稳定。

公司资产主要由存货、投资性房地产、其他应收款、货币资金等构成。

具体来看，存货主要系土地开发成本以及开发产品，2021 年公司将石岐站轻轨配套由在建工程转入，故期末存货余额有所增长。截至 2022 年 3 月末，公司存货中共有 73 宗土地，土地证面积合计 9,482.56 亩，土地使用权账面价值合计 36.22 亿元，其中 4 宗土地尚未缴纳出让金，土地证面积合计 5,917.36 亩，账面价值合计 20.11 亿元，系土地开发业务相关的一级开发土地。投资性房地产主要系用于出租的物业资产，截至 2021 年末，尚未办妥产权证书的投资性房地产账面价值合计 1.95 亿元，主要是资料不全、存在房屋加建或改建而不能按现状办理产权过户等原因，同期末还存在用于借款抵质押而受限的投资性房地产 12.13 亿元。其他应收款主要是应收中山土储的出售土地款、应收财政补贴及代建项目代收代支款等，跟踪期内，公司应收中山市财政相关款项小幅增加，带动应收类款项占总资产的比重略有上涨。货币资金主要是银行存款，跟踪期内，公司土地指标业务量价齐升，公司收到部分土地指标回款，推高货币资金至 2021 年末的 15.68 亿元，其中受限货币资金 995.16 万元。

总体来看，公司资产仍以土地开发成本、物业资产为主，流动性一般，但所持物业资产类型多样且位置较好，可提供稳定的物业租赁收入，收益性较好。

2021 年以来公司经营利润不断积累，且于 2022 年一季度收到中山市人民政府增资款 2.00 亿元，计入“实收资本”，资本实力持续增强，截至 2022 年 3 月末，公司权益规模为 69.07 亿元。

表 14：近年来公司主要资产、权益情况（亿元、%）

	2019	2019（模拟）	2020	2021	2022.3
货币资金	6.33	12.13	11.31	15.68	18.31
其他应收款	13.03	14.06	9.31	11.82	20.11
存货	23.94	58.39	60.00	67.76	63.62
流动资产	**44.58**	**87.48**	**81.85**	**96.09**	**102.85**
投资性房地产	**32.12**	41.32	39.82	39.01	39.25
在建工程	0.32	10.23	10.93	1.43	0.63
非流动资产	**37.08**	**85.47**	**89.47**	**77.77**	**76.54**
总资产	**81.66**	**172.94**	**171.32**	**173.85**	**179.39**
实收资本	22.84	35.77	38.42	38.42	40.42
资本公积	10.12	15.21	10.24	8.84	8.84
未分配利润	4.17	3.45	9.65	15.71	15.83
所有者权益	**41.09**	**58.82**	**62.75**	**66.96**	**69.07**
应收类款项/总资产	17.55	9.03	5.92	7.13	11.55

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司于 2021 年发行 4.00 亿元中期票据“21 中山城建 MTN001” 以及 3.50 亿元公司债券“21 香建 01”，同期 6.00 亿元公司债券“16 香城建”到期还本，增减变动下，应付债券期末余额小幅增长。此外，公司偿还部分应付工程款以及银行贷款，应付账款和长短期借款均随之降低。总体来看，2021 年末公司有息债务规模略有缩减，且债务结构趋于优化，短期债务占比继续降低，但财务杠杆水平仍处高位，截至 2021 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 61.49%和 52.34%。

表 15：近年来公司主要负债情况（亿元、%）

	2019	2019（模拟）	2020	2021	2022.3
短期借款	5.30	10.90	6.72	4.00	4.70
应付账款	2.18	8.64	8.14	5.47	5.47
流动负债	**20.27**	**64.84**	**32.58**	**29.66**	**31.14**
长期借款	14.05	35.43	55.76	53.68	56.05
应付债券	5.99	10.99	13.48	14.99	14.99
非流动负债	**20.30**	**49.28**	**75.99**	**77.24**	**79.17**
总负债	**40.57**	**114.12**	**108.56**	**106.90**	**110.32**
短期债务	6.94	35.04	8.03	4.63	5.33
长期债务	20.03	46.42	69.25	68.91	71.28
总债务	**26.98**	**81.46**	**77.28**	**73.54**	**76.60**

短期债务占比	25.74	43.02	10.39	6.30	6.95
资产负债率	49.68	65.99	63.37	61.49	61.50
总资本化比率	39.63	58.07	55.19	52.34	52.59

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司 EBITDA 随利润总额提升，经营活动现金流净额持续增长，二者对债务本金及利息支出的覆盖能力均有所增强；公司账面货币资金充足，且不断缩减短期债务规模，货币资金短债比继续提升

公司经营活动现金流入主要是收到的租金、土地转让收入、土地指标收入等，流出主要是物业维护费用、项目建设支出等，2021 年得益于土地指标及产业园区开发等业务较好发展，公司经营活动现金流净额持续增长。公司投资活动现金流主要与公房改造、商业性工程等项目有关，跟踪期内仍呈小幅净流出趋势，同比变动不大。公司筹资活动现金流入主要是银行借款、发债融资等，流出主要是偿还债务等，2021 年公司对外融资及偿债力度同比均大幅降低，筹资活动现金流维持净流出状态，且缺口小幅收窄。

偿债指标方面，跟踪期内，公司 EBITDA 随利润总额提升，经营活动现金流净额持续增长，二者对债务本金及利息支出的覆盖能力均有所增强。公司账面货币资金充足，且不断缩减短期债务规模，货币资金短债比继续提升。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2019（模拟）	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	1.28	11.96	15.26	18.26	-0.67
投资活动净现金流	-0.33	-0.76	-2.23	-3.65	-1.29
筹资活动净现金流	-3.30	-17.78	-13.94	-10.25	4.58
EBITDA	2.71	12.78	8.85	12.10	--
总债务/EBITDA	9.97	6.38	8.74	6.08	95.30
EBITDA 利息覆盖系数	2.18	2.61	2.59	4.27	--
经营活动净现金流/总债务	0.05	0.15	0.20	0.25	-0.01
经营活动净现金流利息覆盖系数	1.03	2.44	4.46	6.45	-1.05
货币资金/短期债务	0.91	0.35	1.41	3.39	3.44

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务期限结构方面，截至 2022 年 3 月末，公司有息债务 76.36 亿元，到期时间集中在 2023 年及以后。

表 17：截至 2022 年 3 月末，公司有息债务期限结构（万元、%）

	金额	占比
2022.4~12	80,550.00	10.55
2023	339,793.36	44.50
2024	203,547.56	26.66
2025 及以后	139,691.52	18.29
合计	**763,582.43**	**100.00**

注：此表统计口径不含租赁负债，故小于表 15 总债务数据；表中数据加总不一致系四舍五入所致。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司备用流动性一般，无对外担保，但有一定规模受限资产，且涉及一定数量及金额的未决诉讼

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 129.76 亿元，其中未使用额度 44.32 亿元，备用流动性一般。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产合计 21.25 亿元，占当期末总资产的 12.22%，主要是用于借款抵质押而受限的投资性房地产 12.13 亿元以及存货 4.78 亿元，此外，公司还存在 995.16 万元受限货币资金，主要系中山城投与广东中山建筑设计股份有限公司发生建设工程设计合同纠纷，后者向人民法院申请财产保全所致。

对外担保方面，截至 2021 年末，公司无对外担保。

或有事项方面，截至 2021 年末，公司涉及 3 起未决诉讼。1）因与冯桂澄存在房屋买卖合同纠纷，公司被起诉返还冯桂澄转让款 2,588.17 万元及利息 1,694.0004 万元（暂计至 2021 年 9 月 11 日）；向冯桂澄支付 260.00 万元违约金；赔偿冯桂澄向南方联合产权交易中心支付的“筹划服务费”32.8817 万元；诉讼标的额合计 4,575.0521 万元，截至公司 2021 年度审计报告报出日，一审案件尚未判决。2）因与中山市昌生花园房地产开发有限公司（以下简称“原被告人”）存在资产置换合同纠纷，一审判决合同无效。原被告人不服一审判决，于 2020 年 11 月

18 日提起上诉，截至公司 2021 年度审计报告报出日，二审案件尚未判决。3）因与广东中山建筑设计股份有限公司（以下简称“原告”）存在建设工程设计合同纠纷，公司被起诉支付原告设计费人民币 3,396,780.00 元和利息，律师费 128,000.00 元和案件受理费、诉讼保全费 111,342.00 元，公司不服一审判决，提起上诉，截至公司 2021 年度审计报告报出日，二审案件尚未判决。中诚信国际将持续关注上述诉讼事项进展及其对公司经营及偿债能力的影响。

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，2019~2022 年 3 月 18 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

作为中山市重要的国有资产经营管理和基础设施建设主体之一，公司业务涵盖城市基础设施建设、土地开发、土地指标、物业租赁、公共交通等板块，并在资产划入、政府补贴等方面得到了股东的有力支持

作为中山市重要的国有资产经营管理和基础设施建设主体之一，公司业务涵盖城市基础设施建设、土地开发、土地指标、物业租赁、公共交通等板块，并在资产划入、政府补贴等方面得到了股东的有力支持。

资本划入方面，2022 年一季度公司收到中山市人民政府增资款 2.00 亿元，计入“实收资本”，资本实力持续增强，截至 2022 年 3 月末，公司权益规模为 69.07 亿元。

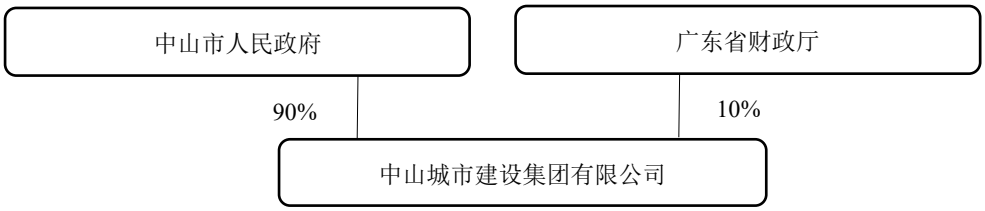
政府补贴方面，为支持公共交通行业发展，2015 年 12 月，中山市交通运输局、中山市财政局和相关部门联合制定了《中山市公共交通企业财政补贴及监督管理暂行办法》，规定中山市政府给予行业多项补贴，包括特定人员乘车优惠补贴，持中山通普通 IC 卡乘车优惠补贴、公共交通成本规制补贴、购置新能源公交车补贴等。同时中山市政府通过了中山公交的成本规制方案，自 2016 年起，中山公交亏损数额由中山市财政全额补亏。2021 年及 2022 年一季度，公司分别收到政府补贴 7.19 亿元和 1.91 亿元，计入“其他收益”。

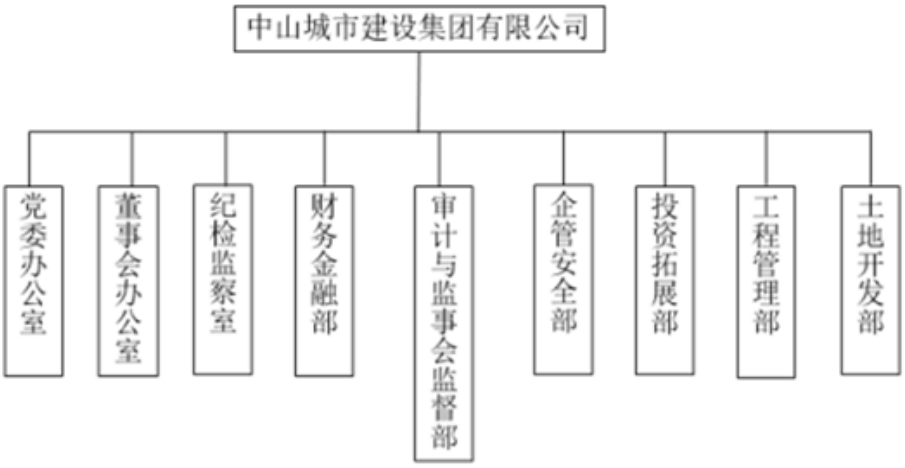
中诚信国际认为，鉴于公司是中山市重要的国有资产经营管理和基础设施建设主体之一以及历史上获得的支持情况，预计公司将持续获得股东的大力支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中山城市建设集团有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 香建 01”和“21 香建 01”的债项信用等级为 **AA+**。

附一：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 2022 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）	2019	2019（模拟）	2020	2021	2022.3
货币资金	63,279.91	121,294.13	113,134.65	156,819.65	183,086.79
应收账款	11,868.67	14,481.88	5,854.17	3,339.22	3,539.68
其他应收款	130,272.59	140,564.17	93,130.33	118,205.95	201,102.22
存货	239,364.00	583,905.34	599,953.66	677,570.06	636,242.72
长期投资	36,582.46	128,662.61	155,276.99	147,486.62	147,486.62
在建工程	3,154.37	102,300.66	109,323.08	14,291.26	6,280.36
无形资产	203.19	38,842.49	38,462.93	38,419.85	38,213.59
总资产	816,611.28	1,729,418.48	1,713,153.61	1,738,540.86	1,793,854.59
其他应付款	84,855.52	161,833.99	150,650.78	164,530.12	182,155.00
短期债务	69,428.00	350,428.00	80,320.00	46,300.00	53,250.00
长期债务	200,346.92	464,206.92	692,451.77	689,087.54	712,753.91
总债务	269,774.92	814,634.92	772,771.77	735,387.54	766,003.91
总负债	405,693.66	1,141,227.08	1,085,649.52	1,068,970.67	1,103,189.20
费用化利息支出	12,415.67	46,124.13	31,565.48	25,748.99	6,364.03
资本化利息支出	0.00	2,837.74	2,626.09	2,566.51	--
实收资本	228,377.74	357,663.16	384,244.72	384,244.72	404,244.72
少数股东权益	35,638.76	34,997.95	40,331.66	34,857.74	34,809.92
所有者权益合计	410,917.62	588,191.40	627,504.09	669,570.19	690,665.39
营业总收入	21,668.96	206,562.85	81,227.87	209,934.75	45,956.17
经营性业务利润	953.28	42,749.18	-895.60	51,214.85	1,694.58
投资收益	2,190.47	10,022.77	25,944.30	5,315.26	0.00
净利润	2,750.75	40,765.99	23,096.66	43,101.72	1,061.92
EBIT	15,500.07	95,689.43	56,835.21	82,310.55	8,037.72
EBITDA	27,067.85	127,750.23	88,458.16	121,003.35	--
销售商品、提供劳务收到的现金	18,520.97	136,449.73	82,034.24	179,683.22	15,755.08
收到其他与经营活动有关的现金	86,662.06	150,896.01	190,323.72	124,670.96	14,483.88
购买商品、接受劳务支付的现金	18,205.13	44,872.49	34,453.89	31,229.69	3,655.34
支付其他与经营活动有关的现金	65,607.85	66,849.73	27,881.48	19,256.73	5,547.55
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	4,079.27	2,000.00	20,000.00
资本支出	1,909.77	58,664.61	73,770.35	53,852.45	63,168.74
经营活动产生现金净流量	12,804.01	119,580.09	152,550.15	182,643.70	-6,696.68
投资活动产生现金净流量	-3,337.91	-7,607.19	-22,321.68	-36,488.62	-12,863.59
筹资活动产生现金净流量	-32,977.79	-177,830.30	-139,387.94	-102,464.75	45,827.41
财务指标	**2019**	**2019（模拟）**	**2020**	**2021**	**2022.3**
营业毛利率(%)	64.41	14.46	-30.60	10.00	-13.68
期间费用率(%)	45.46	23.33	46.69	17.30	15.51
应收类款项/总资产(%)	17.55	9.03	5.92	7.13	11.55
收现比(X)	0.85	0.66	1.01	0.86	0.34
总资产收益率(%)	1.84	5.58	3.32	4.73	--
资产负债率(%)	49.68	65.99	63.37	61.49	61.50
总资本化比率(%)	39.63	58.07	55.19	52.34	52.59
短期债务/总债务(X)	0.26	0.43	0.10	0.06	0.07
FFO/总债务(X)	0.09	0.13	0.08	0.15	--
FFO 利息倍数(X)	1.95	2.15	1.79	3.81	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.03	2.44	4.46	6.45	--
总债务/EBITDA(X)	9.97	6.38	8.74	6.08	--
EBITDA/短期债务(X)	0.39	0.36	1.10	2.61	--
货币资金/短期债务(X)	0.91	0.35	1.41	3.39	3.44
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.18	2.61	2.59	4.27	--

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告、2019 年模拟审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理，各期审计报告或财务报表均按照新会计准则编制，各期财务数据均为期末数；2、为准确计算公司有息债务，将其他应付款、其他流动负债中有息部分计入短期债务；3、公司未提供 2022 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附三：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+租赁负债+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
	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
现金流	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/（费用化利息支出+资本化利息支出）
	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”。

附四：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。