

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0089 号

定南城建投资集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“19 定南债/PR 定南债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，同时维持“19 定南债/PR 定南债”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二三年六月七日

信用评级报告声明

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

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2023年6月7日至2024年6月6日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2023年6月7日

定南城建投资集团有限公司主体及 “19 定南债/PR 定南债” 2023 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA-/稳定	2023/6/7	AA-/稳定	马霁竹	崔云鹭

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
19 定南债/PR 定南债	AAA	AAA
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”		
主体概况		
定南城建设投资集团有限公司是赣州市定南县重要的基础设施建设主体,主要从事定南县范围内的基础设施建设和工程施工等业务。定南县发展投资控股集团有限公司为公司唯一股东,定南县人民政府为公司的实际控制人。		

评级模型				
一级指标		二级指标	权重	得分
经营规模		所有者权益	35%	10.5
业务运营		业务稳定性与持续性	10%	10.0
盈利与获现能力		净利润	15%	6.8
		净资产收益率	5%	3.5
		现金收入比	5%	3.0
债务负担和保障程度		全部债务资本化比率	15%	6.8
		货币资金短债比	5%	3.5
		EBITDA 利息倍数	5%	1.5
		全部债务/EBITDA	5%	2.3
基础评分输出结果			a	
调整因素			无	
个体信用状况 (BCA)			a	
外部支持评价		外部支持能力	G4	
		外部支持意愿	S2	
评级模型结果			AA-	
外部支持调整子级			2	
注 1：外部支持能力档位分为 G1~G19，表示支持能力由强至弱的程度				
注 2：外部支持意愿档位分为 S1~S5，表示支持意愿由强至弱的程度				
注 3：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异				

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”

主体概况

定南城建投资集团有限公司是赣州市定南县重要的基础设施建设主体，主要从事定南县范围内的基础设施建设和工程施工等业务。定南县发展投资控股集团有限公司为公司唯一股东，定南县人民政府为公司的实际控制人。

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，赣州市经济实力很强，其下辖的定南县经济实力继续增强；公司主营业务仍具有很强的区域专营性，得到实际控制人及相关各方的持续支持；重庆兴农融资担保集团有限公司为“19 定南债/PR 定南债”提供的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。同时，东方金诚关注到，公司面临一定的资本支出压力，资产流动性较差，整体现金流状况欠佳。综上所述，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，“19 定南债/PR 定南债”到期不能偿还的风险极低。

同业比较

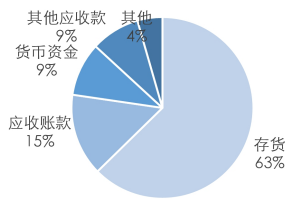
项目	定南城建投资集团有限公司	嘉禾铸都发展集团有限公司	衡东县城乡建设投资开发有限公司	凤凰铭城建设投资有限公司	沅陵辰州投资集团有限公司
地区	赣州市定南县	郴州市嘉禾县	衡阳市衡东县	湘西州凤凰县	怀化市沅陵县
GDP 总量 (亿元)	108.53	169.13	336.50	99.46	201.37
人均 GDP (元)	51702*	49280*	60079*	28280*	39609*
一般公共预算收入 (亿元)	9.20	9.86	10.53	8.65	12.80
政府性基金收入 (亿元)	8.50	10.19	-	4.51	-
地方政府债务余额 (亿元)	50.02	53.24	44.15	56.22	59.68
资产总额 (亿元)	96.48	236.77	65.44	141.94	151.11
所有者权益 (亿元)	39.95	152.33	34.43	86.65	54.92
营业收入 (亿元)	8.26	10.23	5.17	6.44	7.13
净利润 (亿元)	1.33	0.97	0.97	0.52	1.03
资产负债率 (%)	58.60	35.66	47.39	38.96	63.65

注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA- 的同行业企业，表中数据年份均为 2022 年，标“*”数据为估算值，标“-”项为未获取数据（下文同）

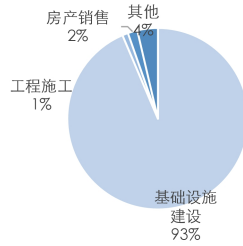
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2022 年)



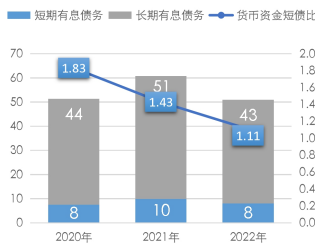
公司营业收入构成 (2022 年)



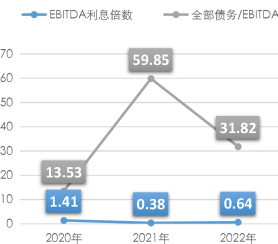
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额	100.03	113.77	96.48
所有者权益	42.87	44.09	39.95
营业收入	6.25	2.91	8.26
净利润	3.23	0.73	1.33
全部债务	51.30	60.78	51.45
资产负债率	57.14	61.24	58.60
全部债务资本化比率	54.48	57.96	56.29

公司债务构成 (单位: 亿元、倍)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2020 年	2021 年	2022 年
地区	定南县		
GDP 总量	87.07	97.76	108.53
人均 GDP (元)	41807	46571*	51702*
一般公共预算收入	8.90	8.93	9.20
政府性基金收入	11.07	15.60	8.50
财政自给率	25.34	25.40	26.14
政府负债率	30.41	36.85	46.09

优势

- 跟踪期内，赣州市经济实力依然很强，其下辖的定南县电子信息、新材料、智能制造、精细化工、现代物流和文旅等产业发展态势良好，地区经济发展较快，经济实力继续增强；
- 公司继续从事定南县范围内的基础设施建设业务，主营业务仍具有很强的区域专营性；
- 作为定南县重要的基础设施建设主体，公司在财政补贴等方面得到实际控制人及相关各方的持续支持；
- 兴农担保集团为“19 定南债/PR 定南债”到期兑付提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

关注

- 公司在建及拟建基础设施项目尚需投资规模较大，面临一定的资本支出压力；
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，资产流动性较差；
- 公司经营性净现金流易受波动性较大的往来款、项目回款等影响而缺乏稳定性，资金来源对筹资活动依赖较大，整体现金流状况欠佳。

评级展望

预计赣州市及定南县经济将保持稳定增长，公司主营业务将保持很强的区域专营地位，能够持续获得实际控制人及相关各方的有力支持，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002202208)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA-/稳定	AAA (19 定南债/PR 定南债)	2022/6/15	周丽君 崔云鹭	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文
AA-/稳定	AAA (19 定南债/PR 定南债)	2018/9/13	高路 戴修远	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015)》	阅读原文

注：以上为不完全列示

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额	存续期	增信措施	增信方
19 定南债/PR 定南债	2022/06/15	5.50 亿元	2019/04/08~2026/04/08	连带责任保证担保	重庆兴农融资担保集团有限公司/AAA/稳定

注：“19 定南债/PR 定南债”设置本金提前偿还条款。

跟踪评级说明

根据监管相关要求及定南城建投资集团有限公司（以下简称“定南城投”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

定南城投前身为定南县永盛投资有限公司，是经定南县国有资产管理办公室批准于 2009 年 6 月成立的国有参股有限责任公司，初始注册资本为人民币 300.00 万元。公司成立时由骆明良和定南县城市建设投资有限责任公司（以下简称“定南城建”）共同出资，其中骆明良以货币出资 180.00 万元，定南城建以货币出资 120.00 万元。历经数次增资及股权变更（详见下图表），截至 2022 年末，公司注册资本及实收资本均为人民币 2.50 亿元，唯一股东为定南县发展投资控股集团有限公司（以下简称“定南发投”）¹，实际控制人为定南县财政局。

图表 1 公司历史沿革情况

时间	事项
2011 年 3 月	公司出资人变更为定南城建，持有公司 100% 股权。
2015 年 9 月	公司注册资本变更为 5000.00 万元。
2017 年 6 月	公司注册资本变更为 25000.00 万元。
2017 年 7 月	公司出资人由定南城建变更为定南县财政局。
2017 年 8 月	公司名称由“定南县永盛投资有限公司”更名为现名。
2022 年 4 月	定南县财政局将持有的公司 100% 股权划转至定南县发展投资控股集团有限公司。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司是赣州市定南县重要的基础设施建设主体，主要从事定南县范围内的基础设施建设和工程施工等业务。

截至 2022 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共 10 家，详见下图表。

图表 2 截至 2022 年末公司纳入合并报表范围直接控股子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	取得方式
定南县城市建设投资有限责任公司	定南城建	3330.00	90.09	政府注入
定南县春晖投资有限责任公司	春晖投资	10000.00	100.00	政府注入
定南县国有资产经营有限责任公司	定南国资	6660.00	90.09	政府注入
定南模具城开发经营有限公司	模具城开发	10000.00	100.00	投资设立
定南县城市建设工程有限公司	城建工程	5000.00	100.00	投资设立
江西富衡建设工程有限公司	富衡建工	5000.00	100.00	投资设立
定南县永盛房地产开发有限公司	永盛房地产	3000.00	100.00	投资设立
定南县城投运输服务有限公司	运输服务公司	1000.00	100.00	投资设立
定南创合材料有限公司	创合材料	1000.00	100.00	投资设立
定南县鸿发建筑材料检测有限公司	鸿发建材检测	100.00	100.00	政府注入

资料来源：公司提供，东方金诚整理

债项本息兑付及募集资金使用情况

¹ 定南发投前身为定南县国汇投资有限公司，成立于 2018 年 5 月，截至本报告出具日注册资本为 10.00 亿元，实际控制人为定南县财政局，主要负责定南县域内基础设施建设以及土地开发整理等业务。

截至本报告出具日，“19 定南债/PR 定南债”到期本金及利息已按期偿付，余额为 3.30 亿元。“19 定南债/PR 定南债”由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

截至 2022 年末，“19 定南债/PR 定南债”的募集资金已全部使用完毕。目前募投项目均已完工。

个体信用状况

行业分析

在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投监管呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点，叠加基建稳增长预期仍存，预计城投债净融资或将止跌企稳

2022 年城投行业强监管延续，同时在“稳增长”基调下，政策呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点。受城投债审核偏严、批文减少及下半年风险事件增多、年底城投利差普遍走扩等影响，2022 年城投债发行有所减少，同时叠加到期回售规模较大等因素，城投债净融资规模降幅明显。在行业监管维持整体偏严、融资环境趋紧的多重背景下，城投债发行的结构性分化特征更为明显。具体来看，高级别主体发行规模逆势增长，但低级别主体发行进一步收紧；区县级城投发债额占比略有下滑；新发主体数量亦有所减少。

2023 年，经济复苏将是政策主基调，基建稳增长的预期仍然存在。预计城投市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，以保障城投平台最基本的运营需求。同时在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投债发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投公司信用风险分化愈发显著，重点区域化债思路日益明确，城投转型势在必行

2023 年，中央经济工作会议定调经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”，外加出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道收紧及到期债务压力的影响下，城投企业信用风险结构性分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力上升。

债务化解方面，“国发 2 号文”、“财政部 114 号文”以及对山东地方债务管理的发文指导都明确了重点地区的化债思路，即通过协商展期、债务重组、强化专项债券管理等方式，逐步降低高风险地区债务风险水平。随着监管政策变化、土地市场低迷及经济下行压力加大，城投传统投资模式已难以延续，通过市场化转型寻找新的增长点对于城投公司势在必行。

业务运营

经营概况

公司营业收入和毛利润主要来自于基础设施建设业务，受子公司划出影响，公司不再从事自来水销售及管道安装业务，营业收入、毛利润及毛利率均有所波动

公司原主要从事定南县范围内的基础设施建设、自来水供应、工程施工等业务。根据 2022 年 5 月“中共定南县委办公室定南县人民政府办公室关于印发《定南县县属国有企业优化重组

改革实施方案》的通知”（定办字【2022】34号），将公司合并范围内的17家子公司²100%股权无偿划转至定南发投，公司不再从事自来水销售及自来水管道的安装业务。

公司营业收入主要来自于基础设施建设业务，近年有所波动。公司基础设施建设业务受建设进度影响、工程施工业务受业务量影响收入波动较大；房产销售业务收入2021年大幅增长，系子公司永盛房地产群贤花园项目开始销售所致；公司其他业务主要为酒店运营及房屋租赁等，收入规模和占比均较小。

近年来，公司毛利润和综合毛利率均有所波动。2020年，公司房产销售业务毛利润为负，主要因公司所开发的定南县易地搬迁县城集中安置点和定南县人才住房项目政策性较强、房屋售价较低无法弥补成本所致。近年来，基础设施建设业务毛利率保持稳定；2021年综合毛利率大幅上升主要系房产销售业务扭亏为盈以及毛利率较高的自来水销售和其他业务收入占比提高所致；2022年综合毛利率有所下降主要系自来水销售业务划出所致。

图表3 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020年		2021年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	6.25	100.00	2.91	100.00	8.26	100.00
基础设施建设	5.49	87.98	1.25	42.76	7.73	93.60
工程施工	0.24	3.91	0.52	17.97	0.09	1.03
自来水销售	0.17	2.67	0.18	6.28	-	-
自来水管道的安装	0.16	2.53	0.15	5.25	-	-
房产销售	0.03	0.50	0.57	19.48	0.14	1.71
其他业务	0.15	2.41	0.24	8.25	0.30	3.66
项目	毛利润		毛利润		毛利润	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	0.45	7.14	0.48	16.49	1.07	12.98
基础设施建设	0.72	13.04	0.16	13.04	1.01	13.04
工程施工	0.02	6.19	0.04	6.76	0.0032	3.73
自来水销售	0.06	36.39	0.06	35.39	-	-
自来水管道的安装	0.02	14.45	0.04	25.89	-	-
房产销售	-0.44	-1407.62	0.05	8.03	0.01	3.78
其他业务	0.07	44.07	0.13	55.23	0.05	18.18

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

基础设施建设

公司主要从事定南县范围内的基础设施建设，业务具有很强的区域专营性

受定南县人民政府委托，公司主要承担定南县范围内的基础设施建设，业务具有很强的区域专营性。该业务由公司子公司定南城建和春晖投资负责。

公司基础设施建设业务主要采用代建模式，少量采取自建自营方式。代建模式下，根据公司与定南县人民政府签订的代建协议，子公司定南城建和春晖投资按批准的项目建设规模、建设内容和建设标准组织实施工程设计、监理、施工、设备采购、工程预算等工作，并与专业工

² 定南县水利发展投资有限公司、定南县自来水公司、定南县工业园区开发经营有限责任公司、定南县文化生态旅游投资有限责任公司、定南县九曲旅游度假区有限公司、定南县陆港建设投资有限公司、定南县农业科技投资有限责任公司、定南县岭北杨眉社背蔬菜产业发展有限公司、定南县岭北大坝岗下蔬菜产业发展有限公司、定南县天九五户蔬菜产业发展有限公司、定南县历市赤岭蔬菜产业发展有限公司、定南县鹅公塘唇和木坪蔬菜产业发展有限公司、定南县老城乐德跃前蔬菜产业发展有限公司、定南县岭北大坝江下蔬菜产业发展有限公司、定南县老城河田蔬菜产业发展有限公司、定南县岭北杨眉蔬菜产业发展有限公司、定南县迎宾馆有限公司。

作单位签订施工、监理等相关合同。项目建设完成后，由定南城建和春晖投资按照协议约定和相关法律规定向定南县人民政府办理资产交付手续，定南城建和春晖投资取得委托代建费用作为报酬。定南城建和春晖投资委托代建费用由两部分组成，一是项目建设成本，项目竣工验收后进行审计决算，确定项目实际投入成本；二是建设服务费，根据实际投入成本金额的15%确认。对于自建自营项目，项目建成后由公司进行运营，公司将以项目经营收入回收投资成本。

自成立以来，公司先后承建了棚户区改造、高铁新区站前广场和路网建设、富田村土地整理等项目、定南县工业园基础设施二期建设项目等。上述项目对于定南县的产业升级、资源优化配置、招商引资、促进中小企业创业创新，以及改善生态环境具有重要意义。

2020年~2022年，公司基础设施建设业务收入分别为5.49亿元、1.25亿元和7.73亿元，毛利润分别为0.72亿元、0.16亿元和1.01亿元，毛利率均为13.04%。受项目开工及建设进度影响以及2021年叠加疫情影响，公司基础设施建设业务收入下降较快。

公司在建及拟建基础设施项目尚需投资规模较大，面临一定的资本支出压力

截至2022年末，公司在建的基础设施项目主要包括实验学校改扩建工程和城北新区旅游景区基础设施建设项目等，上述项目计划总投资8.12亿元，已完成投资5.30亿元，尚需投资2.82亿元。实验学校改扩建工程建设内容为建设两层地下车库，项目用地面积约3000㎡，建筑占地面积为1925.80㎡，总建筑面积11539.38㎡，建设深基坑支护工程和消防设施配套工程。截至2022年末，公司拟建基础设施项目主要为本期债券募投项目等，计划总投资21.60亿元。

总体来看，公司在建及拟建基础设施项目尚需投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

图表4 截至2022年末公司主要在建及拟建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	计划总投资	累计投资	尚需投资
在建项目：				
实验学校改扩建工程	委托代建	3.50	3.47	0.03
城北新区旅游景区基础设施建设项目	委托代建	1.85	0.80	1.05
定南县下历水及龙归湖环境综合整治项目（二期）——龙归湖（水环境部分）	委托代建	1.42	0.67	0.75
老旧小区外部基础设施品质提升项目（一期）	委托代建	0.69	0.14	0.56
定南县城北新区路网建设工程	委托代建	0.52	0.15	0.37
定南县历市镇农村环境综合整治项目	委托代建	0.14	0.07	0.07
合计		8.12	5.30	2.82
拟建项目：				
定南县高新电子产业园标准化厂房建设项目*	自建自营	7.78	-	7.78
定南县通用机场项目	委托代建	5.00	-	5.00
定南县2023年城镇老旧小区改造项目	委托代建	4.70	-	4.70
定南县应急管理职业学院一期——产教融合及培训中心、鉴定站	委托代建	2.60	-	2.60
定南县城东社会停车场建设项目	委托代建	1.00	-	1.00
定南县应急管理职业学院一期——实训基地	委托代建	0.52	-	0.52
合计		21.60	-	21.60

资料来源：公司提供，带“*”为本期债券募投项目，东方金诚整理

工程施工

公司从事的工程施工业务对营业收入及毛利润形成一定补充

公司工程施工业务主要由子公司富衡建工负责经营。富衡建工拥有环保工程专业承包三级、钢结构工程专业承包三级、建筑工程施工总承包三级、市政公用工程施工总承包三级及公路工程施工总承包三级资质。

公司主要承接公路、房屋改造以及环境综合整治等工程施工项目。2020年~2022年，公司分别实现工程施工业务收入2441.24万元、5237.52万元和851.19万元，2022年公司受业务量减少的影响收入大幅下降；毛利润分别为151.02万元、353.83万元和31.74万元；毛利率分别为6.19%、6.76%和3.73%。

截至2022年末，公司重点在建工程施工项目包括定南县岵美山示范镇建设第二期旅游公路项目（定南县岵美山新型城镇化旅游基础设施提升改造）和定南县老旧小区基础设施改造项目等，合同金额为3.43亿元，累计已投资0.03亿元，尚需投资3.10亿元。

总体来看，公司存在一定规模的在建工程施工项目，业务可持续性较好。

图表5 截至2022年末公司主要在建工程施工项目情况（单位：万元、%）

项目名称	合同金额	累计投资	工程进度
定南县岵美山示范镇建设第二期旅游公路项目（定南县岵美山新型城镇化旅游基础设施提升改造）	9209.20	412.00	65
定南县老旧小区基础设施改造项目	6918.25	1353.00	90
定南县精细化工产业园标准厂房及配套基础设施建设项目（二标段）	8777.86	320.00	75
定南县教育基础设施第二期（定南中学图书馆学术报告厅）项目	8500.00	1036.00	90
老旧小区基础设施改造项目一期EPC凤凰国际项目	926.00	225.00	92
合计	34331.31	3346.00	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

企业管理

截至本报告出具日，公司注册资本及实收资本均为人民币2.50亿元，较2021年末无变化；公司股东仍为定南发投，实际控制人仍为定南县人民政府。

跟踪期内，公司监事会调整为只设1名监事；部门设置调整为综合行政部、工程部、资产运营部三个部门。

财务分析

财务质量

公司提供了2020年~2022年的合并财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2020年~2022年合并财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至2022年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共有10家（详见图表1）。2020年公司合并范围内新增直接控股子公司5家，分别为政府注入的定南县迎宾馆有限公司（以下简称“定南迎宾馆”）和鸿发建材，以及投资设立的运输服务公司、创合材料和定南县卫家白蚁防治有限公司（以下简称“白蚁防治公司”）。2021年公司合并范围未发生变化。2022年，公司合并范围减少7家直接控股子公司，即划出的定南县水利发展投资有限公司（以下简称“定南水利发投”）、定南县工业园区开发经营有限责任公司（以下简称“园区开发公司”）、定南县文化生态旅游投资有限责任公司（以下简称“定南旅投”）、定南县陆港建设投资有限公司（以下简称“陆港建投”）、定南县农业科技投资有限责任公司（以下简称“农科投资”）

和定南迎宾馆，以及注销的白蚁防治公司。

资产构成与资产质量

公司资产总额有所波动，以流动资产为主，其中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，资产流动性较差

近年来，公司资产总额有所波动，资产结构以流动资产为主。2020年末~2022年末，公司流动资产占资产总额的比重分别为96.84%、96.27%和96.04%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

公司货币资金主要为银行存款，近年来有所波动；2022年末大幅下降，系划出子公司、偿还到期有息债务和支付工程款所致。

公司应收账款主要系基础设施建设业务形成的对定南县财政局的应收款项，近年有所波动，公司未计提坏账准备。公司其他应收款主要为往来款，近年来有所波动；截至2022年末，合计计提坏账准备0.49亿元。同期末，公司其他应收款前五名分别为园区开发公司（2.45亿元）、农科投资（2.20亿元）、定南县自来水公司（1.27亿元）、定南水利发投（0.55亿元）和定南发投（0.44亿元），合计占比77.73%；应收对象主要为国有企事业单位，坏账风险相对较小，但仍存在一定流动性风险。

公司存货有所波动，主要由变现能力较弱的基础设施建设成本和土地资产构成。2022年末，公司存货中基础设施建设成本为36.50亿元，为公司2018年定南棚户区改造、高铁西站站前广场及配套工程、实验学校扩建工程等项目的投资成本；土地资产为15.53亿元，主要为公司位于定南县域内的商业、住宅、商业住宅用地、城镇住宅用地和公用用地等，主要系公司通过招拍挂方式取得，已缴纳土地出让金并获得土地使用权证。

图表6 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2020年末	2021年末	2022年末
资产总计	100.03	113.77	96.48
流动资产合计	96.86	109.52	92.66
货币资金	13.77	14.22	9.20
应收账款	13.60	11.69	14.14
其他应收款	8.40	2.45	8.40
存货	60.60	80.20	60.46
非流动资产合计	3.16	4.25	3.82
其他非流动金融资产	-	1.37	1.37
固定资产	1.51	1.49	0.85
在建工程	0.04	0.23	0.22
其他非流动资产	1.00	0.22	0.46

资料来源：公司合并财务报表，其他应收款不含应收利息及应收股利，东方金诚整理

公司非流动资产小幅波动，占资产总额的比重相对较小。2022年末，公司非流动资产主要由其他非流动金融资产、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。

公司其他非流动金融资产系其他非流动资产科目转入的三南一体化发展建设基金（1.00亿

元)³，以及定南赣优壹号产业发展基金（有限合伙）（0.37 亿元）⁴。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备和运输设备等，2022 年随着定南水利发投等子公司的划出而大幅减少。近年来，公司在建工程有所波动，2022 年末主要为渣土场建设项目。2022 年末，公司其他非流动资产为预付购买加油站土地款。

2022 年末，公司受限资产合计为 15.70 亿元，占总资产的比重为 16.27%，包括用于抵押的存货 14.14 亿元、固定资产 0.81 亿元和用于质押的货币资金 0.75 亿元。

资本结构

近年来公司所有者权益有所波动，主要由资本公积和未分配利润构成

2020 年以来，公司所有者权益有所波动，主要由资本公积和未分配利润构成。近年来，公司实收资本保持稳定；资本公积有所波动，2022 年末下降系划出子公司所致；未分配利润持续增长，为公司经营活动产生的净利润累积。

图表 7 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
所有者权益	42.87	44.09	39.95
实收资本	2.50	2.50	2.50
资本公积	29.50	30.00	24.52
未分配利润	10.23	10.81	12.01

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司负债规模整体呈上升趋势，以非流动负债为主

2020 年以来，公司负债总额有所波动，以非流动负债为主。2020 年~2022 年末，公司流动负债占负债总额的比重分别为 29.15%、28.59%和 28.12%。

2020 年以来，公司流动负债有所波动，主要由应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司应交税费主要为应交的增值税和企业所得税，近年保持小幅增长。其他应付款有所波动；2022 年末，主要为应付赣州市城市开发投资集团有限责任公司的借款 3.86 亿元，以及应付定南县棚户区改造项目指挥部办公室（0.14 亿元）、定南县城市投资运营管理中心（0.12 亿元）和定南县第一人民医院（0.11 亿元）的往来款；2022 年末大幅减少主要系应付定南县财政局往来款减少所致。一年内到期的非流动负债有所波动，2022 年末包括一年内到期的长期借款及利息 3.55 亿元和一年内到期的应付债券及利息 1.49 亿元。

³ 根据公司提供的赣州市人民政府出具的《赣州市人民政府关于支持龙南全南定南园区一体化发展的若干意见》（赣市府发【2017】14 号），该基金由赣州市财政局筹集 1 亿元，“三南”（龙南、全南、定南）各出资 1 亿元，设立该产业发展基金目的为支持“三南”示范区建设。

⁴ 公司作为有限合伙人认缴出资 3850 万元，出资比例为 38.89%，基金投资于江西赣悦新材料有限公司（以下简称“赣悦新材料”），赣悦新材料是江西省智能制造标杆企业，省、市、县重点扶持的上市后备企业，被定位为百亿光伏产业基地的核心企业，系主要生产太阳能光伏玻璃的高科技新能源新材料企业，主要产品有光伏玻璃原片，光伏钢化玻璃，光伏镀膜玻璃。公司以其认缴出资额为限对合伙企业的债务承担责任。

图表8 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
负债合计	57.15	69.67	56.53
流动负债合计	16.66	19.92	15.90
应交税费	2.57	2.59	3.02
其他应付款	5.83	9.04	4.99
一年内到期的非流动负债	5.70	6.27	5.04
非流动负债合计	40.50	49.75	40.64
长期借款	32.59	34.02	27.07
应付债券	5.46	13.40	11.22
其他非流动负债	2.44	2.34	2.34

资料来源：公司合并财务报表，其他应付款不含应付利息和应付股利，东方金诚整理

2020 年以来，公司非流动负债有所波动，由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。2022 年末，公司长期借款主要包括混合借款 14.84 亿元（含一年内到期）和保证借款 11.59 亿元（含一年内到期），借款银行主要包括中国银行、中国农业银行、中国建设银行、中国工商银行、中国农业发展银行、赣州银行和九江银行等，借款利率在 1.20%~8.00%之间，主要用于公司基础设施建设等业务。同期末，公司应付债券为“19 定南债/PR 定南债”、“21 定南 01”和“21 定南 02”；其他非流动负债系应付赣州林业集团有限责任公司借款 1.40 亿元和应付江西省行政事业资产集团有限公司款项 0.94 亿元。

公司全部债务与资产负债率均有所波动，随着公司基础设施项目建设的推进，预计债务规模或将继续增长

2020 年以来，公司全部债务规模有所波动，主要来自银行借款、应付债券、非金融机构借款，以长期有息债务为主。公司短期有息债务占比有所上升，2022 年末，公司短期有息债务占全部债务的比重为 16.05%。近年来，公司资产负债率有所波动，处于行业中等水平。未来随着公司基础设施项目建设的推进，资本支出规模将进一步扩大，预计债务规模或将继续增长。

图表9 公司全部债务及负债率情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
全部债务	51.30	60.78	51.45
短期有息债务	7.52	9.96	7.95
长期有息债务	43.78	50.83	43.50
资产负债率	57.14	61.24	58.60

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司对外担保余额为 1.63 亿元，担保比率 4.07%，担保方式为保证担保，担保对象为定南旅投、定南县岭北大坝江下蔬菜大棚产业发展有限公司、定南县岭北杨眉蔬菜产业发展有限公司、定南县老城乐德跃前蔬菜产业发展有限公司、定南县老城河田蔬菜产业发展有限公司、定南县历市赤岭蔬菜产业发展有限公司、定南县天九五户蔬菜产业发展有限公司、定南县城市公共交通有限公司和江西省定南中学，均为事业单位和国有企业，未来代偿风险较小。

盈利能力

公司营业收入波动增长，利润总额对财政补贴依赖较大，盈利能力较弱

近年来，公司营业收入波动增长，营业利润率持续增长。2020年，营业利润率受房屋销售业务亏损影响为负，2021年由负转正。公司期间费用以财务费用和管理费用为主。公司利润总额和净利润有所波动，其中2020年较高主要系当年获得补贴收入4.32亿元所致。公司利润总额对财政补贴存在较大的依赖。近年来，公司总资本收益率、净资产收益率有所波动，整体处于较低水平，盈利能力较弱。

图表 10 公司盈利指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入	6.25	2.91	8.26
营业利润率	-4.87	1.52	10.22
期间费用	0.50	0.44	0.15
期间费用/营业收入	8.02	15.18	1.86
利润总额	3.43	0.72	1.52
其中：财政补贴	4.32	1.30	0.96
净利润	3.23	0.73	1.33
总资本收益率	3.74	0.91	1.53
净资产收益率	7.53	1.65	3.33

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

现金流

公司经营性净现金流易受波动性较大的往来款、项目回款等影响而缺乏稳定性，资金来源对筹资活动依赖较大，整体现金流状况欠佳

近年来，公司经营活动现金流入主要是收到的基础设施项目回款、往来款和补贴收入，现金收入比率有所波动，主营业务回款能力较强；经营活动现金流出主要为公司项目投资形成的现金流出；公司经营性现金流由净流入转为净流出，且易受波动性较大的往来款、项目回款等影响而缺乏稳定性。

2020年~2021年，公司投资活动产生的现金流入规模较小，2022年大幅增长主要系收回委托贷款部分本金所致；近年来，投资活动产生的现金流出主要为公司长期股权投资、购买理财产品及偿还财政借款形成的现金流出。公司投资活动现金流由净流出转为小幅净流入。

公司筹资活动产生的现金流入主要为公司收到银行借款和发行债券等资金所形成；筹资活动现金流出主要为偿还债务和相应利息所形成。整体来看，公司资金来源对筹资活动依赖较大。

近年来，公司现金及现金等价物净增加额持续为负，整体现金流状况欠佳。

图表 11 公司主要现金流数据及指标情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入	15.81	15.60	12.75
现金收入比率（%）	97.98	141.43	79.86
经营活动现金流出	14.84	21.41	18.11
经营活动净现金流	0.97	-5.80	-5.36

图表 11 公司主要现金流数据及指标情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
投资活动现金流入	0.04	0.04	0.87
投资活动现金流出	1.31	1.46	0.75
投资活动净现金流	-1.27	-1.42	0.12
筹资活动现金流入	6.56	14.98	12.91
筹资活动现金流出	7.29	8.31	12.45
筹资活动净现金流	-0.73	6.67	0.47
现金及现金等价物净增加额	-1.03	-0.55	-4.77

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

偿债能力

考虑到公司承担了定南县范围内的基础设施建设，业务区域专营性、业务稳定性及可持续性很强，并具备一定的备用流动性，公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力来看，2020 年以来，公司流动比率和速动比率有所波动，总体保持在较高水平；现金比率持续下降。公司流动资产中变现能力较弱的存货、应收类款项占比较高，整体的资产流动性较差，对公司流动负债的保障程度较弱。近年来，公司货币资金对短期有息债务的保障程度较好。但考虑到公司经营现金易受波动性较大的基础设施结算和往来款等影响，存在一定的不确定性，对流动负债的保障缺乏稳定性。

从长期偿债能力来看，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均有所波动；EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度均较弱。

图表 12 公司偿债能力指标及债务期限结构

指标名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
流动比率（%）	581.48	549.73	582.83
速动比率（%）	217.71	147.15	202.58
现金比率（%）	82.67	71.38	57.87
货币资金短债比（倍）	1.83	1.43	1.16
经营现金流负债比率（%）	5.79	-29.13	-33.70
长期债务资本化比率（%）	50.53	53.55	52.13
全部债务资本化比率（%）	54.48	57.96	56.29
EBITDA 利息倍数（倍）	1.41	0.38	0.67
全部债务/EBITDA（倍）	13.53	59.85	31.82

偿还年份	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年及以后	合计
到期债务规模（亿元）	7.95	7.84	8.61	6.38	20.61	51.45
占比（%）	15.45	15.23	16.74	12.41	40.18	100.00

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

从期限结构来看，截至 2022 年末，公司将于 2023 年偿还 6.61 亿元的债务。偿还资金计划来源主要包括货币资金储备、基础设施建设收入回款、新增银行借款和财政拨款等。货币资金方面，2022 年末，公司非受限货币资金为 8.45 亿元。经营活动所得资金方面，2022 年公司经营性净现金流为-5.36 亿元，公司经营活动现金流易受波动较大的往来款和项目款影响，未来缺乏稳定性。间接融资方面，截至 2022 年末，公司获得银行综合授信 48.37 亿元，尚未使用额

度 1.75 亿元。

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司承担了定南县范围内的基础设施建设，业务区域专营性、业务稳定性及可持续性很强，并具备一定的备用流动性，整体来看，公司自身的偿债能力较强。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2023 年 5 月 12 日，公司本部未结清及已结清债务中均无不良和关注类记录。截至本报告出具日，公司公开发行的“19 定南债/PR 定南债”、“21 定南 01”和“21 定南 02”已按期兑付本息。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023 年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为 0.5%，大幅低于上年全年的 7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP 基数明显偏低。综合以上，预计二季度 GDP 同比增速有望升至 8.0% 左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的 GDP 有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中 3 月 CPI 同比仅为 0.7%，PPI 同比则连续 6 个月处于通缩状态。2023 年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023 年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到 10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023 年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及 3 月新安排 1.2 万亿元减税降费措施等，都显示 2023 年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持

较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策面支持力度有望进一步加码。

区域经济和财政状况

1. 赣州市

赣州市为江西省下辖地级市，地处珠江三角洲、闽东南三角区的腹地，是内地通向东南沿海的重要通道。截至 2022 年末，赣州市下辖赣县区、章贡区、南康区 3 个市辖区、13 个县⁵，代管瑞金市和龙南市 2 个县级市，并设有国家级赣州经开区。

战略定位方面，作为原中央苏区的核心区域和江西省南部重要城市，赣州市是国务院明确提出的中央扶持重点区域，也是江西省积极打造的省域副中心城市。

区位优势方面，赣州市是我国东南部沿海地区通向中西部重要的交通枢纽。赣州黄金机场是江西省第二大机场、4D 级民用机场，位于赣州经开区，距赣州市中心 16 千米；赣深高速铁路、京九铁路、赣瑞龙铁路、赣韶铁路、赣龙铁路在赣州市设站；厦蓉高速及赣州绕城高速、赣州外环快速通道形成了赣州中心城区的快速交通网，同时 105 国道、323 国道及多条省道在此交汇；此外，赣江源头的赣州港是江西六大港口之一，为长江水系重点建设的港口。

资源禀赋方面，赣州市土地、人口及矿产等资源丰富。全市总面积 3.94 万平方千米，占江西省总面积的 23.6%，为江西省最大的行政区。截至 2022 年末，赣州市常住人口为 898.81 万人，是江西省人口最多的城市。赣州市矿产资源丰富，是全国重点有色金属基地之一，素有“世界钨都”、“稀土王国”之称，钨资源蕴藏量约占全世界 40%，黑钨储量和离子型稀土储量全国第一。

赣州市经济总量居江西省第二位，近年来经济快速发展，伴随产业集群建设及首位产业发展的不断深化，形成了稀土钨新材料及应用等六大支柱产业，工业经济运行良好，同时旅游业及商贸物流业为代表的第三产业对地区经济的贡献程度很高，经济实力很强

赣州市经济总量位居江西省前列，近年来保持快速发展，经济实力很强。2022 年，赣州市地区生产总值为 4523.63 亿元，同比增长 5.2%，经济总量和增速均位居江西省第二位；三次产业结构为 10.0：40.3：49.7，第二、三产业是赣州市经济发展的主要力量。

⁵ 13 个县分别为大余、上犹、崇义、信丰、定南、全南、安远、宁都、于都、兴国、会昌、石城、寻乌。

图表 13 赣州市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	3645.20	4.2	4169.37	9.1	4523.63	5.2
三次产业结构	11.4: 38.1: 50.5		10.3: 39.6: 50.1		10.0: 40.3: 49.7	
规模以上工业增加值	-	4.6	-	11.6	-	8.8
第三产业增加值	1841.37	4.6	2089.51	9.8	2250.21	4.5
固定资产投资	-	9.2	-	11.6	-	9.7
社会消费品零售总额	1684.48	2.8	1987.68	18.0	2100.01	5.7

资料来源：赣州市 2020 年~2022 年国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

依托政策支持和丰富的矿产资源，并利用区位优势承接产业转移，赣州市持续推进“两城两谷两带”⁶产业集群建设及首位产业发展，已形成稀土钨新材料及应用、新能源汽车及配套、电子信息、生物医药、现代轻纺、现代家居等六大支柱产业。近年来，受益于产业聚集效应的释放、重点项目相继落地投产，赣州市工业经济运行情况良好。2022 年，赣州市规上工业营收达 5389 亿元，规上企业总数达 2680 家，居江西省第一位。稀土产业方面，赣州市获批创建国家稀土功能材料创新中心，已落地重点项目包括中车生一伦高端稀土永磁电机等，中国稀土集团在赣州组建成立。新能源汽车产业方面，赣州市已建成年产能 10 万辆的电动汽车整车制造基地，已聚集国机智骏、孚能科技等重点企业。电子信息产业方面，赣州市已建成印刷电路板、光电显示、LED 应用等领域相对完整的产业链，章贡区信创产业园系全国除北京中关村外产业链最完整的基地。生物医药产业方面，以青峰药谷为核心的生物医药产业被列为江西省重点产业集群，已投产的重点项目包括青峰药业百亿生产基地等。现代轻纺产业方面，赣州市已形成于都女装、宁都童装、石城鞋服、兴国牛仔等专业化生产基地。

在旅游业和商贸物流业等带动下，赣州市第三产业快速发展，对经济增长的贡献程度很高。赣州市旅游资源丰富，拥有以瑞金为核心的红色旅游产业集群、以赣州中心城区为核心的江南宋城旅游产业集群、以龙南—赣县为核心的客家风情旅游产业集群，旅游业对经济发展的支撑作用显著。2022 年，赣州市接待旅游总人数 0.95 亿人次，同比增长 2.8%；实现旅游总收入 1045.5 亿元，同比增长 2.9%。得益于良好的区位优势，赣州市商贸物流平台不断完善，带动了商贸物流业的发展。2019 年，赣州市入选江西省唯一商贸服务型国家物流枢纽，并获批设立国家跨境电商综合试验区。2020 年，赣州国际陆港获国际贸易和运输地点代码。2021 年，赣州市获评全省唯一国家特色型信息消费示范城市。2022 年，赣州市进出口总值达 1033 亿元，首次突破千亿大关，同比增长 39.9%。金融业方面，2022 年末，赣州市金融机构人民币各项存款余额 7306.15 亿元，各项贷款余额 7456.17 亿元，同比分别增长 13.5%和 12.6%。

2023 年 1~3 月，赣州市 GDP 为 1059.57 亿元，同比增长 3.5%；规模以上工业增加值同比增长 5.3%；社会消费品零售总额为 452.53 亿元，同比增长 2.2%。

近年来，赣州市一般公共预算收入逐年增长，政府性基金收入规模较大，并获得上级财政的大力支持，综合财政实力很强

2020 年~2022 年，赣州市一般公共预算收入逐年增长，增速分别为 1.9%、11.7%和 4.1%；一般公共预算收入中税收收入占比分别为 71.30%、68.03%和 57.02%，占比逐年下降。政府性

⁶ “两城两谷两带”指新能源汽车科技城、现代家居城、中国稀金谷、青峰药谷、赣州电子信息产业带、赣州纺织服装产业带。

基金收入是赣州市财政收入的重要组成部分，近年来波动下降；该收入易受房地产市场波动、政府城建规划和土地出让安排等因素影响，未来存在一定的不确定性。总体来看，赣州市综合财政实力很强。

赣州市作为全国革命老区扶贫攻坚示范区，受到中央政府和江西省的大力扶持，列入一般公共预算的上级补助收入规模较大，是地区财力的主要来源。近年来，赣州市列入政府性基金收入的上补助收入波动较大，在上级补助收入中占比相对较小。

图表 14 赣州市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政收入	677.02	754.49	604.29
一般公共预算收入	285.82	294.07	306.06
其中：税收收入	203.79	200.07	174.52
政府性基金收入	391.20	460.42	298.23
2 上级补助收入	566.98	533.17	-
列入一般公共预算的上级补助收入	523.93	525.25	-
列入政府性基金收入的上补助收入	43.05	7.92	-
财政收入（1+2）	1244.00	1287.66	-
1 地方财政支出	1568.50	1470.31	1646.94
一般公共预算支出	976.89	961.09	1027.65
政府性基金支出	591.61	509.22	619.29
2 上解上级支出	-	-	-
财政支出（1+2）	-	-	-
地方债务限额	1093.80	1330.10	1733.57
地方债务余额	931.69	1188.86	1590.69
政府负债率（%）	25.56	28.51	35.16

资料来源：赣州市 2020 年~2021 年财政预算执行情况，2022 年赣州市财政收支运行情况，表中“-”为未获取数据，东方金诚整理

2020 年~2022 年，赣州市一般公共预算支出波动增长；政府性基金支出波动较大，其中 2022 年增幅明显主要系获得的政府专项债券资金对应的支出增加所致；同期，赣州市财政自给率分别为 29.26%、30.60%和 29.78%，地方财政自给程度较低。同期，赣州市地方债务限额和余额持续增长，政府负债率逐年上升。

2023 年 1~3 月，赣州市一般公共预算收入为 112.18 亿元，同比增长 13.4%。

2. 定南县

定南县地处江西省南部边陲，定南与广东山水相连，自古就是赣粤两省的咽喉要地、商贸要道，素有“江西南大门”之称。定南县境内属低山丘陵地形，是东江发源地之一。截至 2022 年末，定南县总面积 1321 平方千米。根据 2020 年第七次全国人口普查数据，常住人口为 209914 人。

资源禀赋方面，定南县内森林覆盖率达 82%以上，有竹木、药材等野生植物资源近 400 种；矿产资源丰富，特别是以稀土和钨为重点的矿产资源分布广、品种多、储量大，是首批 11 个国家稀土规划矿区之一。定南县是赣粤边际全域旅游示范县，拥有国家 4A 级景区明骏九曲度假村，以及佛教圣地神仙寺、钟灵毓秀的云台山、虎形围屋、布衣山谷等众多景点。

定南县地区生产总值保持增长，工业经济总量较小，但依托于资源优势和工业园区发展，

近年来工业经济保持较快增长，电子信息、新材料、智能制造和精细化工等主导产业发展态势良好，同时以现代物流和文旅等服务业带动的第三产业成为推动全县经济发展的重要力量，经济综合实力较强

近年来，定南县地区经济发展较快，经济实力有所增强。2020年~2022年，定南县地区生产总值分别为87.07亿元、97.76亿元和108.53亿元，同比分别增长4.1%、8.5%和6.0%。2022年，定南县GDP增速列全市第一。从产业结构来看，2021年，定南县三次产业结构由2020年的14.5: 33.1: 52.3调整为13.3: 35.3: 51.4，第二、三产业是定南县经济发展的主要力量。

定南县立足于资源禀赋和产业基础，定南县规划建设了稀土永磁材料及应用产业基地、生态工业园先进电子产业基地以及老城精细化工产业基地。同时，2021年，明高科技三期、建南科技等项目智慧车间建成投产，赣悦新材料、龙邦科技等企业获评全国全省行业内优秀企业、标杆企业，惠亚科技获评江西省“专精特新”中小企业，稀土永磁材料及应用基地顺利通过省级复核。2022年，定南县新增国家级专精特新“小巨人”⁷企业1家，省级专业化“小巨人”企业2家、省级技术创新中心1家。

图表 15 定南县主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	87.07	4.1	97.76	8.5	108.53	6.0
人均 GDP（元）	41807		46571*		51702*	
三次产业结构	14.5: 33.1: 52.3		13.3: 35.3: 51.4		-	
第三产业增加值	45.57	6.0	50.18	7.3	-	-
固定资产投资	-	8.0	-	11.0	-	-
社会消费品零售总额	30.09	2.9	37.13	17.2	-	-

注：2021 年和 2022 年人均 GDP 按“GDP/第七次全国人口普查常住人口”估算

资料来源：2020 年~2021 年定南县国民经济和社会发展统计公报；2023 年定南县政府工作报告，东方金诚整理

定南县工业经济总量较小，但依托于资源优势和工业园区发展，近年来工业经济保持较快增长，电子信息、新材料、智能制造和精细化工等主导产业发展态势良好。2020 年~2021 年，定南县规模以上工业增加值分别增长 4.5%和 11.5%；2022 年，定南县规模以上工业实现营收 142.5 亿元，同比增长 58.97%，实现利润 11.26 亿元，增长 56.08%，增速列全市第一；沸达利科技、景伟电子等项目实现当年开工、当年建设、当年投产。2020 年以来，定南县工业园创新发展三年倍增行动计划稳步推进，成功获批全省海峡两岸产业合作区，清理闲置、低效土地近 900 亩，建成标准厂房 20 万平方米，园区承载能力显著提升。

在现代物流和文旅等服务业带动下，定南县第三产业快速发展。作为赣粤边际区域性物流中心，定南县规划建设了省级商贸物流服务业基地，设立了省级公路口岸作业区并成为赣州出境水果检验检疫指定口岸，物流产业园被评为省重点商贸物流园区，近年现代物流产业快速发展。2020 年，物流产业园获批省级服务业聚集区，定南港扩建、临港产业园、多式联运物流、物流信息中心列入全市商贸服务型国家物流枢纽建设项目。2021 年，继赣深高铁开通，定南南站运营，定南深度融入粤港澳大湾区“1 小时经济圈”，中道现代物流项目落户，助力定南县

⁷ 是“专精特新”中小企业中的佼佼者，是专注于细分市场、创新能力强、市场占有率高、掌握关键核心技术、质量效益优得排头兵企业。

现代物流产业进一步发展。2022年，江西供销（定南）冷链物流园竣工并投入使用，城乡冷链物流骨干网络全面建成。定南港扩容升级、临港产业园建设启动，铁路集装箱吞吐量达2.3万标箱、增长123%。

2020年以来，定南县全域旅游扎实推进，桃源乐境成功创建国家4A级景区、九曲度假村通过4A级景区复核，岗美山钨矿小镇获评江西省旅游风情小镇、工业旅游示范基地。岗美山·工矿时代、江右亚丁·水迹、涵湖旅游度假区、黄砂口乡村旅游景区等重大文旅项目成功签约，桃源乐境（二期）等项目加快推进，璞尔曼·沃尔顿酒店正式运营，第四届生态定南徒步节成功举办。黄砂口村入选全国“非遗旅游村寨”和“赣南醉美乡村”。2020年~2021年，定南县分别实现旅游总收入27.32亿元和44.20亿元。

近年来，定南县一般公共预算收入有所波动，一般公共预算支出保持增长，财政平衡能力较弱

2020年~2022年，定南县一般公共预算收入保持增长，税收收入占一般公共预算收入的比重分别为63.37%、60.36%和51.63%。同期，定南县政府性基金收入波动较大，主要来自国有土地使用权出让收入；2020年和2021年，定南县上级补助收入规模较大，是财政收入的重要来源。

2020年~2022年，定南县一般公共预算支出逐年增加；政府性基金支出有所波动。同期，定南县财政自给率分别为25.35%、25.41%和26.14%，地方财政收支平衡能力较弱。

截至2022年末，定南县地方政府债务限额为55.02亿元；地方政府债务余额为50.02亿元。

图表 16 定南县财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2020年	2021年	2022年
1 地方财政收入	19.98	24.53	17.70
一般公共预算收入	8.90	8.93	9.20
其中：税收收入	5.64	5.39	4.75
政府性基金收入	11.07	15.60	8.50
2 上级补助收入	16.80	16.57	-
列入一般公共预算的上级补助收入	15.33	16.39	-
列入政府性基金的上级补助收入	1.47	0.18	-
财政收入（1+2）	36.78	41.10	-
1 地方财政支出	55.09	50.24	51.58
一般公共预算支出	35.12	35.16	35.20
政府性基金支出	19.97	15.08	16.38
2 上解上级支出	0.65	0.70	-
财政支出（1+2）	55.74	50.94	-
地方债务限额	31.15	40.93	55.02
地方债务余额	26.48	36.02	50.02
政府负债率	30.41	36.85	46.09

资料来源：2020年~2021年定南县财政决算情况、2022年12月份定南县财政预算收支执行情况，表中“-”为未获取数据，东方金诚整理

综上所述，东方金诚对赣州市、定南县的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有较强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还具备较强的支持能力。

支持意愿

作为定南县重要的基础设施建设主体，公司在资产注入、财政补贴等方面持续得到实际控制人及相关各方的支持

定南县主要的基础设施建设主体为定南发投，定南发投依托公司及子公司陆港建投、定南水利发投、定南旅投、定南县主攻工业投资有限公司（以下简称“定南工投”）和定南县国储林业投资有限公司（以下简称“定南林投”）负责定南县域内基础设施建设、产业投资及运营等业务。其中陆港建投、定南旅投和公司分别主要从事定南港、莲塘村和定南县范围其他基础设施建设项目；定南水利发投主要负责定南县范围内自来水销售及管道安装业务；定南工投和定南林投主要负责工业和林业产业投资与运营等业务。

作为定南县重要的基础设施建设主体之一，自成立以来，公司获得了政府注入的资本金、企业股权等资产，累计形成资本公积余额约 30 亿元。企业股权注入方面，公司获得了政府注入的定南城建、春晖投资、定南国资、定南迎宾馆和鸿发建材检测的股权，上述子公司股权的注入大幅提升了公司的资本实力。2020 年，公司收到资本金 0.21 亿元。此外，2020 年~2022 年，公司分别获得财政补贴资金 4.32 亿元、1.30 亿元和 0.96 亿元。

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

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

增信措施

兴农担保集团对“19 定南债/PR 定南债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

兴农担保集团成立于 2011 年 8 月，由重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）牵头组建并实际控制，初始注册资本为 30.00 亿元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司⁸（以下简称“渝富集团”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司和重庆市水务资产经营有限公司按照 6: 2: 2 的比例分期缴纳。历经多次增资，截至 2021 年末，兴农担保集团的实收资本为 58.00 亿元，重庆市国资委为其实际控制人。

兴农担保集团承担着支持本地农业和产业发展的政策性职责，具体开展担保业务和资金业务两大板块。截至 2021 年末，兴农担保集团的总资产为 183.04 亿元，净资产为 94.54 亿元。随着担保业务结构调整、费率提升，兴农担保集团的营业收入持续增长，2021 年实现营业收入 13.13 亿元；净利润 2.07 亿元；净资产收益率 2.11%。

重庆市第三产业和新兴制造业增长势头良好，政府出台了多项地方性政策支持融资担保行业发展，为兴农担保集团业务开展提供了良好的外部环境；兴农担保集团通过设立资产评估、资产经营管理以及智能科技公司等形成了相对完整的担保服务产业链，与当地金融机构合作关系良好，竞争优势明显；兴农担保集团的现金类资产和 I 类资产占比较高，准备金计提较为充足，资本实力雄厚，整体代偿能力极强；兴农担保集团承担了支持区域“三农”发展的政策性职责，

⁸ 2018 年重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）承接渝富集团部分资产及债务，兴农担保集团划转入渝富控股。

具有区域重要性，预计未来将持续得到当地政府在政策和资金上的支持。

同时，东方金诚关注到，兴农担保集团的贷款担保业务集中于公用事业和建筑业，客户以重庆、湖南等地区国有企业和城投公司为主，行业和客户集中度较高；受中西部地区经济环境景气度下行，中小企业经营压力上升影响，兴农担保集团的间接融资性担保和债权投资风险持续暴露，面临一定追偿压力；由于会计政策调整及拨备计提压力大幅增加，兴农担保集团的盈利能力下降，低于行业平均水平。

综上所述，东方金诚评定兴农担保集团主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。兴农担保集团对“19 定南债/PR 定南债”提供的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

抗风险能力及结论

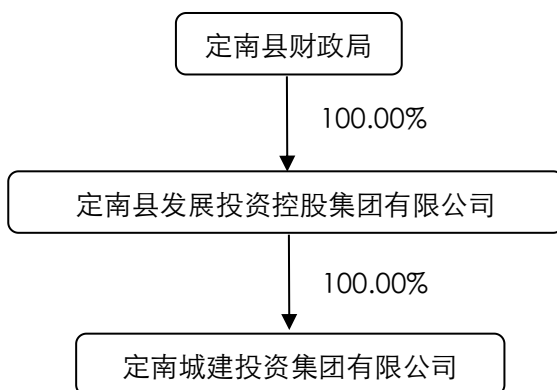
东方金诚认为，公司继续从事定南县范围内的基础设施建设业务，主营业务仍具有很强的区域专营性。同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建基础设施项目尚需投资规模较大，面临一定的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，资产流动性较差；公司经营性净现金流易受波动性较大的往来款、项目回款等影响而缺乏稳定性，资金来源对筹资活动依赖较大，整体现金流状况欠佳。

跟踪期内，赣州市经济实力依然很强，其下辖的定南县电子信息、新材料、智能制造、精细化工、现代物流和文旅等产业发展态势良好，地区经济发展较快，经济实力继续增强；作为定南县重要的基础设施建设主体，公司在财政补贴等方面得到实际控制人及相关各方的持续支持；兴农担保集团为“19 定南债/PR 定南债”到期兑付提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

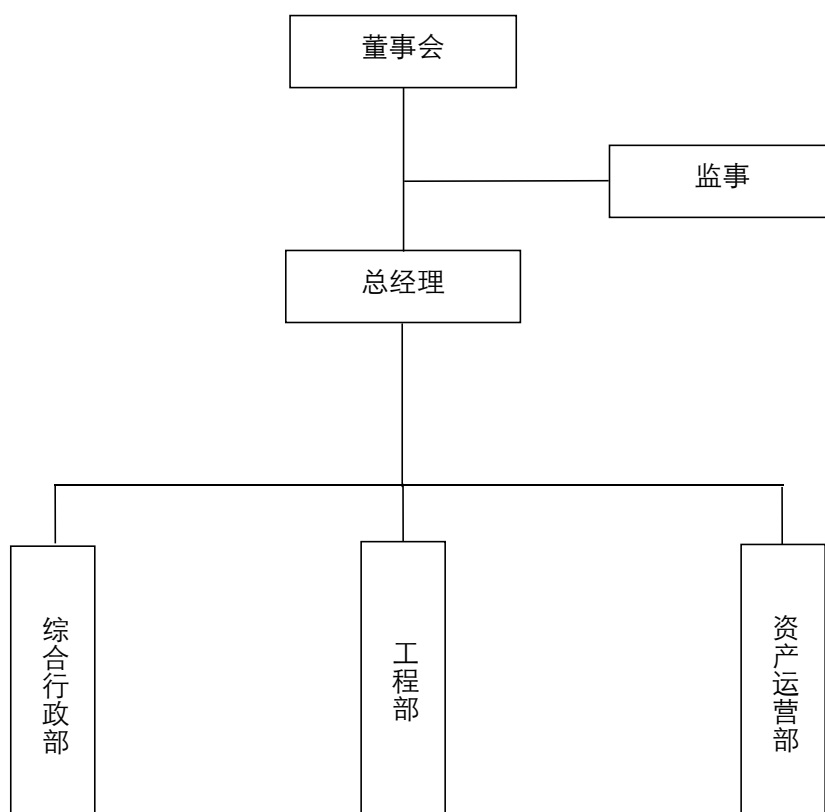
综上所述，东方金诚维持公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为稳定；维持“19 定南债/PR 定南债”的信用等级为 AAA。

附件一：截至 2022 年末公司股权结构图和组织结构图

股权结构图



组织结构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	100.03	113.77	96.48
存货	60.60	80.20	60.46
货币资金	13.77	14.22	9.20
应收账款	13.60	11.69	14.14
负债总额	57.15	69.67	56.53
长期借款	32.59	34.02	27.07
应付债券	5.46	13.40	11.22
其他应付款	5.83	9.04	4.99
全部债务	51.30	60.78	51.45
其中：短期有息债务	7.52	9.96	7.95
所有者权益	42.87	44.09	39.95
营业收入	6.25	2.91	8.26
净利润	3.23	0.73	1.33
经营活动产生的现金流量净额	0.97	-5.80	-5.36
投资活动产生的现金流量净额	-1.27	-1.42	0.12
筹资活动产生的现金流量净额	-0.73	6.67	0.47
主要财务指标			
营业利润率（%）	-4.87	1.52	10.22
总资本收益率（%）	3.74	0.91	1.53
净资产收益率（%）	7.53	1.65	3.33
现金收入比率（%）	97.98	141.43	79.86
资产负债率（%）	57.14	61.24	58.60
长期债务资本化比率（%）	50.53	53.55	52.13
全部债务资本化比率（%）	54.48	57.96	56.29
流动比率（%）	581.48	549.73	582.83
速动比率（%）	217.71	147.15	202.58
现金比率（%）	82.67	71.38	57.87
货币资金短债比（倍）	1.83	1.43	1.16
经营现金流动负债比率（%）	5.79	-29.13	-33.70
EBITDA 利息倍数（倍）	1.41	0.38	0.67
全部债务/EBITDA（倍）	13.53	59.85	31.82

注：其他应付款不含应付利息和应付股利

附件三：主要财务指标计算公式

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

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件四：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA	偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券信用等级符号及定义

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

注：每一个信用等级均不进行微调。