



赣州市章贡区建设投资集团有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2023]跟踪 0385 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 9 日

本次跟踪发行人及评级结果

赣州市章贡区建设投资集团有限公司

AA/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“18 章贡债/PR 章贡债”、“21 贡区建设 MTN001”

AA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，中诚信国际认为赣州市章贡区经济实力不断增强，潜在的支持能力较强；公司是赣州市章贡区最重要的基础设施建设主体，具有重要的区域地位，与章贡区政府保持紧密的联系，获得了有力的外部支持。同时，中诚信国际也关注到公司基建项目回款情况不佳且资本支出压力较大，公司总债务规模持续增长且面临一定的短期偿债压力，财务杠杆处于高位以及公司信息披露及合规管理方面存在不足等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，赣州市章贡区建设投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：赣州市章贡区经济财政实力显著增强，公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。

可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

正 面

- **区域经济实力不断增强。**赣州市章贡区经济稳步增长，2022年章贡区分别实现地区生产总值661.02亿元，按可比价格计算，同比增长5.8%。
- **具有重要地位。**公司是赣州市章贡区最重要的基础设施建设主体，承担了棚改、安置房、路网等重要民生工程建设任务，业务具有区域专营性。
- **持续获得政府及股东有力的外部支持。**2022年公司仍获得了政府及股东的大力支持，其中获得章贡区政府及股东拨付资金18.82亿元，并计入资本公积；此外，2022年及2023年1~3月，公司分别获得政府补助2.62亿元和0.84亿元。

关 注

- **基建项目回款情况不佳且资本支出压力较大。**公司已完工基建项目回款情况不佳，同时在建市政工程项目及保障房项目投资规模较大，截至2023年3月末，公司主要在建及拟建项目总投资158.29亿元，尚需投资69.46亿元，面临较大的投融资压力。
- **公司总债务规模持续增长且面临一定的短期偿债压力。**截至2023年3月末，公司总债务规模达到100.01亿元，其中短期债务为44.91亿元，短期债务占比持续攀升，同时EBITDA和经营活动净现金流对利息支出保障能力较弱，公司面临一定的短期偿债压力。
- **财务杠杆仍处于高位。**截至2023年3月末，公司资产负债率为62.56%，仍处于较高水平，未来公司项目建设的不断投入或将进一步推高财务杠杆。
- **公司在信息披露和合规管理方面有待加强。**2022年，公司因未按约定使用“21贡区建设MTN001”部分募集资金，且未提前披露募集资金用途变更公告而受到中国银行间市场交易商协会处罚，公司在信息披露和合规管理方面有待加强，持续关注公司信息披露的及时性、准确性，以及募集资金管理和使用的合规性。

项目负责人：程 成 chcheng@ccxi.com.cn

项目组成员：陈依婷 ytchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

章贡建投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	290.04	312.48	342.36	356.59
经调整的所有者权益合计（亿元）	104.52	108.11	131.27	133.52
负债合计（亿元）	185.52	204.37	211.08	223.07
总债务（亿元）	88.83	99.52	94.64	100.01
营业总收入（亿元）	18.49	13.99	17.60	8.21
经营性业务利润（亿元）	4.29	3.24	2.22	1.11
净利润（亿元）	3.73	3.00	4.46	1.06
EBITDA（亿元）	5.32	3.97	2.89	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-29.26	-23.40	-12.35	2.99
总资本化比率（%）	45.94	47.93	41.89	42.82
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.32	0.93	0.85	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年度三年联审审计报告、2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中 2021 年数据采用 2022 年审计报告期初数，其余各期均采用期末数，长期应付款中的带息债务调入长期债务；一年到期的应付债券调入短期债务；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

评级历史关键信息

赣州市章贡区建设投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/ 稳定	21 贡区建设 MTN001（AA）	2022/06/02	黄伟、张悦、陈依婷	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
	18 章贡债/PR 章贡债（AA）				阅读全文
AA/ 稳定	21 贡区建设 MTN001（AA）	2021/05/27	方华东、张悦、王少强	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA/ 稳定	18 章贡债/PR 章贡债（AA）	2018/06/15	骆传伟、王少强、方华东	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（地方投融资平台）CCXI_140200_2017_02	阅读全文

注：中诚信国际口径。

同行业比较（2022 年数据）

项目	章贡建投	天长城发	巢湖城投	庐江城投
最新主体信用等级	AA	AA	AA	AA
地区	章贡区	天长市	巢湖市	庐江县
GDP（亿元）	661.02	686.11	548.26	601.50
一般公共预算收入（亿元）	22.59	46.74	26.13	25.80
所有者权益合计（亿元）	131.27	240.85	208.52	113.62
资产负债率（%）	61.66	44.92	51.89	50.67
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-12.35	9.26	7.85	-11.73

注：天长城发系“天长市城镇发展(集团)有限公司”的简称；巢湖城投系“巢湖市城镇建设投资有限公司”的简称；庐江城投系“庐江县城市建设投资有限公司”的简称。

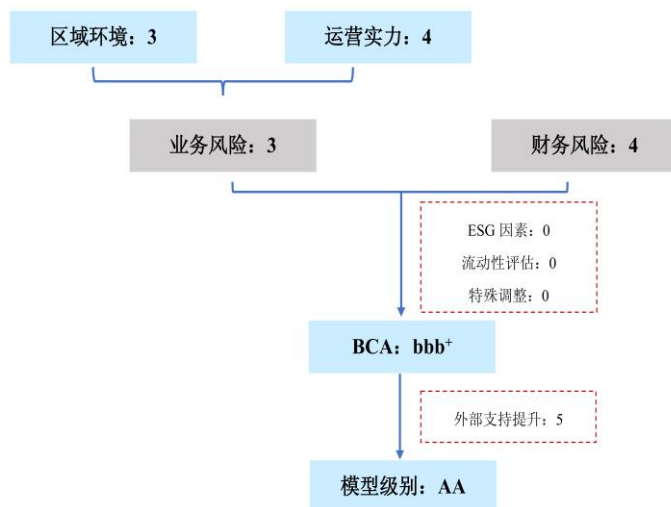
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
18 章贡债/PR 章贡债	AA	AA	2022/06/02	14.00	8.40	2018/10/16-2025/10/16	附设本金提前偿还条款，从第 3 个计息年度开始偿还本金，第 3~7 个计息年度末分别按本期债券发行总额的 20%的比例偿还本金
21 贡区建设 MTN001	AA	AA	2022/06/02	5.00	5.00	2021/07/15-2026/07/15	附设交叉违约条款、发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

● 评级模型

赣州市章贡区建设投资集团有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，公司作为章贡区最重要的基础设施建设主体，业务专营性突出，且具有一定规模的项目储备。但是，公司工程建设项目回款情况不佳，房地产业务收入受项目完工进度影响波动较大，存量项目去化具备一定压力，上述业务形成的存货规模较大且变现周期较长，公司资产流动性不足。此外，建材销售业务盈利能力较弱，公司拥有的经营性资产以及对外投资规模较小，产生租金收入以及投资收益较少，资产收益性较弱。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，公司所有者权益持续增长，资本实力不断增强；但是，公司债务规模较大，财务杠杆较高，资本结构有待优化；同时公司短期债务占比持续攀升，经营获现能力一般，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖能力不足，具有一定的短期偿债压力。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对章贡建投个体基础信用等级无影响，章贡建投具有 bbb+ 的个体基础信用等级，反映了其较高的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，赣州市章贡区政府支持能力较强，对公司有较强的支持意愿，主要体现在章贡区具有较强的经济财政实力；公司系章贡区最重要的基础设施建设主体，近年来在资本金注入、财政补贴等方面得到了章贡区的大力支持，公司保持重要的区域地位，与章贡区的政府关联度高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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

“18 章贡债/PR 章贡债”募集资金为 14.00 亿元，根据企业提供资料，截至 2023 年 3 月末，2.00 亿元已用于补充营运资金，12 亿元用于赣州市水东棚户区安置房建设项目，该募投项目包含赣州电机厂周边安置小区建设项目、赣南化工厂周边安置小区项目、水东七里一期周边安置小区项目、水东居周边安置小区建设项目以及桃源溪返迁安置小区建设项目。同期末，募投项目总投资 22.62 亿元，已投资 14.46 亿元，目前项目暂未开始销售。债券未变更募集资金用途，且募集资金使用符合国家法律法规及相关政策要求。

“21 贡区建设 MTN001”募集资金为 5.00 亿元，拟全部用于章贡区水东城中村棚户区改造项目（正兴小区、七鲤嘉苑）中的正兴小区项目建设，根据企业提供资料，截至 2023 年 3 月末，已使用 5.00 亿元。2022 年 10 月 24 日，公司发布《赣州市章贡区建设投资集团有限公司关于受到银行间债券市场自律处分的公告》（以下简称“公告”）称，公司于 2022 年 10 月 20 日受到中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）的自律处分。公司作为债务融资工具发行人，存在以下违反银行间债券市场相关自律管理规则的行为：一是“21 贡区建设 MTN001”作为保障性安居工程债务融资工具，5 亿元募集资金中有 3.1 亿元未按约定用于章贡区水东城中村棚户区改造项目中的正兴小区项目建设，实际用于偿还公司其他有息债务或支付工程款，并且未提前披露募集资金用途变更公告；二是 2021 年年度报告中关于募集资金使用信息披露不真实、不准确。经查公司已于 2022 年 6 月 20 日已完成募集资金整改，将前期由“21 贡区建设 MTN001”募集资金监管账户中转出的合计 3.50 亿元转回募集资金监管账户。截至 2023 年 3 月末，正兴小区总投资 8.25 亿元，已投资 5.06 亿元，项目暂未开始销售。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年，稳增长压力下促基建政策持续加码，保障城投合理融资需求，但严监管持续城投发行审核并未明显放松，叠加到期及回售规模较大，城投债发行规模、净融资额同比大幅下降，且募集资金用于借新还旧的比例进一步提高。展望 2023 年，隐性债务严监管下城投“紧融资”环境难有较大转变，但考虑到基建仍是经济稳增长的重要着力点，城投融资情况或有边际改善。风险关注方面，在基建仍需发力、地方财政承压背景下，后续需关注重点项目推进下城投企业信用实力分化以及弱区域、弱资质城投风险释放可能；此外，还需关注房地产行业风险底部释放下，城投企业地产参与度提高带来的风险敞口，以及城投转型过程中资产整合和债务重组可能带来的衍生风险。

区域环境

赣州市位于江西省南端，是江西省省域副中心城市、国家区域中心城市，也是江西省面积最大、人口最多城市，下辖 3 个市辖区、14 个县、1 个县级市。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。章贡区是赣州中心城区，是赣州市政治、经济中心，东、南、北边与赣县接壤，西边与赣州南康区、赣州经济技术开发区相邻，总面积 375.52 平方公里。章贡区区位优势明显，地处广州、深圳、厦门、长沙等重要城市的几何中心，位于昌赣深和渝长厦“一纵一横”高铁大动脉的交叉点。章贡区产业特色明显，主要产业包括生物医药、电子信息、装备制造、有色金属及新材料。近年来章贡区发展态势良好，地区生产总值（GDP）逐年增长，2022 年，章贡区实现地区生产总值 661.02 亿元，按可比价格计算较上年增长 5.80%，增速位居全市第三。

2022 年章贡区一般公共预算收入小幅下滑，税收收入及占比随之下降；政府性基金收入是章贡区地方政府财力的重要补充，受供地计划和土地市场行情影响较大，2022 年同比小幅减少。2022 年，为应对经济下行压力，章贡区一般公共预算支出有所增加，财政平衡情况有所下滑，收入质量有待改善。再融资环境方面，区内城投企业的融资主要依赖银行、非标和直融等渠道，其中非标占比较大，净融资额仍呈现净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境尚可，但仍需持续关注行业政策变化或相关信用风险事件对区域再融资环境的影响。

表 1：近年来章贡区地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
GDP（亿元）	521.94	606.86	661.02	160.87
GDP 增速（%）	4.60	9.90	5.80	2.90
固定资产投资增速（%）	9.0	12.5	9.9	--
一般公共预算收入（亿元）	22.68	22.70	22.59	9.07
政府性基金收入（亿元）	2.62	11.82	11.69	--
税收收入占比（%）	71.47	63.66	62.06	83.82
公共财政平衡率（%）	55.26	57.46	49.52	79.07

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：章贡区财政局，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为章贡区最重要的基础设施建设主体，承担赣州市章贡区的保障房、市政基础设施和城市棚户区改造项目建设，具有较强的业务竞争力；同时，公司工程建设和房地产项目在建和拟建项目规模较大，业务稳定性和可持续性较强。值得注意的是，公司工程建设业务回款情况不佳且资本支出压力大，房地产业务的收入确认受项目完工进度影响波动较大，同时存量项目去化程度一般，后续销售情况值得持续关注；另外商品销售业务毛利率水平较低，业务盈利能力较弱。

表 2：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设业务	10.41	56.33	9.37	9.47	67.68	9.09	9.90	56.28	9.09	4.51	54.97	9.02
房地产业务	4.12	22.27	47.16	0.54	3.83	53.70	4.51	25.60	23.81	1.16	14.19	21.08
商品销售	0.90	4.89	1.62	1.97	14.07	0.96	2.01	11.41	1.22	2.36	28.69	1.90
其他业务	3.06	16.51	24.82	2.01	14.42	41.59	1.18	6.72	56.88	0.18	2.15	58.00
营业收入/毛利率合计	18.49	100.00	19.96	13.99	100.00	14.34	17.60	100.00	15.17	8.21	100.00	9.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程建设业务

公司工程建设业务运营模式明确，在建和拟建项目投资规模较大，业务稳定性及可持续性较好，但回款情况不佳，且面临较大的资本支出压力

工程建设业务仍主要由公司本部和子公司章贡建设运营，均采用委托代建模式，业务模式未发生改变，按项目类型分为市政工程项目建设和保障房项目建设。

截至 2023 年 3 月末，公司主要已完工的市政工程及保障房项目已投资 72.25 亿元；同期末，公司主要在建项目总投资 111.12 亿元，已投资 85.65 亿元，至少尚需投资 27.39 亿元¹；2020~2022 年分别收到回款 4.04 亿元、13.71 亿元和 2.51 亿元，2022 年受政府财力影响，回款规模大幅减少。截至 2023 年 3 月末，公司应收财政局以及赣州市章贡区国有资产投资发展有限公司（以下简称“章贡国投”）的工程款余额规模较大，总体回款情况不佳。拟建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司主要拟建项目总投资 29.42 亿元，均为市政工程项目和保障房项目。整体来看，公司在建和拟建项目投资规模较大，可持续性较好，但面临较大的资本支出压力。

¹ 公司部分在建项目总投资大于已投资，未来需投资金额默认为 0。

表 3：截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目（亿元）

项目名称	总投资	已投资	协议对手方
沙河工业园	22.72	22.60	章贡区政府
水西有色冶金基地	16.00	17.36	章贡区政府
章贡区赣江街道蕲菜塘社区居家养老服务中心改扩建工程	0.15	0.15	章贡区政府
沙石中学改扩建工程	1.03	0.59	章贡区政府
沙河中学改扩建工程	1.31	0.97	章贡区政府
赣州市章贡区乡村旅游建设项目水西乡村旅游建设-和乐生态旅游、美丽乡村建设及东江源大道（章贡区段）基础提升项目	3.19	0.96	章贡区政府
赣州市章贡区乡村旅游建设项目水西乡村旅游建设-联三特色街区文化旅游基础设施提升项目	0.86	0.64	章贡区政府
魏家大院保护及修缮工程项目	2.68	0.35	章贡区政府
赣州市马祖岩人文（健身）公园项目一期-基础设施提升工程	0.14	0.08	章贡区政府
章贡区梅江路保育院新建工程	0.11	0.13	章贡区政府
广东省人民医院赣州医院（沙河院区）建设项目	21.48	1.27	章贡区政府
章贡区水东城中村棚户区改造七鲤嘉苑污染地块修复和风险管控工程	0.67	0.34	章贡区政府
市政项目合计	70.34	45.43	
全省棚改项目	34.33	34.20	章贡国投
赣州市章贡区桔红 T 街城市棚户区改造安置房（云皇·和谐佳苑）建设项目	2.43	2.97	章贡国投
赣州市章贡区冶机厂城市棚户区改造安置房（康兴家园）项目	2.30	1.64	章贡国投
赣州市章贡区江南府（南区）返迁安置房建设项目	1.72	1.41	章贡区政府
保障房项目合计	40.78	40.22	
合计	111.12	85.65	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2023 年 3 月末公司主要拟建项目（亿元）

项目名称	总投资
水东镇市政配套道路建设项目	0.22
社区新建场所	0.44
水东乡村旅游周边配套道路提升改造项目	1.30
水东片区经营性用地土地整理项目	3.00
章贡区水东片区地埋式污水处理设施项目	0.78
章贡区沙河站东农贸市场建设项目	0.40
水东拟出让用地污染治理项目	1.30
水西产业基地 A4-04 地块	1.85
市政项目合计	9.29
康泉路周边棚改安置房建设项目	7.18
青峰药谷返迁安置房建设项目	3.60
水东组团螺溪洲文化旅游项目返迁安置房建设项目一期	8.00
水东组团 SD06-02-01 地块返迁安置房建设项目（虔景苑西侧）	0.35
水东组团 SD13-06-07 地块返迁安置房建设项目（石角头）	1.00
保障房项目合计	20.13
合计	29.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产业务

受项目完工进度影响公司房地产业务收入波动较大，市场化项目投资压力尚可但存量房地产去化进度较为缓慢，自营保障房项目面临资本支出压力且尚未开始销售，房市下行压力下需持续关注两类项目未来的销售情况

公司房地产业务包括市场化投资、建设和销售的房地产项目，和以自营方式建设、定向销售和市场化租售兼有的保障房项目。市场化房地产项目仍主要由公司下属子公司市建公司、佳和置业及赣州长塘置业发展有限公司（以下简称“长塘置业”）运营，通过“招拍挂”程序取得土地使用权，建成物业全部以市场化方式销售。除工程建设业务下以委托代建模式建设保障房外，公司本部以自营建设的方式进行保障房项目及其商业配套的建设。

截至 2023 年 3 月末，公司已完工的市场化房地产项目计划总投资 15.99 亿元，已投资 12.21 亿元，已确认收入 11.38 亿元，实际收到销售款 11.80 亿元。2020 年公司幸福城和佳和·龙城项目达到交付条件，当年确认房地产收入规模较大；2021 年无新增达到交付条件的房地产项目，收入较上年度大幅下降；2022 年佳和·锦城项目达到交付条件，房地产收入同比大幅增加，但由于该项目总造价较高，因此房地产业务毛利率同比大幅下降。公司已完工项目中幸福家园一期和幸福城项目去化率达到 90%以上，佳和·龙城也已销售 80%以上，剩余待售部分主要为店面和停车位；佳和·锦城于 2019 年正式开始销售，该项目为公司单体投资最大且待售物业面积最大的房地产项目，目前去化率较低。整体来看，公司存量市场化房地产项目去化进度较为缓慢，在近年来房地产市场不景气背景下公司房产项目去化承压，后续销售情况需持续关注。

表 5：截至 2023 年 3 月末公司主要完工市场化房地产项目（亿元、万平方米）

项目名称	计划总投资	已投资	已开工面积	已竣工面积	销售面积	销售收入	已收到销售款
幸福家园一期	1.19	0.91	1.50	1.50	1.18	0.56	0.56
幸福城（幸福家园二期）	4.34	2.67	6.97	6.97	6.39	3.97	4.03
佳和·龙城	2.46	2.63	4.36	4.36	3.82	2.67	2.67
佳和·锦城	8.00	6.00	11.65	11.65	5.99	4.18	4.54
合计	15.99	12.21	24.48	24.48	17.38	11.38	11.80

注：幸福家园一期项目包含一栋写字楼，建筑面积 0.26 万平方米，公司已将其出租

截至 2023 年 3 月末，公司在建市场化房地产项目为长塘置业开发的金垣广场，项目总投资 4.20 亿元，已投资 3.92 亿元，未来还需投资 0.28 亿元。同期末，公司有两个拟建市场化房地产项目，总投资规模合计 5.10 亿元，公司在建和拟建项目未来投资压力尚可。

表 6：截至 2023 年 3 月末公司主要在建房地产项目（亿元、万平方米）

项目名称	总投资	已投资	已开工面积	已竣工面积	销售面积	销售收入	已收到销售款
金垣广场	4.20	3.92	6.92	--	3.05	--	3.95
合计	4.20	3.92	6.92	--	3.05	--	3.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：截至 2023 年 3 月末公司主要拟建房地产项目（亿元、万平方米）

项目名称	总投资	总建筑面积	建设周期
佳和东方悦城	2.60	4.00	2023-2025
水西有色冶金基地职工生活服务中心（三期）项目	2.50	4.00	2023-2025
合计	5.10	8.00	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

除此之外，公司还有部分自营的保障房项目。公司自筹资金投资建设，建设完成后通过保障房定向及对外销售、配套的商业设施和停车位的销售收入实现资金平衡。公司收入确认的金额是根据项目建成后可销售面积乘以销售单价进行核算，部分住宅面积以市场价格的八折销售给返迁户，

剩余面积以市场价格进行对外销售。截至 2023 年 3 月末，公司在建项目为章贡区水东城中村棚户区改造项目，其余项目均已完工，但上述保障房项目均还未开始销售，具体销售时间需要根据政府安排决定。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司主要保障房项目（亿元、万平方米）

项目名称	总投资	已投资	总建筑面积	安置及销售计划
赣州电机厂周边安置小区建设项目	3.36	1.08		
赣南化工厂周边安置小区项目	1.28	1.20		
水东七里一期周边安置小区项目	2.50	1.24	59.55	定向销售住宅 42.45 万平方米，自主销售商业配套 2.51 万平方米，停车位 3,828 个
水东居周边安置小区建设项目	7.34	3.12		
桃源溪返迁安置小区建设项目	8.14	7.82		
赣州市章贡区虎岗家园小区二期城市棚户区改造安置房建设项目	2.40	1.92	5.49	定向销售住宅面积 2.78 万平方米，其余为幼儿园、农贸市场、邻里中心、社区服务用房、居家养老用房及相应的配套设施建设
赣州市章贡区七鲤苑二区城市棚户区改造安置房建设项目	1.91	1.73	4.06	定向销售住宅面积 2.44 万平方米，自主销售商业面积 0.08 万平方米
章贡区水东城中村棚户区改造项目（正兴小区、七鲤嘉苑）	17.75	5.10	26.95	定向销售住宅面积 12.59 万平方米；自主销售住宅面积 6.31 万平方米，商业配套面积 0.32 万平方米，停车位 1329 个
合计	44.68	23.21	96.05	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商品销售业务

2022 年以来，公司贸易渠道及种类均有增加，业务规模有所增长，为公司收入重要组成部分，但是业务盈利能力仍较弱

公司贸易业务仍由子公司建程供应链负责，主要采用代购代销的经营模式。2022 年以来公司逐步拓宽销售渠道和产品，自 2022 年四季度起，公司和江西赣贸通供应链管理有限公司（以下简称“赣贸通公司”）合作，通过支付服务费方式委托赣贸通公司代理采购和销售有色金属、化工产品、建材等产品。目前公司销售产品主要为钢材、水泥、沥青、聚乙烯以及河砂等。

结算方面，上游结算均采用货到付款形式，下游结算根据销售商品不同采用货到付款、月度结算及票到付款等方式结算。目前主要供货方为上海弘仁国际贸易有限公司、赣州市金久钢材有限公司和赣州德源供应链管理有限公司等公司，主要销售对象为昆明城投物流有限公司、四川蜀道铁路物流有限责任公司和四川蜀交商贸有限公司等。2020~2022 年以及 2023 年一季度公司分别实现贸易收入 0.90 亿元、1.97 亿元、2.01 亿元和 2.36 亿元，随着公司全力拓展贸易业务，近年来收入逐年增长，成为公司收入重要组成部分。但是商品销售业务毛利率水平较低，业务盈利能力较弱。

其他业务

跟踪期内，废旧物资处理业务收入缩减，担保业务随五驱担保股权划出而脱表；市容环保、物业租赁等其他业务规模仍较小，但可对公司收入来源形成一定补充

公司其他业务主要包括废旧物资处理业务、市容环保业务、担保业务和土地转让业务，各业务均对公司收入来源形成一定补充。

废旧物资处理业务仍由公司子公司天益公司运营，主要负责钕铁硼废料的采购和销售。上游方面，天益公司与稀土废料供应商搭建了较为稳定的稀土废料回收网络，进行稀土废料资源回收，主要供应商包括宁波同创强磁材料有限公司、浙江中科磁业股份有限公司和信越（长汀）科技有限公司等。下游方面，天益公司主要与赣州步莱铽新资源有限公司（以下简称“步莱铽公司”）开展合作，每年签订《钕铁硼废料年度委托采购协议》，为步莱铽公司供应稀土生产所需原料钕铁硼。步莱铽公司为赣州市章贡区招商引资企业，公司与其建立了合作关系，在实际的业务执行上，先由步莱铽公司与废料供应商协商确定《采购合同》的具体条款，然后步莱铽公司委托天益公司进行采购，天益公司与废料商签订《采购合同》，同时与步莱铽签订《销售合同》，约定以结算单实际不含税采购金额加价一定比例确定收费。货款支付方面，步莱铽公司在《采购合同》约定的付款时间内将货款支付给天益公司，天益公司在确认收到款项的第二个工作日根据步莱铽提供的付款通知函将货款转付给废料供应商，天益公司不涉及垫资情况。2020~2022 年，公司废旧物资处理业务收入分别为 0.19 亿元、0.22 亿元和 0.01 亿元，自 2022 年起，步莱铽公司委托天益公司采购稀土废料规模大幅减少，收入同比大幅下降。

市容环保业务仍由公司子公司市容公司负责运营，主要承担公司内项目的土石方施工业务以及承接章贡区部分施工项目的建筑垃圾清运业务，除此之外市容公司还经营章贡区内部分停车场获取停车场收入。2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司市容环保业务分别实现收入 0.22 亿元、0.24 亿元和 0.19 亿元和 0.04 亿元，整体收入规模较小。

公司物业租赁业务由公司本部负责经营，将公司自有的房屋建筑物及土地进行对外出租，从而获取租赁收入，2020~2022 年及 2023 年 1~3 月实现租金收入 0.27 亿元、0.71 亿元和 0.28 亿元和 0.04 亿元，2022 年公司出售部分租赁资产以致租金收入大幅减少。截至 2023 年 3 月末，公司可供出租的资产账面价值为 13.79 亿元，其中可供出租房屋建筑物的面积为 28.36 万平方米，出租率为 49.86%，可供出租的土地账面价值为 2.66 亿元，均已出租，公司目前整体出租率较低。

担保业务方面，公司担保业务原主要由子公司赣州五驱融资担保有限公司（以下简称“五驱融资担保”）开展，承保金额在 0.05~0.10 亿元之间，一般按实际担保金额的 1.5%/年收取担保费，同时承担连带责任，原则上要求被担保方提供反担保措施；2022 年，应政府要求，五驱融资担保划拨给赣州市金盛源融资担保集团有限公司，截止 2022 年末，公司已将五驱融资担保从合并范围中划出，并且后续公司将不再获得担保费收入。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平，主要系受益于政府的大力支持，跟踪期内公司所有者权益持续增长，资本实力有所增强；目前财务杠杆水平偏高，资本结构有待优化；公司短期债务占比持续攀升，并且经营获现能力较弱，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障能力弱，具有一定的短期偿债压力。

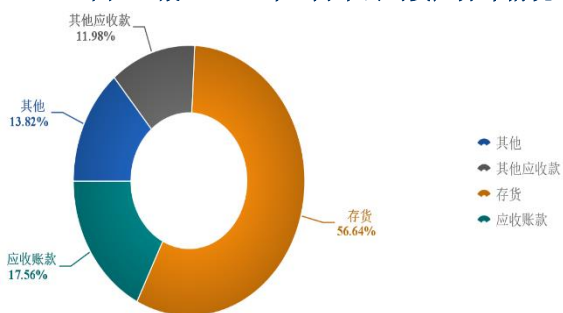
资本实力与结构

跟踪期内，公司总资产和总负债规模持续增长，受益于政府的大力支持，所有者权益持续增长；公司资产收益性较弱，流动性不足，整体资产价值较低；财务杠杆率处于较高水平，债务以长期为主，但短期债务占比提升，公司具有一定短期偿债压力

作为章贡区最重要的基础设施建设主体，随着业务持续发展以及股东持续支持，2022 年公司资产规模保持增长趋势，其中，受工程项目建设投资增加影响，公司存货规模持续增长，2023 年 3 月末公司存货中合同履约成本和开发成本分别为 166.66 亿元和 33.71 亿元，主要为代建项目和房地产项目的投资资金。

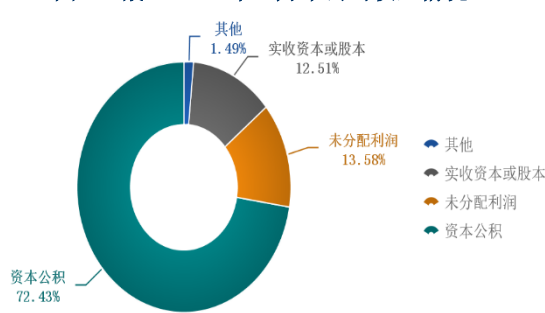
公司目前形成了“工程建设、房地产、商品销售”三大主要业务板块，资产主要由上述业务形成的存货和应收类账款等构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重约为 93%，且预计公司未来仍将保持这一业务布局，资产结构将保持相对稳定。截至 2023 年 3 月末，公司可供出租资产账面价值为 13.79 亿元，分别计入投资性房地产、固定资产和存货，能为公司带来一定的租赁业务收入，同时公司持有部分股权资产，2022 年获得一定的投资收益，但目前租金收入和投资收益规模均较小。公司持续扩大对市政工程以及保障房项目的投资，存货规模持续扩张，但投入基建业务款项规模较大且整体回款缓慢，对公司资产变现能力造成一定的影响。公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，跟踪期内随着项目建设投入以及偿债规模的增加而持续减少，但受限规模较小。公司资产收益性很低，流动性不足，总体来看资产价值较低。

图 1：截至 2023 年 3 月末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司总负债主要包括对赣州城市开发投资集团有限责任公司、章贡区财政局等单位的应付往来款，刚性债务以及由棚改转贷资金构成其他非流动负债，公司不承担棚改转贷资金的还本付息义务。公司债务以银行借款、非标融资以及发行债券为主；公司债务期限以长期为主，2022 年短债占比仍保持上升趋势；另外公司非标融资包括融资租赁、信托贷款以及从实收资本中调整出来列示的名股实债等，2017 年江西金控投资管理中心（有限合伙）设立基金向公司以货币资金的形式注资 3.30 亿元²，当年公司将华金证券认购的优先级基金份额 3.00 亿元计入长期应付款。所有者权益方面，2022 年股东及政府分别拨付资金 3.00 亿元和 15.82 亿元，使得公司资本公积有所增长，加之公司自身利润积累，所有者权益规模有所增长，资本实力进一步推升。预计未来政府将持续向公司拨付资金及划转资产，公司所有者权益将进一步增多，资本实力将进一步增强。公司资产负债率仍处于高位；总资本化比率在 40%~50%，2022 年受股东和政府注入资金影响，同比有所下降，但考虑到公司未来较大规模的项目建设投入，随着项目建设的逐步推进，未来公司仍

² 该基金存续期为 7 年，其中优先级基金份额 3.00 亿元由华金证券设立的华金融汇 61 号定向资产管理计划认购，劣后级基金份额 0.30 亿元由赣州市章贡区城市建设投资开发有限公司（以下简称“章贡城投”）认购，优先级基金份额最终将由章贡城投逐步受让，溢利率 4.95%/年，在前 5 年累计受让金额不低于 0.90 亿元，前 6 年累计受让金额不低于 1.80 亿元，7 年内将华金融汇 61 号定向资产管理计划认购的份额全部受让完成。章贡区政府计划向发行人逐步增资 3.30 亿元，用于置换上述名股实债资金，截至 2023 年 3 月末，财政已累计拨款 1.80 亿元。

将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，公司财务杠杆或将有所增长。

表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	290.04	312.48	342.36	356.59
非流动资产占比	5.51	5.10	6.85	7.43
经调整的所有者权益	104.52	108.11	131.27	133.52
资产负债率	63.96	65.40	61.66	62.56
总资本化比率	45.94	47.93	41.89	42.82

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量一般，经营活动净现金流持续净流出，经营获现能力较弱，且持续大规模的对外投资加大资金缺口，经营发展对外部融资存在较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

跟踪期内，公司项目投资规模较大，公司应收委托方的代建项目款项余额仍很大，代建项目回款规模受政府财力以及结算进度影响有所减少，导致公司销售商品、提供劳务收到的现金规模较 2021 年有所减少，收现比随之下降，公司收入质量一般。

公司经营活动净现金流受基础项目建设、房地产开发以及建筑材料销售以及其他与经营活动有关的现金收支影响较大。2022 年，公司经营活动现金流维持净流出态势但规模有所减少，公司项目投资规模仍较大，项目回款无法覆盖投资规模，往来款仍为净流出但规模有所减少，公司经营活动获现能力总体表现较弱。2022 年，公司收回投资收益规模仍较小，但由于公司新增购地支出，公司投资活动现金净流出规模有所增加。

如前所述，公司经营活动及投资活动现金流持续净流出，公司主要依赖于银行借款、债券发行和非标融资来弥补资金缺口。由于 2022 年公司外部债务融资规模同比减少，加之集中偿还债务规模较大，总债务规模较 2021 年末小幅减少，仍需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化对公司融资的影响。同时，受益于政府及股东的大力支持，公司吸收投资收到的现金 18.82 亿元，亦是其资金补充的重要渠道。总体来看，公司通过外部债务融资叠加政府拨款等股权融资方式筹集的资金仍无法覆盖资金缺口，现金及现金等价物亦逐步呈现净减少的态势。

表 10：近年来公司现金流情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
经营活动产生的现金流量净额	-29.26	-23.40	-12.35	2.99
投资活动产生的现金流量净额	-0.90	-3.49	-9.09	-0.60
筹资活动产生的现金流量净额	28.47	14.66	14.44	-0.01
现金及现金等价物净增加额	-1.68	-12.23	-7.00	2.38
收现比（X）	0.69	1.62	0.94	0.65

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内，公司债务规模小幅减少，债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；但公司短期债务占比持续攀升，EBITDA 对利息的覆盖水平持续下滑，经营活动净现金流无法覆盖利息支出，公司具有一定短期偿债压力。

2022 年公司外部债务融资规模同比减少，加之集中偿还债务规模较大，总债务规模较 2021 年末小幅减少，债务仍以银行借款和债券发行为主，但非标占比亦有一定规模，未来债务结构有待进一步改善；债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配但是短期债务占比有所提高，公司面临一定短期债务压力。

表 11：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	类型	成本	金额	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年及以上
银行借款	信用借款、担保借款、质押借款等	1.20%~8.00%、基准利率上浮 10%	48.30	16.12	1.37	2.28	28.53
债券融资	企业债、中票、私募债	5.80%~7.80%	21.37	15.80	5.57	0.00	0.00
非标融资	融资租赁等	2.80%~9.50%	29.51	12.60	4.18	3.54	9.19
应付票据	--	--	0.38	0.38	0.00	0.00	0.00
合计	-	-	99.57	44.91	11.12	5.82	37.72

注：审计报告中短期借款和一年内到期非流动负债包含应付利息，此表债务金额仅包含债务本金，不包含利息，因此和附表总债务金额存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年，随着公司部分楼盘达到交付条件，公司收入和利润总额有所增长，但由于公司将账面价值 0.56 亿元房产转让给赣州建兴控股³，资产处置收益大幅增长，调出该非经常性损益项之后，EBITDA 规模同比有所减少。考虑到公司基建项目结算规模、房地产项目销售情况以及资产处置计划具备不确定性，未来公司 EBITDA 规模变动存在不确定性。同时，公司 EBITDA 对利息的保障能力有所下降，加之经营活动现金流持续净流出，经营活动净现金流及 EBITDA 对利息支出保障能力弱。

表 12：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	88.83	99.52	94.64	100.01
短期债务占比	19.95	22.77	36.84	45.35
EBITDA	5.32	3.97	2.89	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.32	0.93	0.85	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-7.25	-5.46	-3.64	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模不大，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产主要为存货、固定资产和货币资金，占当期末总资产的 2.56%，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额为 11.12 亿元，占同期末净资产的比例为 8.33%，主要为公司对赣州创新投资发展有限公司等国企公司的担保。此外，截至 2023 年 3 月末，公司存在数起未决诉讼及仲裁事项，主要为建设工程施工合同纠纷，对公司整体影响较小。

表 13：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

被担保对象	企业性质	担保金额
赣州建筑工业化有限公司	国企	2,165.39
赣州创新投资发展有限公司	国企	13,900.00

³ 2022 年公司将名下金属物流园 6 号楼负一-三层房产及水东虎岗房产转让给建兴控股集团，金属物流园 6 号楼负一-三层房产处置时账面价值 0.49 亿元，转让价款 3.81 亿元，水东虎岗房产账面价值 0.07 亿元，转让价款 0.2 亿元。

赣州市科智投资控股有限公司	国企	15,000.00
赣州市建兴控股投资集团有限公司	国企	80,097.07
合计	--	111,162.46

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 4 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测⁴

假设

- 2023 年，公司仍作为章贡区最重要的基础设施建设主体，公司控股股东、职能定位、业务范围保持稳定。
- 2023 年，公司营业收入保持增长趋势，其中工程建设业务收入受项目投资以及结算进度影响而有所减少；房地产业务因公司部分楼盘达到交付条件而收入大幅增长，但因交付房产建造成本较高，毛利率同比有所下降；随着公司拓宽销售渠道和产品，贸易业务收入保持增长趋势。
- 2023 年，公司项目投资规模预计在 14~16 亿元，购买无形资产规模约 2~4 亿元。
- 公司债务规模将呈增长态势，2023 年预计净增权益类融资 7~9 亿元、债务类融资 13~17 亿元。

预测

表 14：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	47.93	41.89	39.52~48.30
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.93	0.85	0.33~0.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性较弱，未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖存在一定压力。

近年来公司经营活动净现金流保持大幅净流出状态，2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 12.63 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。但是截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 75.15 亿元，尚未使用授信额度为 9.13 亿元，备用流动性较弱。此外，公司作为章贡区最重要的基础设施建设主体，可持续获得政府的资金支持；且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，目前在手批文为 10 亿元私募公司债券，预计公司未来的再融

⁴ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设、外部投资及债务的还本付息。根据公司规模，未来一年投资支出主要集中于项目投资，资金需求约 15 亿元。同时，公司债务到期较为集中，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 45.35 亿元。2022 年公司集中偿还债务规模较大，年末债务规模略有减少，利息支出同比有所减少；然而随着公司未来一年项目投资资金需求增加，公司债务规模预计将有所增长，利息支出将随之增加。综上所述，公司流动性较弱，未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖存在一定压力。

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，公司注重可持续发展、产品责任和安全管理，但信息披露及内控管理仍有待加强。

环境方面，公司的工程建设类业务可能会面临一定环境风险，目前尚未受到监管处罚，公司在可持续发展方面表现较好。

社会方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，体现了国企社会责任和担当，近三年未发生一般事故以上的安全生产事故，公司在产品责任和安全管理方面表现较好。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。公司战略规划清晰，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控。公司对政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。此外，公司存在违反银行间债券市场相关自律管理规则的行为，并受到了交易商协会的自律处分；同时根据公开资料显示，2023 年，公司原总经理黎海坚因严重违纪违法被开除党籍、解除劳动关系⁶，公司在内控治理、信息披露和合规管理方面有待加强，中诚信国际将持续关注公司内控治理情况、信息披露的及时性、准确性，以及募集资金管理和使用的合规性。

外部支持

中诚信国际认为，赣州市章贡区政府的支持能力较强，主要体现在以下方面：

赣州章贡区经济运行总体平稳，作为赣州市五大功能区之一，具备向区域内企业协调一定产业资源的能力。2022 年以来，章贡区发展质量和效益不断提升，GDP 在赣州下属区县中仍稳居第 1 位；同时，固定资产投资及城市更新等推升章贡区政府的资金需求，政府融资规模不断增加，规模处于全市中游水平，但政府直接债务率超过 100%，且仍存在未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，章贡区政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

1) 区域重要性很强：公司仍是赣州市章贡区最重要的基础设施建设主体，具备区域专营性，在章贡区具有重要地位。

⁵ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

⁶ 2023 年 2 月 22 日，中共赣州市纪律检查委员会官方微信公众号发布消息称，“赣州市章贡区建设投资集团有限公司原总经理黎海坚涉嫌严重违纪违法，主动向组织交代问题，正在接受赣州市章贡区纪委监委纪律审查和监察调查。”2023 年 5 月 4 日，公司原总经理黎海坚因严重违纪违法被开除党籍、解除劳动关系。

2) 与政府的关联度很高: 公司的实际控制人为章贡区国资委, 在区政府统筹及支持下承担章贡区内的基础设施建设, 股权结构和业务开展均与区政府具有高度的关联性。

3) 过往支持力度大: 公司在资金注入以及政府补助方面获得政府大力支持, 政府及股东资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑, 其中 2022 年公司获得注资 18.82 亿元。除直接的资金支持外, 章贡区政府及股东还以股权划入、资产划拨等形式对公司提供支持, 比如 2020 年将赣州创新投资发展有限公司和赣州市赣州宾馆有限公司 100% 股权划入公司、2021 年将 2.80 亿元的土地和房产划入公司。

表 15: 章贡区区级平台比较 (亿元、%)

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
赣州市章贡区建设投资集团有限公司	赣州建兴控股 75.15%	赣州市章贡区最重要的基础设施建设主体, 行使政府项目工程代建职能	342.36	131.27	61.66	17.60	4.46	21.40
赣州市建兴控股投资集团有限公司	章贡区国资办 100%	赣州建兴控股与公司实行一体化管理运营, 其中 95% 以上资产和收入来源于公司。赣州建兴控股除行使政府项目工程代建职能外, 还将继续拓展建筑施工、医疗教育等板块	--	--	--	--	--	--
赣州创新投资发展有限公司	赣州市科智投资控股有限公司 100%	主要负责章贡区内工业园区内标准化厂房等项目建设	--	--	--	--	--	--
赣州市章贡区国有资产投资发展有限公司	章贡区国资办 100%	主要负责章贡区范围内的国有资产经营、保值、增值管理; 不动产租赁等, 同时也负责章贡区范围内部分项目前期征拆等工作	--	--	--	--	--	--

资料来源: 公司提供及公开资料, 中诚信国际整理

综上, 中诚信国际认为, 章贡区政府支持能力较强, 对公司的支持意愿强, 可为公司提供较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为, 章贡建投与天长城发、巢湖城镇投、庐江城建等可比公司在职能定位和业务类型上有较大的相似度, 当地政府的支撑能力均较强, 并对上述公司支持意愿强, 最终主体信用等级处于同一档次。

首先, 章贡区与天长市、巢湖市、庐江县等的行政地位相当, 区域经济实力较为相似, 均对当地平台企业支持能力较强。章贡建投与上述平台均为区国资委或当地政府实际控制的最重要的城市基础设施建设主体, 当地政府对它们的支持意愿强。

其次, 章贡建投的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对它的主要定位, 公司与可比对象均具有业务竞争优势, 业务开始多元化, 但也存在建筑材料销售业务盈利能力不足, 房地产市场不景气背景下公司房产项目去化承压等问题。

然后, 章贡建投的财务风险在同业中处于适中水平。公司与可比对象的资产流动性均较弱, 收益性不足, 资产整体价值较低, 公司财务杠杆水平较高, 但公司资产受限比例相对较小; 公司收现

比于可比对象相比较高，但经营获现能力整体表现仍较弱；公司近三年融资额低于平均水平，可用银行授信较少，再融资能力一般。

表 16：2022 年同行业对比表

	章贡建投	天长城发	巢湖城投	庐江城投
最新主体信用等级	AA	AA	AA	AA
地区	章贡区	天长市	巢湖市	庐江县
GDP（亿元）	661.02	686.11	548.26	601.50
GDP 增速（%）	5.80	7.30	4.00	7.80
一般公共预算收入（亿元）	22.59	46.74	26.13	25.80
公共财政平衡率（%）	49.52	63.45	38.63	31.99
政府债务余额（亿元）	77.17	117.11	86.73	124.51
控股股东及持股比例	赣州市建兴控股 投资集团有限公 司 75.15%	天长市城市投资控 股集团有限公司 96.40%	巢湖市建设投资 集团有限公司 100.00%	庐江县康江建设投资 有限公司 100.00%
职能及地位	章贡区最重要的 基础设施建设平 台	天长市最主要的城 市基建投融资主体	巢湖市最重要的 城市基建主体，	庐江县主要的土地开 发整理、安置房和基 础设施投资建设以及 水务投资运营主体
核心业务及收入占比	工程建设业务 56.28%、房地产 业务 25.60%、 商品销售 11.41%	工程建设 86.77%、房屋租 赁 2.10%、销售商 品 9.47%	项目代建 84.37%、房屋销 售 11.60%	代建收入 79.36%、土 地开发整理 9.49%、 供水及管道工程 10.45%
总资产（亿元）	342.36	437.30	433.39	230.32
所有者权益合计（亿元）	131.27	240.85	208.52	113.62
总负债（亿元）	211.08	196.45	224.87	116.70
资产负债率（%）	61.66	44.92	51.89	50.67
营业总收入（亿元）	17.60	32.31	29.59	26.81
净利润（亿元）	4.46	4.43	7.32	1.55
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-12.35	9.26	7.85	-11.73
收现比（x）	0.94	0.40	0.15	0.82
可用银行授信余额（亿元）	9.13	34.31	47.01	35.60
债券融资余额（亿元）	21.40	15.60	38.47	53.80

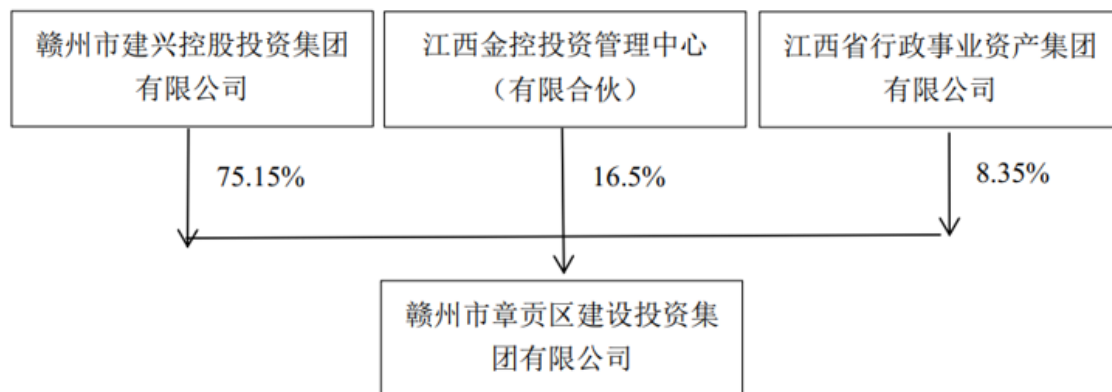
注：可用银行授信方面，章贡建投采用截至 2023 年 3 月末的数据，天长城发、巢湖城投采用截至 2021 年末数据，庐江城投采用截至 2021 年 3 月末的数据；债券融资余额数据来源于 choice，数据截至至 2023 年 5 月 28 日。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

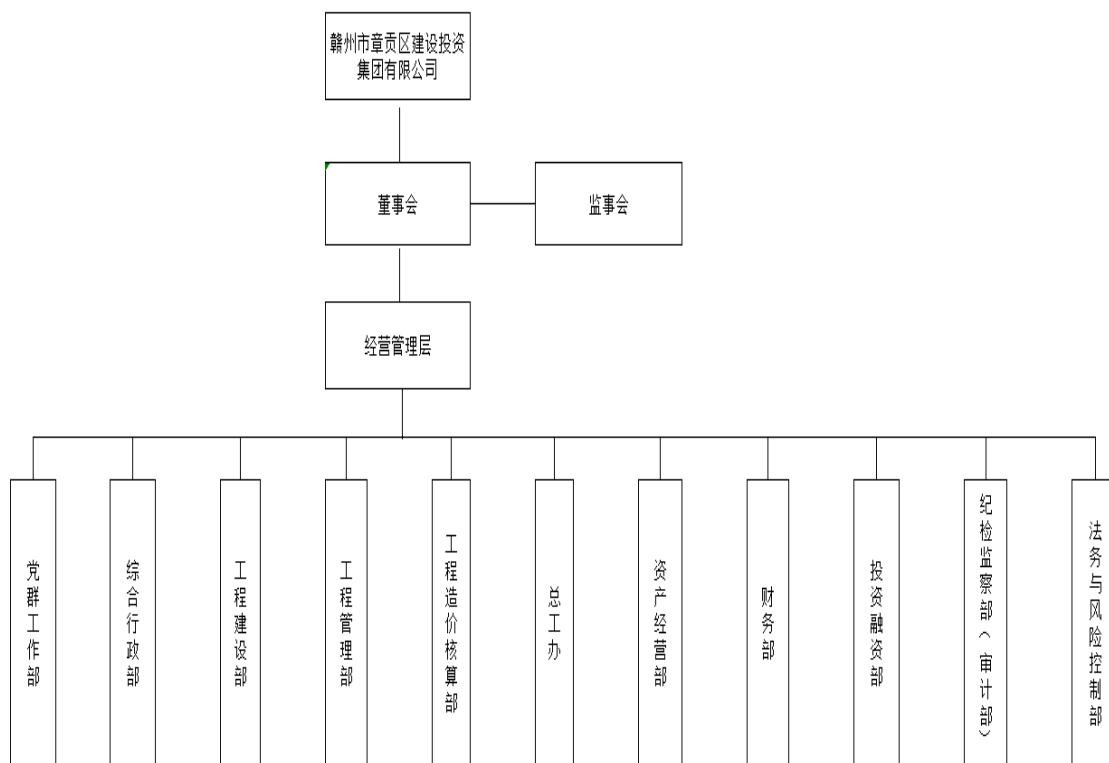
评级结论

综上所述，中诚信国际维持赣州市章贡区建设投资集团有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“18 章贡债/PR 章贡债”、“21 贡区建设 MTN001”的债项信用等级为 **AA**。

附一：赣州市章贡区建设投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



主要一级子公司	占股比例
赣州市章贡区城市建设投资开发有限公司	87.72
赣州市场建设综合开发有限公司	100.00
赣州市章贡佳和置业有限公司	100.00
赣州市章贡区天益废料回收有限公司	100.00
赣州市章贡区市容环境综合服务有限公司	100.00
赣州市建程供应链管理有限公司	100.00



资料来源：公司提供

附二：赣州市章贡区建设投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	343,103.97	201,317.61	106,694.48	127,464.95
非受限货币资金	294,669.34	172,424.09	102,421.20	123,191.67
应收账款	529,244.10	482,593.48	586,718.43	626,215.63
其他应收款	155,032.58	306,470.38	410,367.67	427,254.84
存货	1,617,261.81	1,877,631.16	1,995,978.86	2,019,796.73
长期投资	50,542.70	32,170.99	55,510.45	55,000.45
在建工程	1,944.46	4,309.33	13,406.86	20,085.53
无形资产	45,930.50	42,483.37	96,832.63	121,542.96
资产总计	2,900,427.34	3,124,766.43	3,423,572.64	3,565,932.49
其他应付款	437,781.76	470,595.75	576,817.79	605,760.14
短期债务	177,196.15	226,642.93	348,647.68	453,521.58
长期债务	711,079.47	768,548.77	597,752.29	546,573.37
总债务	888,275.62	995,191.70	946,399.97	1,000,094.95
负债合计	1,855,219.99	2,043,682.64	2,110,849.94	2,230,707.92
利息支出	40,337.03	42,838.06	33,882.96	13,146.10
经调整的所有者权益合计	1,045,207.35	1,081,083.79	1,312,722.70	1,335,224.57
营业总收入	184,877.25	139,909.49	175,997.90	82,086.83
经营性业务利润	42,886.98	32,413.28	22,209.44	11,087.14
其他收益	16,122.89	29,956.50	26,205.87	8,374.74
投资收益	2,270.42	480.64	338.97	0.00
营业外收入	497.26	453.25	512.43	10.75
净利润	37,275.99	29,991.86	44,625.47	10,601.20
EBIT	46,161.96	34,181.85	21,721.44	--
EBITDA	53,232.09	39,657.53	28,894.48	--
销售商品、提供劳务收到的现金	127,775.82	226,200.04	165,642.50	53,023.26
收到其他与经营活动有关的现金	351,520.92	285,117.49	281,663.73	78,953.97
购买商品、接受劳务支付的现金	224,945.37	262,715.94	229,218.92	68,384.66
支付其他与经营活动有关的现金	534,711.26	473,699.43	317,874.64	31,863.14
吸收投资收到的现金	42,475.17	59,392.85	188,173.11	0.00
资本支出	15,926.93	14,084.57	54,955.23	6,549.53
经营活动产生的现金流量净额	-292,554.04	-233,954.21	-123,477.48	29,949.87
投资活动产生的现金流量净额	-8,953.25	-34,907.47	-90,928.03	-5,959.53
筹资活动产生的现金流量净额	284,692.75	146,611.34	144,407.71	-141.10
现金及现金等价物净增加额	-16,814.55	-122,250.34	-69,997.80	23,849.25
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	19.96	14.34	15.17	9.74
期间费用率（%）	4.62	8.04	7.13	2.21
应收类款项占比（%）	23.59	25.25	29.12	29.54
收现比（X）	0.69	1.62	0.94	0.65
资产负债率（%）	63.96	65.40	61.66	62.56
总资本化比率（%）	45.94	47.93	41.89	42.82
短期债务/总债务（%）	19.95	22.77	36.84	45.35
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-7.25	-5.46	-3.64	--
总债务/EBITDA（X）	16.69	25.09	32.75	--
EBITDA/短期债务（X）	0.30	0.17	0.08	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.32	0.93	0.85	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年三年联审审计报告、2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；长期应付款中的带息债务调入长期债务；2023 年 3 月末应付债券中一年内到期部分调入短期债务。

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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
现金流	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
	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 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

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

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn