



2022年进贤城市建设投资发展集团有限公司棚改安置房项目收益债券(品种一)、(品种二) 2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2022年进贤城市建设投资发展集团有限公司棚改安置房项目收益债券(品种一)、(品种二)2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
22 进贤发展债	AAA	AAA
01/22 进贤 01		
22 进贤发展债	AA+	AA+
02/22 进贤 02		

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到进贤县在医疗器械、绿色建筑等支柱产业支撑下，经济稳步发展，而进贤城市建设投资发展集团有限公司（以下简称“进贤城投”或“公司”）作为进贤县主要的基础设施建设主体，承接了较大规模的基础设施及安置房建设项目，自营房地产项目储备也较充足，未来业务持续性较好，此外进贤县政府的资金、资产支持有效提升了公司的资本实力及利润水平，同时江西省信用融资担保集团股份有限公司（以下简称“江西信担”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“22 进贤发展债 01/22 进贤 01”的信用水平；公司国有土地使用权抵押担保有效提升了“22 进贤发展债 02/22 进贤 02”的信用水平；但中证鹏元也关注到，较慢的代建项目结算进度和往来款回收进度占用公司大量资金，公司在建项目后续资金支出压力及偿债压力均较大；而且公司面临较大的担保代偿风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为未来较长时间内将继续作为进贤县重要的基础设施建设主体，且业务持续性较好。

评级日期

2023 年 06 月 15 日

联系方式

项目负责人：袁媛
yuany@cspengyuan.com

项目组成员：姚睿
yaor@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	139.24	150.55	141.56
所有者权益	59.23	57.14	55.88
总债务	57.26	75.35	70.59
资产负债率	57.46%	62.05%	60.53%
现金短期债务比	0.25	0.63	0.76
营业收入	7.25	8.97	6.85
其他收益	1.30	1.01	0.90
利润总额	1.70	1.41	1.23
销售毛利率	14.00%	13.69%	11.51%
EBITDA	1.95	1.91	1.49
EBITDA 利息保障倍数	0.38	0.36	0.40
经营活动现金流净额	-3.84	0.56	2.30

资料来源：公司2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **依托医疗器械及钢构网架两大支柱产业，进贤县工业经济稳步发展。**进贤县具有一定的交通区位优势，支柱产业推进地区经济稳步发展，未来拟构建以医疗器械、钢构网架（绿色建筑）、电子信息为支撑的“2+1+N”现代产业发展体系。
- **公司是进贤县重要的城市基础设施建设主体，未来业务持续性较好。**公司承担了进贤县大量基础设施、安置房建设职能，此外还储备较多房地产项目，2022 年末，公司已签订代建协议的主要在建项目计划总投资 22.08 亿元，存货中基础设施及房地产项目账面价值达 48.73 亿元，未来有望持续贡献收入。
- **保证担保和国有土地使用权抵押担保分别有效地提升了“22 进贤发展债 01/22 进贤 01”、“22 进贤发展债 02/22 进贤 02”的信用水平。**江西信担主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升“22 进贤发展债 01/22 进贤 01”的信用水平；同时，公司以持有的评估总价值合计 67,679.19 万元的土地使用权为“22 进贤发展债 02/22 进贤 02”提供抵押担保，为“22 进贤发展债 02/22 进贤 02”未偿还本金及一年利息的 1.59 倍。

关注

- **公司资产大量沉淀于项目成本及往来款，土地资产受限比例高。**2022 年末，公司 35%左右的资产为基础设施和房地产项目投入成本，23%左右的资产为同政府及当地国企往来款，其中基础设施项目结算及往来款回收依赖于进贤县政府及相关国企资金安排，进度偏慢；而部分房地产项目尾盘去化较慢且易受当前房地产行情低迷影响。此外，公司虽持有 40 多亿元的土地可供变现，但其中 68.90%已抵押，后续变现有所受限。
- **资金支出压力及较大的债务压力。**截至 2022 年末，公司代建项目及房地产项目后续需自筹资金逾 37 亿元，公司资金支出压力较大，2022 年虽在债务到期影响下，公司债务规模有所收缩，但 EBITDA 利息保障倍数、现金短期债务比等指标表现仍较弱，公司债务压力较大。
- **担保代偿风险。**公司对外担保规模较大，截至 2022 年末，公司对外担保余额达 39 亿元，占同期末净资产的 65.84%，虽对外担保对象均为当地国企，但对外担保均未设置反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
项目收益类债务融资工具评级方法	py_ff_2016V1.0
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	3/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	3/7		财务状况	3/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					bbb+
外部特殊支持					5
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 bbb+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

公司是进贤县重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，进贤县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与进贤县政府的联系非常紧密以及对进贤县政府非常重要。同时，中证鹏元认为进贤县政府提供支持的能力较强，主要体现在较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA+/17 进贤城投债	2022-6-23	谢海琳、陈良玮	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx 2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff 2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA+/17 进贤城投债	2020-7-1	蒋申、刘惠琼	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx 2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA/17 进贤城投债	2017-7-7	党雨曦、陈鹏	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff 2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_ff 2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
22 进贤发展债 01/22 进贤 01	4.00	4.00	2022-6-23	2029-1-26
22 进贤发展债 02/22 进贤 02	4.00	4.00	2022-6-23	2029-1-26

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年1月发行7年期4亿元项目收益债券“22进贤发展债01/22进贤01”、4亿元项目收益债券“22进贤发展债02/22进贤02”；“22进贤发展债01/22进贤01”票面利率为6.4%，“22进贤发展债02/22进贤02”票面利率为6.5%。截至2023年3月31日，3个募集资金专户余额合计4,546.87万元。

表1 截至2022年末募投项目投资进度（单位：亿元）

预计投资额	拟使用募资额	已投资额	已使用募集资金	投资进度
11.45	8.00	10.13	7.90	88.47%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、募投项目分析

（一）项目基本情况

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

截至2022年末，募投项目已投资10.13亿元，投资进度达88.47%。

（二）项目运营情况

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

四、发行主体分析

（一）发行主体概况

跟踪期内，公司名称、实际控制人未发生变更。2022年2月，进贤县人民政府将90%股权划转至进贤创新发展控股集团有限公司（以下简称“进贤创控”），另外10%股权划转至江西省行政事业资产集团有限公司（以下简称“江西资产集团”）。2022年6月、10月，公司资本公积转增资本合计4亿元。

截至2023年4月末，公司注册资本及实收资本均为6.00亿元，控股股东为进贤创控，其持有公司90%股权；江西资产集团持有公司另外10%股权，实际控制人为进贤县人民政府。

2022年12月，原子公司进贤县金沙湾实业发展有限公司（以下简称“金沙湾实业”）被无偿划出，金沙湾实业原负责公司旅游板块业务，营收规模小且盈利亏损，其划出增加公司资本公积0.49亿元。整体来看，金沙湾实业非公司核心资产且不涉及公司主营业务，其划出未对公司经营产生较大影响。

表2 2021 年金沙湾实业基本情况（单位：万元）

地区	总资产	净资产	营业收入	净利润
金沙湾实业	230,883.46	15,075.59	54.38	-1,372.45
进贤城投	1,505,459.03	571,366.16	89,671.85	12,565.64
占比	15.34%	2.64%	0.06%	--

资料来源：金沙湾实业 2021 年财务报表、公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

（二）运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策

间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022 年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4 月，央行 23 条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5 月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6 月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20 号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023 年城投投融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022 年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为 2023 年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023 年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投投融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

进贤县属南昌市下辖县，城镇化水平不高，医疗器械及绿色建筑为当地支柱性产业，GDP 总量及经济增速均在南昌全市排名靠后，同时财政自给能力偏弱

区位特征：进贤县具有一定的交通优势，生态资源丰富，城镇化水平不高。进贤县是南昌市下辖县，位于南昌市东部，鄱阳湖南岸。进贤县交通便利，浙赣铁路复线横穿全境，运营有进贤站、进贤南站（高铁站）两个火车站，梨温高速、温厚高速、京福高速、昌厦高速以及 316、320 国道在县内交错连结，南部乡镇可由抚河经赣江直达长江、北部过鄱阳湖直达长江，境内温圳至乐化高速公路直达昌北机场。进贤县生态湖泊资源丰富，县境内有大小湖泊 12 个，拥有面积达 32 万亩的全国最大县域内湖军山湖。进贤县是南昌市都市型农业绿色环保生物食品生产基地，是江西省优质农副产品供应基地。2022 年末常住人口 65.07 万人，较上年末新增 0.72 万人，常住人口城镇化率为 52.78%，低于同期末全国 65.22% 的平均水平。

图1 进贤县区位图



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

经济发展水平：进贤县 GDP 总量及经济增速均在南昌全市排名靠后，经济发展水平有待提升。进贤县形成了“二三一”的产业结构，三次产业占比由 2019 年 26.6:43.3:34.1 整为 2021 年的 20.6:48.0:31.4，第二产业发展较快。2022 年地区人均 GDP 水平为全国平均水平的 67.79%，经济发展水平较弱。近年进贤县经济增长主要依靠投资拉动，2020-2021 年平均投资增速保持在 9.70% 的较高水平。2022 年受消费者信心偏弱等因素影响，当年经济增速仅 3.7%，处于南昌全市靠后位。

表3 2022 年南昌市各区县经济财政指标情况

地区	GDP（亿元）	GDP 增速（%）	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入（亿元）	政府性基金收入
南昌县	1,280.35	4.2%	10.34	86.1	-
红谷滩区	802.27	3.2%	12.45	33.73	13.47

西湖区	727.24	4.7%	14.79	22.62	1.35
青山湖区	675.31	5.0%	9.81	14.88	0.22
东湖区	482.31	2.8%	11.51	15.39	0.89
青云谱区	443.37	5.1%	12.30	10.78	-
新建区	407.74	3.3%	6.65	30.98	-
进贤县	378.08	3.7%	5.81	21.24	9.36
安义县	139.07	4.1%	5.19	14.61	11.81

注：（1）各区县人均 GDP=当年 GDP/2022 年各区县常住人口（2）常住人口数据来源于 2022 年南昌市常住人口主要数据公报。

资料来源：各地区人民政府网，中证鹏元整理

表4 进贤县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	378.08	3.7%	354.4	8.40%	290.13	2.50%
固定资产投资	-	-	221.9	10.90%	-	8.50%
社会消费品零售总额	145.74	4.8%	139.1	19.60%	116.34	3.30%
出口总额（亿美元）	-	-	1.94	-	1.42	-
人均 GDP（万元）	5.81		5.61		4.68	
人均 GDP/全国人均 GDP	67.79%		69.26%		64.57%	

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

资料来源：进贤县 2020-2021 年统计公报，2022 年 1-12 月全市及各县区主要经济指标完成情况表，中证鹏元整理

产业情况：医疗器械、绿色建筑等支柱产业推进地区经济稳步发展。近年进贤县全力构建“2+1+N”现代产业体系，“2”即医疗器械、绿色建筑两大主导产业集群。2022 年，中国医疗器械协会授予进贤县“全国医疗器械之乡”称号，同年美格尔医疗器械项目建成投产，医疗器械上市企业“透景生命”、医美行业领军企业“美目美佳”及国内最大的基因检测平台“美因基因”等一批优质企业相继成功落户；绿色建筑方面，2022 年进贤县获评“省级装配式建筑产业基地”，截至目前，县里集聚了江联重工、雄宇集团、力宏钢构等 118 家重点钢构网架企业，其中规模以上企业 28 家，年产能达 100 余万吨；“1”即电子信息新兴产业集群，通过深化与南昌高新区合作，培育壮大电子信息产业，进贤县计划到 2023 年打造一个初具链条的百亿电子信息产业集群，力争数字经济增加值占 GDP 比重达 40%以上；“N”即李渡酒业、文港毛笔、李渡烟花等 N 个特色产业，其中“文港毛笔”获批国家地理标志证明商标，李渡酒业荣获江西省井冈质量奖、南昌市长质量奖。

财政及债务水平：近年来进贤县一般公共预算收入较稳定，但财政收入质量持续下降，财政自给能力偏弱，偿债压力加大。近年来进贤县一般公共预算收入较为稳定，但税收收入占比持下降，主要是受房地产市场下行及减税降费叠加影响。同期进贤县财政自给率持续上升，但整体自给能力仍然偏弱。2020 年以来进贤县地方政府债务余额持续扩张，自 2021 年起受土地出让收入下降影响，进贤县政府性基金收入骤减，偿债压力加大。

表5 进贤县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	21.24	20.02	19.98
税收收入占比	52.97%	69.20%	70.47%
财政自给率	39.98%	34.73%	29.10%
政府性基金收入	9.36	9.18	25.37
地方政府债务余额	61.14	53.49	43.87

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：进贤县人民政府，中证鹏元整理

（三）经营与竞争

公司是进贤县重要的基础设施建设主体，规模仅次于股东进贤创控，在区域内的竞争力较强，目前公司基础设施建设项目和房地产项目储备充足，业务持续性较好，但代建项目回款呈现一定滞后性，还需关注房地产市场低迷给房地产业务带来的不利影响

公司主要运营进贤县基础设施建设、保障房及商品房开发销售业务，其中基础设施建设及房地产销售为主要营收来源，2022年末营收占比达94.08%，毛利润也主要由上述两项业务贡献。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设	3.88	53.49%	10.35%	3.39	37.79%	13.36%
房产销售	2.94	40.59%	18.53%	5.04	56.23%	14.58%
防疫物资	0.27	3.68%	0.00%	0.42	4.64%	0.00%
保教费	0.05	0.67%	60.03%	0.06	0.67%	-0.42%
物业收入	0.04	0.52%	20.55%	0.03	0.34%	49.82%
租赁收入	0.01	0.19%	94.25%	--	--	--
其他业务收入	0.06	0.86%	30.23%	0.03	0.33%	84.26%
合计	7.25	100.00%	14.00%	8.97	100.00%	13.69%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（1）工程建设业务

公司在进贤县基础设施建设中占据主导地位，已投待结算及在建项目规模较大，业务具有较好的持续性，但较大的待投资规模也给公司带来较大的资金压力

作为进贤县主要的基础设施建设主体，公司投资建设了进贤县多个重点基础设施项目。2013年11月，公司本部与进贤县政府签订了《委托代建协议》，约定公司将根据进贤县政府规划，承担市内基建项目的委托代建。建设期间的费用由公司自筹，公司每年以实际发生的代建项目成本为基础，按照成本加成一定比例折算项目建设收入，年底由进贤县政府统一确认收入，待项目竣工后，进行竣工结算并移交给进贤县政府。2019-2020年公司子公司进贤县国有资产经营投资有限公司（以下简称“进贤国投”）

与进贤县财政局签订新的工程项目建设协议书，约定由进贤国投负责筹资建设滨湖大道以西工程等工程建设项目，费用根据项目投资总额的110%支付工程款，按照工程建设项目完工进度或在项目竣工验收后，根据经双方确认后的项目总投资额、未付工程款，由进贤县财政局安排支付，付款期限一般不超过5年。2021年、2022年公司与进贤县财政局分别就污水处理工程等一批项目、中医院等一批项目签订工程项目建设协议书，约定由公司负责筹资，进贤县财政局根据项目投资总额的120%向公司支付工程款，按工程建设项目完工进度或在项目竣工验收后，根据经双方确认后的项目总投资额、未付工程款，由进贤县财政局安排支付，付款期限一般不超过5年。

在实际操作中，公司每年根据进贤县财政局出具的基础设施建设项目收入结算通知确认当年结转的成本及相应的工程建设收入，具体成本加成比例与合同约定存在一定的差异，且项目回款受当地政府资金安排影响，存在一定的滞后性，对资金形成一定占用。受项目建设进度影响，2022年公司工程建设业务营收规模有所增长。

表7 公司工程建设业务收入确认情况（单位：万元）

年份	项目名称	确认收入
2022 年	中医院项目	10,736.70
	凤岭路、贤士三路、街巷十路升级改造工程，民和工业一路综合改造工程	6,693.91
	青岚新区医院项目	5,507.84
	零星市政工程	4,154.44
	水环境治理工程	3,544.01
	医科园基础设施项目	1,835.69
	2020 年旧城改造(美食城等)	1,515.45
	2019 年旧城改造(农机厂三小片区等)	1,492.22
	森林公园	1,263.41
	进贤县工人文化宫	1,212.89
	胜利北路延伸	833.47
	合计	38,790.04
2021 年	零星市政工程	10,684.39
	楼宇国际	4,489.76
	兴华滨湖明渠项目	4,402.68
	青岚新区医院项目	3,731.06
	水环境治理工程	2,724.90
	森林公园	2,724.90
	北一路、贤士一路、滨湖大道中段	1,748.42
	园区基础设施工程	1,489.15
	北二路、贤士三路	1,015.05
	岚铃路	477.67

滨湖大道以西工程	398.36
合计	33,886.34

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司已签订代建协议的主要在建项目计划总投资22.08亿元，尚需投资15.13亿元，综合存货中尚未结算的代建项目，公司业务持续性较好，但仍面临较大的资金压力。

表8 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否签订代建协议
进贤县全民健身中心	6.00	0.00	否
中医院项目	5.50	2.72	是
青岚新区医院	5.00	2.25	是
七个乡村振兴示范点及道路边沟外路域环境整治建设项目	5.00	0.19	是
2022 年老旧改造（老榨油厂等）	3.12	0.26	是
凤岭路、贤士三路、街巷十路升级改造 工程，民和工业一路综合改造工程	1.55	0.61	是
2021 年老旧改造（贤湖路等）	1.01	0.67	是
体育中心项目	0.90	0.25	是
合计	28.08	6.95	-

资料来源：公司提供

（2）房产销售业务

预售未结算项目可为公司未来房屋销售收入提供一定保障，公司房地产开发项目投资规模较大，目前房地产市场进入下行周期，需持续关注市场销售走弱对公司商品房部分未来的销售及盈利空间的影响，且面临较大资金支出压力

公司房地产业务包括进贤县保障性住房的建设及销售以及自营商品房开发和销售业务。保障性住房中的安置房部分由进贤县政府审定的符合条件购房人选定房屋，公司代为收取购房款，安置完成后剩余的住宅或商铺可由公司销售并确认收入。

近年公司投资建设可供销售的房产项目主要包括楼宇国际一期、楼宇国际二期、朱家塘项目、青岚小区及滨湖一号项目等。2021-2022年公司房产销售收入分别来自于“17进贤城投债”募投项目“进贤县青岚新区滨湖新城安置房建设项目”和滨湖一号项目，营收规模整体波动较大。

截至2022年末，公司主要在售房地产项目如下表所示，在售项目销售均价受楼盘位置及周边配套情况影响存在一定差异，其中，青岚小区销售均价较低，仅为1,862.54元/平方米，主要系该楼盘开发时间较早及部分楼盘采用定向销售所致。值得注意的是，楼宇国际二期、朱家塘项目及青岚小区剩余可售部分主要系楼层位置较差的尾盘，去化不利。

表9 2022年末公司主要在售房地产项目情况（单位：平方米、万元、元/平方米）

项目名称	商品房面积	安置房面积	商品房剩余可售面积	累计销售额	销售均价（含税）
楼宇国际（一期）	9,740.56	18,762.89	3,215.15	3,239.67	5,059.57
楼宇国际（二期）	15,428.14	21,758.41	3,210.32	5,216.90	4,440.65
朱家塘项目	3,169.97	4,047.20	121.17	1,448.60	4,798.25
青岚小区	113,509.52	0.00	653.19	24,654.05	1,862.54
滨湖一号	66,657.88	0.00	716.40	43,423.93	6,900.00
近水胡家	0.00	153,944.44	0.00	16,544.08	3,074.68
塘湾佳苑	0.00	66,562.90	0.00	19,248.00	2,891.70
塔上佳苑	0.00	143,692.30	0.00	14,632.75	3,018.34
合计	208,506.07	408,768.14	7,916.23	128,407.98	-

注：（1）青岚小区可售车库及商铺销售未计入上述表格；（2）楼宇国际项目累计销售额和销售均价仅包括商品房部分；（3）“17进贤城投债”募投项目“进贤县青岚新区滨湖新城安置房建设项目”包括近水胡家、塘湾佳苑和塔上佳苑项目三个项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建房地产项目如下表所示。其中滨湖一号和滨湖二号为商品房项目，其余均为安置房项目，其中进贤县棚改安置房小区建设（一期）项目系“22进贤01/22进贤发展债01”的募投项目，该项目被列入2018年进贤县级安置保障房建设规划；根据进贤县2022年政府工作报告，大陆吴家安置房、经开区高新花园二期、前后李安置房及杨家安置房项目均系进贤县重点推进的安置房建设项目，并均已列入进贤县2021年重大重点项目投资计划表。

截至2022年末，公司主要在建房地产项目预计总投资49.73亿元，累计已投资29.77亿元，尚需投资规模较大。商品房开发项目资金来源系公司自筹资金，安置房建设项目资金来源包括募集资金、财政拨款、自筹资金及部分专项债资金等，但主要以自筹资金为主，公司面临较大资金压力。此外，目前房地产市场销售整体低迷，需持续关注公司在建项目中商品房部分的去化压力。

表10 截至 2022 年末公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目性质	预计建设期间	预计总投资	累计已投资	资金来源
滨湖二号	商品房开发	2021.01-2023.01	12.12	4.76	自筹资金
进贤县棚改安置房小区建设（一期）项目	安置房建设	2021.09-2023.09	11.45	10.13	自筹资金、募集资金
大陆吴家安置房	安置房建设	2021.01-2023.12	6.80	3.14	财政拨款、自筹资金
经开区高新花园二期	安置房建设	2018.11-2023.12	6.50	2.92	财政拨款、自筹资金
滨湖一号	商品房开发	2019.04-2022.04	5.96	3.76	自筹资金
前后李安置房	安置房建设	2020.10-2023.12	5.50	3.63	财政拨款、自筹资金
杨家安置房	安置房建设	2019.12-2022.12	1.40	1.43	财政拨款、自筹资金
合计	-	-	49.73	29.77	-

注：（1）各项目预计总投资为立项批复数据；（2）进贤县棚改安置房小区建设（一期）项目为“22进贤01/22进贤发展债01”募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（3）外部支持

2022年，公司继续获得一定规模的财政补贴，有效提升了利润水平

公司作为进贤县重要的基础设施及保障房建设主体，2022年继续收到进贤县政府财政补贴支持，2022年公司计入其他收益的财政补贴为1.30亿元，占同期利润总额的76.65%。

（四）财务分析

财务分析基础说明

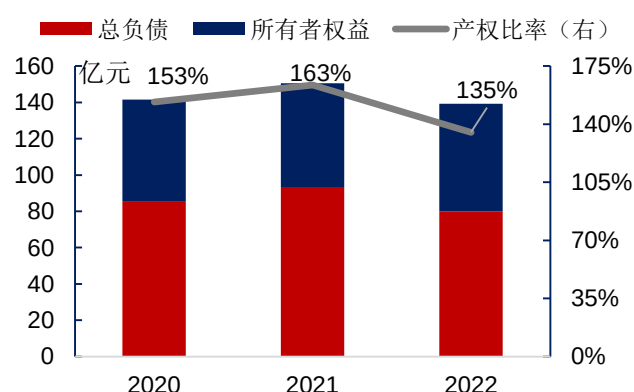
以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年合并报表范围减少子公司1家，为金沙湾实业，因其经营亏损，该公司划出增加公司资本公积0.49亿元；公司资产规模虽因此小幅减少，但考虑到该公司未涉及公司主营业务板块，整体来看，未对财务报表可比性产生重大影响。

资本实力与资产质量

基础设施项目、房地产项目投入成本及往来款系公司资产主要构成，基础设施项目投入成本、往来款收回依赖于进贤县政府及当地国企资金安排，整体进度偏慢；此外，部分房地产项目尾盘去化不利

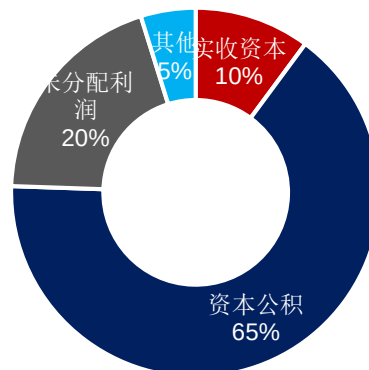
在股东支持及利润累积下，公司所有者权益保持小幅增长，负债规模则随着银行借款减少整体呈下滑趋势，综合影响下，公司产权比率自2021年末的163.48%下降至2022年末135.07%，但所有者权益对负债保障程度仍较弱。从权益结构来看，所有者权益主要为政府划拨资金、土地等形成的资本公积。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

项目代建及房地产业务系公司主业，故存货为公司第一大资产，随着项目建设推进，近年占比不断提升，2022年末已达65.36%。公司存货由开发成本及待开发土地构成，开发成本包括基础设施代建项目和房地产开发项目，2022年末账面价值合计48.73亿元。土地方面，2022年末公司持有41宗土地，账面

价值合计42.29亿元，以住宅用地、商住用地为主。公司土地抵押率较高，2022年末抵押土地账面价值占比为68.90%，后续土地变现有所受限。

此外，公司与进贤县政府及当地国企往来较多，其他应收款规模较大，2022年末前五大应收款中应收进贤县财政局及当地国企款项占其他应收款余额的96.62%，回收风险不大，但2年以上款项占比达73.26%，账龄偏长，对资金形成较大占用。

其他资产方面，应收账款基本为代建项目结算款，2022年末应收进贤县财政局款项占比达85.27%，整体来看，代建项目回款偏慢。公司货币资金规模随项目投入持续下滑，2022年末0.40亿元受限货币资金为定期存款。公司投资性房地产中原有2块土地，2022年计划用于房地产开发，转入存货。

截至2022年末，公司受限资产合计36.57亿元，占同期末总资产的26.26%，规模较大，基本为土地抵押受限。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.25	3.05%	10.97	7.29%
应收账款	8.63	6.20%	11.41	7.58%
其他应收款	31.79	22.83%	43.54	28.92%
存货	91.01	65.36%	74.71	49.62%
流动资产合计	136.07	97.72%	140.68	93.45%
投资性房地产	0.00	0.00%	7.04	4.67%
非流动资产合计	3.18	2.28%	9.86	6.55%
资产总计	139.24	100.00%	150.55	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

基础设施建设及房地产业务为营收主力，但盈利偏弱，利润仍依赖于政府补贴

公司收入及毛利润基本由工程建设及房地产业务贡献，整体来看，盈利水平不高，政府补助是增厚公司利润的重要来源，近年其他收益占利润总额比重均在70%以上。回款方面，2021-2022年，公司收现比分别为0.95和1.04，现金流主要来自于房地产板块，工程建设板块回款仍偏慢。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	7.25	8.97
营业利润	1.69	1.42
其他收益	1.30	1.01
利润总额	1.70	1.41

销售毛利率	14.00%	13.69%
-------	--------	--------

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2022年，随银行借款到期未续，公司债务规模有所收缩，但现金短期债务比等债务指标表现仍不佳，公司债务压力较大

近年公司债务规模波动较大，2022年末，随着银行借款到期，公司总债务同比减少24.01%至57.26亿元。长短期债务比分别为70.42%和29.58%，受债务临近到期影响，2022年末公司短期债务占比略有上升，但债务期限结构仍较合理。总债务主要由银行借款和债券构成，银行借款融资成本在3.4%-8%之间，授信方主要包括农发行、北京银行、上饶银行等。截至2023年5月29日，公司存续债券共3只，分别是“22进贤01/22进贤发展债01”、“22进贤02/22进贤发展债02”和17进贤城投债，合计余额为12.68亿元。此外，公司还有一定规模的非标借款，融资成本在6.2%-8.4%左右，一定程度上拉高公司整体融资成本。

经营性债务方面，其他应付款主要为公司同其他单位往来款，规模逐年升高。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.05	1.31%	5.60	5.99%
其他应付款	15.83	19.78%	10.53	11.28%
一年内到期的非流动负债	15.89	19.86%	11.92	12.76%
流动负债合计	38.29	47.86%	34.84	37.30%
长期借款	25.44	31.80%	46.81	50.11%
应付债券	10.28	12.85%	4.73	5.07%
长期应付款（合计）	5.27	6.58%	6.30	6.74%
非流动负债合计	41.72	52.14%	58.57	62.70%
负债合计	80.01	100.00%	93.41	100.00%
总债务	57.26	71.56%	75.35	80.67%
其中：短期债务	16.94	21.17%	17.51	18.75%
长期债务	40.32	50.40%	57.84	61.92%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

随着债务规模压降，2022年公司资产负债率有所回落，但债务压力仍较大。债务临近到期叠加现金类资产大幅减少，公司现金短期债务比走弱，经营获利对债务利息保障程度仍处于较低水平，整体来看，公司短期偿债压力较大。

2022年公司经营性净现金流转为净流出，考虑到未来高额项目支出及债务还本付息压力，预计公司仍需新增较大规模的外部融资。截至2022年末，公司合计获得银行授信额度112.33亿元，尚可使用51.60

亿元，备用流动性尚可。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	57.46%	62.05%
现金短期债务比	0.25	0.63
EBITDA 利息保障倍数	0.38	0.36

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（五）其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平无负面影响

治理方面，公司已按照《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，建立了包括董事会、监事会和经理层在内的治理体系，公司不设股东会，3名董事、5名监事由进贤县人民政府任命。2022年5月，公司董事长兼总经理由江兵帅变更为龚文康。此外公司根据经营管理需要设置了财务部、工程项目管理部、投资发展部等部门，详见附录三。

子公司管理方面，子公司进贤国投是工程建设业务运营主体之一，该公司主要高管未与公司本部重叠，公司对其管控力度仍有提升空间。

此外，根据公司提供的说明，截至2023年5月29日，最近一年内未发现公司本部在环境和社会方面存在影响公司经营的重大负面事件。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2023年4月23日）、子公司进贤国投（报告查询日为2023年3月17日）均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司对外担保规模较大，公司面临较大的或有负债风险

截至2022年末，公司对外担保余额合计39.00亿元，占同期末净资产的65.84%，虽对外担保对象均为当地国企，但对外担保均未设置反担保措施，且规模较大，公司面临较大的或有负债风险。

表15 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
进贤创新发展控股集团有限公司	4.30	2022/4/14-2030/3/30	否
	2.00	2022/5/13-2029/5/13	否

	0.70	2022/12/7-2024/12/1	否
	4.00	2022/5/30-2031/5/15	否
进贤经开区工业投资发展有限公司	0.69	2021/11/3-2024/10/30	否
	1.50	2021/9/2-2035/8/23	否
	0.30	2022/1/29-2025/1/28	否
	1.10	2022/7/29-2023/7/18	否
	3.00	2021/6/25-2035/6/25	否
进贤县高新工业园实业发展有限公司	0.84	2021/12/5-2024/6/5	否
进贤县金沙湾实业发展有限公司	1.00	2022/4/29-2023/4/29	否
	0.69	2021/2/3-2026/2/3	否
	0.14	2020/8/4-2023/8/4	否
	0.42	2021/6/10-2024/6/10	否
	0.34	2021/12/8-2024/10/26	否
	6.17	2016/12/30-2032/12/27	否
	1.47	2021/2/8-2026/2/8	否
	4.10	2020/9/25-2025/9/25	否
	2.24	2020/8/31-2030/8/31	否
	1.00	2022/4/29-2023/4/29	否
进贤县千医良邦企业管理有限公司	3.00	2022/3/30-2032/3/29	否
合计	39.00	--	--

资料来源：公司提供

（六）外部特殊支持分析

公司是进贤县下属重要基础设施建设平台，进贤县人民政府作为公司实际控制人，间接持有公司90%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，进贤县人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与进贤县人民政府的联系非常紧密。公司系进贤县人民政府下属主要国有企业，进贤县人民政府作为公司实际控制人，对公司经营管理具有绝对控制权。公司为进贤县内重要的基础设施建设主体，业务持续性较好。进贤县政府部门对公司支持力度较大，近年来为公司注入了大量资产，有效提升了公司的资本实力，预计未来与进贤县人民政府的联系将保持稳定。

（2）公司对进贤县政府非常重要。首先，公司在基础设施建设方面对政府的贡献很大，提供了对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，而且公司的违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。但政府在付出一定努力和成本的情况下是可以取代公司的。

五、增信措施分析

保证担保人

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

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

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

江西信担成立于2008年11月，初始注册资本20.00亿元，是由江西省行政事业资产集团有限公司（以下简称“江西行政事业资产集团”）发起组建的省级国有担保机构。2018年8月，江西省行政事业单位资产管理中心将所持江西信担0.01%股权及其全资子公司江西行政事业资产集团所持公司50.00%股权无偿划转给江西省金融控股集团有限公司（以下简称“江西金控集团”）。2020年7月，江西行政事业资产集团将所持江西信担49.99%股权无偿划转至江西金控集团。2021年3月，江西信担名称变更为现名。2021年，江西金控集团陆续注入江西信担资本金合计4.85亿元以及江西省普惠融资担保有限公司（以下简称“普惠担保公司”）100%股权（增加资本金额6.3亿元）；同时以未分配利润转增股本3.20亿元。截至2021年末，江西信担注册资本和实收资本均增至34.35亿元。2022年5月，江西信担陆续收到江西金控集团、景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司等十三家股东分别以货币资金出资的各股东缴纳的合计15.65亿元增资款。增资完成后，江西信担注册资本和实收资本均为50.00亿元。截至2022年末，江西信担注册资本和实收资本仍均为50.00亿元；控股股东为江西金控集团（持股比例为72.70%），实际控制人为江西省人民政府。

表16 2022年5月江西信担增资情况（单位：万元）

股东名称	增资前		增资额	增资后	
	出资额	持股比例		出资额	持股比例
江西省金融控股集团有限公司	343,499.70	100.00%	20,000.00	363,499.70	72.70%
景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司	-	-	30,000.00	30,000.00	6.00%
景德镇市城市建设投资集团有限责任公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
抚州市临川区城市发展投资集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
抚州市临川区工业与科技创新投资发展有限责任公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
抚州市东乡区城市投资发展有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
万载投资发展集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
江西省芦溪城市发展投资集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
江西赣江中医药科创城建设投资集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%

龙南建设投资控股集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
瑞昌市国有投资控股集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
上饶市广信投资集团有限公司	-	-	10,000.00	10,000.00	2.00%
于都县城市资本投资管理有限公司	-	-	6,500.30	6,500.30	1.30%
合计	343,499.70	100.00%	156,500.30	500,000.00	100.00%

资料来源：江西信担提供，中证鹏元整理

江西信担是江西省省级国有融资担保机构，主要在江西省内从事间接融资担保、直接融资担保、非融资担保以及自有资金投资等业务。担保业务收入和利息净收入为江西信担两类主要收入来源，2022年以来随着担保业务规模的上升，江西信担担保业务收入同比增长82.36%至3.46亿元，是带动当年营业收入同比增长59.87%的主要原因，此外受益于增资的完成，2022年利息净收入和投资收益规模同比均有不同程度的增长，对收入规模的提升形成了一定帮助。

表17 江西信担营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
担保业务收入	34,628.08	18,988.62	11,448.07
减：提取未到期责任准备金	(3,524.94)	(2,488.69)	(1,264.61)
利息净收入	17,706.84	13,905.09	11,459.10
投资收益	2,726.67	1,170.87	469.13
其他收入	2,891.86	2,469.17	1,863.42
合计	54,428.52	34,045.08	23,975.12

注：其他收入主要为资产处置收益、政府补贴收入等。

资料来源：江西信担 2020-2022 年审计报告及江西信担提供，中证鹏元整理

江西信担下设96家分公司、5家直属分支机构、1家专门从事普惠担保的全资子公司，分支机构网络覆盖江西省全省，有利于业务拓展。近年江西信担坚持聚焦融资担保主业，债券担保业务规模大幅增加，2022年由于江西信担开展了大量电子保函业务，带动当年担保业务发生规模同比大幅增长。2022年，江西信担当期担保发生额为1,996.38亿元，同比增长448.20%；当期解除担保额为1,943.05亿元，同比增长572.50%。截至2022年末，江西信担的担保余额为241.41亿元，同比增长28.35%。

表18 江西信担担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
当期担保发生额	1,996.38	364.17	111.43
当期解除担保额	1,943.05	288.93	79.81
期末担保余额	241.41	188.09	112.60
其中：融资担保余额	188.09	151.16	100.02
间接融资担保余额	70.82	91.27	87.83
直接融资担保余额	117.27	59.89	12.19
再担保余额	0.25	0.25	0.00

非融资担保余额	53.07	36.68	12.58
---------	-------	-------	-------

资料来源：江西信担提供，中证鹏元整理

江西信担于2017年开始在江西省内开展直接融资担保业务，担保方式包括分保和直接担保。目前直接融资分保业务的合作担保机构主要为中合中小企业融资担保股份有限公司和重庆兴农融资担保集团有限公司，分保债券品种均为企业债券，发行人主体信用级别主要集中于AA级。直接融资直保业务方面，江西信担重点拓展的债券品种为城投债。江西信担项目来源主要为银行投行部、券商等中介服务机构推荐，近年来江西信担大力发展直接融资担保业务，业务规模快速上升。截至2022年末，江西信担直接融资担保余额为117.27亿元，同比增长95.81%，其中81.24%为江西省内项目；其中直保项目和分保项目担保余额分别为105.64亿元和11.63亿元。随着直接融资担保业务的拓展和落地，未来江西信担直接融资担保业务规模有望进一步扩大。

江西信担间接融资担保业务主要为流贷担保和项目贷担保，主要客户为中小微民营企业和城投类企业，业务拓展渠道主要为江西信担自主拓展以及银行推荐。2022年以来，出于风险角度考虑，江西信担主动压降了部分大额间接融资担保项目规模，导致当年末间接融资担保余额同比有所下降。截至2022年末，江西信担间接融资担保余额为70.82亿元，较2021年末下降了22.41%，其中流贷担保和项目贷担保余额分别为40.37亿元和25.88亿元。

普惠担保业务方面，2021年江西金控集团将普惠担保公司划入江西信担作为股权出资，江西信担围绕普惠金融担保方向加大投入力度。2021年普惠担保公司陆续推出民生加成贷等18个普惠金融产品。截至2022年末，普惠担保公司在保余额为22.64亿元。普惠担保公司已纳入江西省政府性融资担保体系，并与江西省融资担保集团有限责任公司（以下简称“江西融担”）签订了再担保合同，江西融担按照原担保业务融资本金的40%，分担普惠担保公司再担保或原担保业务责任。

江西信担非融资担保业务包括投标保函业务、商品房预售资金监管保函业务、诉讼保全担保业务、履约保函业务、工程款支付保函以及农民工工资保函，项目来源包括业务人员自主拓展和银行推荐。近年江西信担非融资担保业务规模大幅提升，截至2022年末，江西信担非融资担保余额为53.07亿元，同比增长44.68%；其中履约保函余额36.21亿元，商品房预售资金监管保函余额为9.57亿元。

从客户集中度来看，截至2022年末江西信担第一大客户担保余额为8.00亿元，与同期末权益总额的比例为15.09%；前十大客户担保余额合计为51.30亿元，与同期末权益总额的比例为96.75%。行业分布上，截至2022年末，江西信担担保业务第一大行业为租赁和商务服务业，该行业担保余额为116.94亿元，与期末权益总额的比例为220.56%。江西信担担保业务客户和行业集中度较高，存在一定的行业和客户集中度风险；同时发债担保在保项目存续期限较长，对代偿风险的有效控制提出了更高要求。

代偿方面，江西信担代偿项目主要为中小企业贷款担保项目。近年江西信担担保业务质量有所提升，当期担保代偿率持续下降。2020-2022年，江西信担当期担保代偿额分别为2,182.13万元、6,058.41万元

和3,395.40万元，当期担保代偿率分别为0.27%、0.21%以及0.02%；期末累计担保代偿率分别为1.07%、0.98%和0.27%，担保代偿表现维持在较好水平。近年江西信担提高保前准入风控要求，以实现风险管理关口前移、源头控制，加强保中审查，以提高审批条线的专业性与独立性，注重保后管理，同时加强风险预警，以不断强化全面风险管理，代偿回收情况有所改善。2020-2022年末江西信担累计代偿回收率分别为53.33%、54.49%和54.63%。在宏观经济下行压力的背景下，中小企业经营压力上升，需持续关注江西信担在保项目的风险情况和代偿回收情况。

资产结构方面，随着股东权益的不断增加，近年江西信担资产规模稳步增长。截至2022年末资产总额为67.99亿元，同比增长39.72%。江西信担资产主要由货币资金、存出保证金和委托贷款组成。截至2022年末，江西信担货币资金为22.92亿元，占总资产的比例为33.71%；其中受限货币资金为0.70亿元，全部为保函保证金。近年江西信担应收代偿款规模有所上升，截至2022年末其账面价值为4.38亿元，同比增长8.68%，但在资产总额中的占比仍较低。2018年江西信担开始开展委托贷款业务，业务规模持续增长。截至2022年末，江西信担委托贷款余额为15.31亿元，部分委贷客户已出现债务违约，在宏观经济下行等因素的影响下，需关注委贷资产信用风险。江西信担自2021年开始开展债权投资，截至2022年末共7笔投资，账面价值合计5.54亿元。从三级资产占比情况来看，截至2022年末，江西信担I级资产、II级资产和III级资产分别占资产总额扣除应收代偿款后的64.50%、8.75%和26.60%，符合监管要求。

截至2022年末，江西信担负债总额为14.96亿元，同比增长22.72%，主要由存入保证金和担保赔偿准备金构成。江西信担净资产规模大幅上升，截至2022年末所有者权益合计53.02亿元，同比增长45.38%，主要系当年内完成较大规模增资所致。截至2022年末，江西信担融资担保责任余额放大倍数为3.11倍，放大倍数较低，未来业务发展空间较大。

2022年江西信担实现营业收入5.80亿元，同比增长70.59%，主要系担保业务规模增长导致的担保业务收入上升以及投资回报规模上升所致。2022年江西信担手续费支出为1.27亿元，同比增加了260.19%。2022年融资担保业务规模的大幅增加导致当期提取赔偿准备金增多。综合影响下，近年江西信担营业支出规模逐步上升，2020-2022年分别为1.13亿元、1.90亿元和4.01亿元。2022年，江西信担净资产收益率为3.19%，受增资影响资本回报水平有所摊薄和下降。

表19 江西信担主要财务数据及指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	67.99	48.66	33.35
货币资金	22.92	14.31	8.60
应收代偿款	4.38	4.03	3.62
所有者权益合计	53.02	36.47	24.02
营业总收入	5.80	3.40	2.40
净利润	1.43	1.13	0.84
净资产收益率	3.19%	3.73%	3.63%

累计担保代偿率	0.27%	0.98%	1.07%
累计代偿回收率	54.63%	54.49%	53.33%
拨备覆盖率	200.98%	175.51%	156.64%

资料来源：江西信担 2020-2022 年审计报告及江西信担提供，中证鹏元整理

江西信担股东实力强，在资金、业务开展等方面为江西信担提供有力支持。目前江西信担控股股东为江西金控集团，其持股比例为72.70%，实际控制人为江西省人民政府。江西金控集团成立于2013年6月，注册资本为30亿元，控股股东为江西省财政资产中心。江西金控集团控股参股的金融和类金融机构较多，其中控股金融类机构包括资产管理、融资租赁、期货和担保公司，参股金融类机构包括银行、信托、财产保险等。截至2022年末，江西金控集团资产总额为604.93亿元，所有者权益为235.83亿元；2022年实现营业收入85.65亿元，净利润7.44亿元。江西信担与江西金控集团各类金融业务具备一定的业务协同效应。2022年5月，江西金控集团等十三家股东合计对江西信担增资15.65亿元。

综上，江西信担是江西省省级国有担保公司，股东实力强，在资金、业务开展等方面为江西信担提供有力支持；受益于增资以及股权注入，2022年以来江西信担资本实力大幅增强；江西信担分支机构覆盖江西省主要市县，与银行建立了良好的合作关系；近年来江西信担业务快速发展，营业收入持续增长，资产整体流动性好。同时中证鹏元也关注到，江西信担担保业务存在一定的行业和客户集中度风险，在保项目的风险情况需持续关注，委托贷款规模较大且增长较快，部分客户出现债务违约，需关注其风险等因素。

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

资产抵押担保

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

1、资产抵押概况

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

2、抵押相关法律手续及抵押资产的监管

根据公司与国盛证券有限责任公司（债券债权人）签订的《2021年进贤城市建设投资发展集团有限公司棚改安置房项目收益债国有土地使用权抵押合同》（以下简称“土地抵押合同”），公司以其持

有的3宗土地使用权抵押给“22进贤发展债02/22进贤02”持有人，为其履行“22进贤发展债02/22进贤02”还本付息义务提供抵押担保；公司应在“22进贤发展债02/22进贤02”发行后三十个工作日内完成抵押资产的抵押登记手续，申领抵押凭证后2个工作日内将该抵押凭证交付给债券债权人代理人保管。土地抵押合同担保的抵押担保范围除包括主债权（全部已发行的“22进贤发展债02/22进贤02”的本金），还及于由此产生的利息（本合同所指利息包括利息、罚息和复利），以及违约金、损害赔偿金、手续费、保险费及其他为签订或履行本合同而发生的费用、以及抵押权人实现担保权利和债权所产生的费用（包括但不限于处置费用、税费、诉讼费用、拍卖费、执行费、律师费、差旅费）。抵押资产设定抵押的期限为“22进贤发展债02/22进贤02”存续期间及存续期间届满后24个月。

在“22进贤发展债02/22进贤02”存续期间，抵押资产监管人有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的，公司应当聘请经抵押资产监管人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。抵押资产已经发生重大毁损、抵押资产市场价值发生显著贬值以及其他导致抵押资产价值发生显著贬值的情形可以构成合理的理由。如发生抵押资产监管人有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的情形且公司拒绝聘请债券债权人认可的具备相应资质的资产评估机构出具资产评估报告时，抵押资产监管人可以自行聘请有资格的资产评估机构对抵押物的价值予以核查、验证。

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

综上所述，评估总价为67,679.19万元的土地使用权抵押担保的增信方式有效提升了“22进贤发展债02/22进贤02”的信用水平。但中证鹏元关注到，此次公司抵押的土地使用权资产规模相对较大，能否集中变现及变现金额具有一定的不确定性，且存在一定的集中处置风险。截至2022年末，公司未对抵押土地重新进行评估。

表20 跟踪期内公司抵押资产情况（单位：平方米、万元）

抵/质押资产名称	位置	用途	面积	评估价值	2022 年末账面价值
赣（2020）进贤县不动产权第 0003773 号	进贤县凤岭路以西、青阳大道以北	城镇住宅用地	23,481.49	15,913.41	2,976.91
赣（2020）进贤县不动产权第 0005004 号	进贤县凤岭路以西、青阳大道以北	城镇住宅用地	51,221.83	34,549.12	6,481.89
赣（2020）进贤县不动产权第 0003776 号	进贤县民和镇中山大道以西	城镇住宅用地	25,412.05	17,216.66	3,234.58
合计	-	-	100,115.37	67,679.19	12,693.39

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、结论

近年依托于医疗器械、绿色建筑两大主导产业集群，进贤县GDP及一般公共预算收入均稳步增长。而公司为进贤县重要的基础设施建设主体，目前储备了较大规模的基础设施建设项目及房地产项目，预计未来业务持续性较好，但目前房地产行情低迷、政府土拍收入减少等均给代建项目结算和房地产项目出清带来压力。2022年受银行借款到期影响，公司债务规模有所收缩，但考虑到公司在建项目后续资本开支规模较大，预期公司未来对外融资力度仍较大，现金短期债务比、EBITDA利息保障倍数等偿债指标将继续弱化。此外还需关注公司大规模土地已抵押导致的土地变现障碍和大规模对外担保带来的或有负债风险。整体来看，公司抗风险能力尚可。

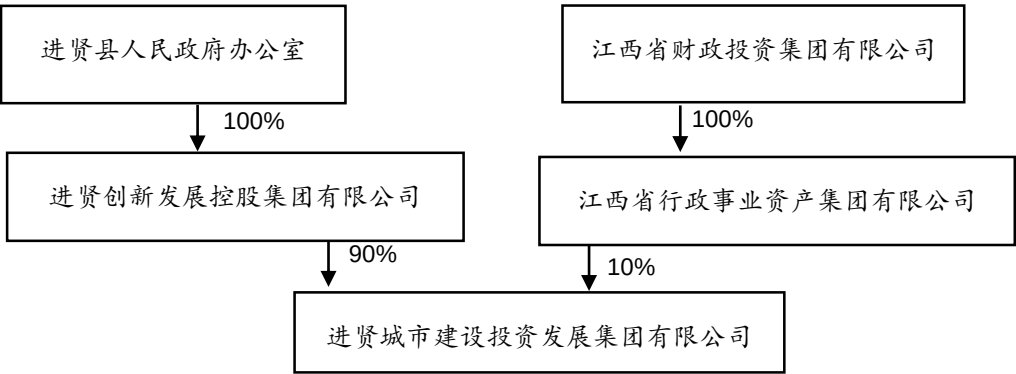
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“22进贤发展债01/22进贤01”信用等级为AAA，维持“22进贤发展债02/22进贤02”信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	4.25	10.97	12.97
其他应收款	31.79	43.54	39.29
存货	91.01	74.71	68.45
流动资产合计	136.07	140.68	132.08
固定资产	2.20	2.27	2.36
在建工程	0.60	0.14	0.08
非流动资产合计	3.18	9.86	9.49
资产总计	139.24	150.55	141.56
短期借款	1.05	5.60	8.84
应付账款	1.19	0.02	0.52
其他应付款	15.83	10.53	9.35
一年内到期的非流动负债	15.89	11.92	8.28
流动负债合计	38.29	34.84	31.50
长期借款	25.44	46.81	39.35
应付债券	10.28	4.73	7.10
长期应付款	4.60	6.30	7.02
非流动负债合计	41.72	58.57	54.18
负债合计	80.01	93.41	85.69
其中：短期债务	16.94	17.51	17.12
总债务	57.26	75.35	70.59
所有者权益	59.23	57.14	55.88
营业收入	7.25	8.97	6.85
营业利润	1.69	1.42	1.22
其他收益	1.30	1.01	0.90
利润总额	1.70	1.41	1.23
经营活动产生的现金流量净额	-3.84	0.56	2.30
投资活动产生的现金流量净额	-0.50	-0.10	-0.10
筹资活动产生的现金流量净额	-2.38	-2.66	8.65
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	14.00%	13.69%	11.51%
资产负债率	57.46%	62.05%	60.53%
短期债务/总债务	29.58%	23.24%	24.26%
现金短期债务比	0.25	0.63	0.76
EBITDA（亿元）	1.95	1.91	1.49
EBITDA 利息保障倍数	0.38	0.36	0.40

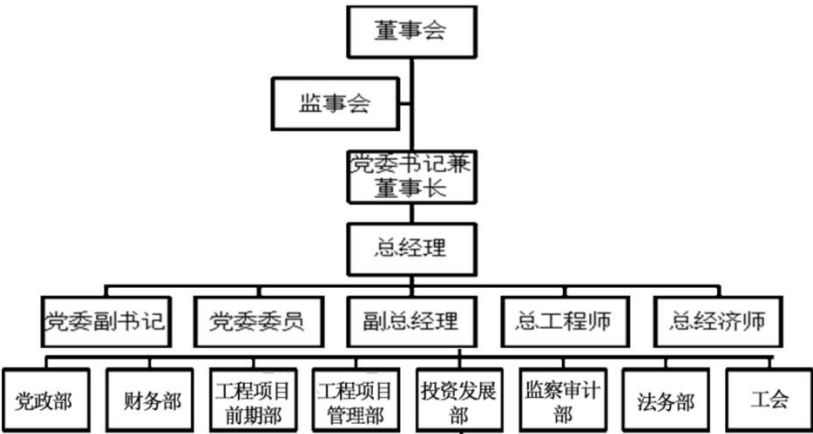
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

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

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

四、展望符号及定义

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