

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0536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

信评委主任

二〇二四年六月二十七日

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2024年6月27日至2025年6月26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
2024年6月27日

定南城建投资集团有限公司主体及
“19 定南债/PR 定南债” 2024 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	2024/6/27	AA-/稳定	崔云鹭	马霁竹

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重	得分
19 定南债/PR 定南债	AAA	AAA	经营风险	区域环境	100.0%	41.8
				业务运营	100.0%	44.0
			财务风险	盈利与获现能力	45.0%	23.8
				债务负担	20.0%	9.0
				债务保障程度	35.0%	14.3

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。

调整因素

无

个体信用状况（BCA）

bbb+

评级模型结果

AA-

外部支持调整级

4

注：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

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，继续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，面临较大的短期偿付压力，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

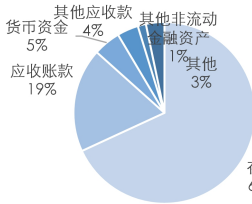
项目	定南城建投资集团有限公司	嘉禾铸都发展集团有限公司	崇仁县城市建设投资发展有限公司	芦溪县城市建设投资发展有限公司	沅陵辰州投资集团有限公司
地区	赣州市定南县	郴州市嘉禾县	抚州市崇仁县	萍乡市芦溪县	怀化市沅陵县
GDP 总量（亿元）	110.05	156.92	164.60	142.10	202.49
人均 GDP（元）	52280*	-	56000	54598	40493
一般公共预算收入（亿元）	10.05	10.35	8.57	13.01	14.14
政府性基金收入（亿元）	11.82	10.62	17.31	18.84	8.48
地方政府债务余额（亿元）	60.96	61.84	55.23	59.46	69.66
资产总额（亿元）	94.30	221.56	122.76	136.48	150.51
所有者权益（亿元）	41.36	137.27	75.19	72.07	55.75
营业收入（亿元）	7.29	11.00	6.12	11.28	8.71
净利润（亿元）	1.42	0.93	0.90	2.00	1.09
资产负债率（%）	56.14	38.04	38.76	47.19	62.96

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 2023 年，标“*”数据为估算值（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

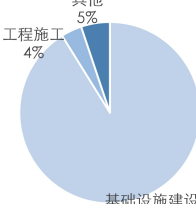
主要指标及依据

公司资产构成（2023年）



资产类别	占比
存货	68%
应收账款	19%
货币资金	5%
其他非流动资产	1%
其他	3%
其他应收款	4%

公司营业收入构成（2023年）



收入类别	占比
基础设施建设	91%
工程施工	4%
其他	5%

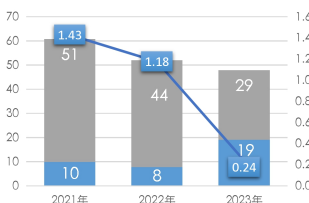
公司财务指标（单位：亿元、%）

	2021 年	2022 年	2023 年
资产总额	113.77	96.48	94.30
所有者权益	44.09	39.95	41.36
营业收入	2.91	8.26	7.29
净利润	0.73	1.33	1.42
全部债务	60.78	51.96	47.91
资产负债率	61.24	58.60	56.14
全部债务资本化比率	57.96	56.53	53.67

地区经济及财政（单位：亿元、%）

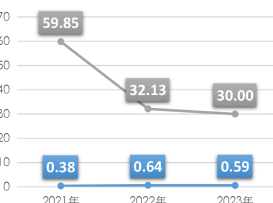
	2021 年	2022 年	2023 年
地区	定南县		
GDP 总量	97.76	108.53	110.05
人均 GDP（元）	44578*	51583*	52280*
一般公共预算收入	8.93	9.20	10.05
政府性基金收入	15.60	8.50	11.82
财政自给率	25.40	26.14	29.27

公司债务构成（单位：亿元、倍）



年份	短期有息债务 (亿元)	长期有息债务 (亿元)	货币资金短债比
2021 年	10	51	1.43
2022 年	8	44	1.18
2023 年	19	29	0.24

公司偿债指标（单位：倍）



年份	EBITDA利息倍数	全部债务/EBITDA
2021 年	0.38	59.85
2022 年	0.64	32.13
2023 年	0.59	30.00

- 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继续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；
 - 公司短期有息债务规模及占比快速增加，面临较大的短期偿付压力；
 - 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，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（RTFU002202404）》

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）	2023/06/07	马霁竹、崔云鹭	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202208）》	阅读原文
AA-/稳定	AAA（19 定南债/PR 定南债）	2018/09/13	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	2023/06/07	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建投资有限责任公司（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 2023 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 2023 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。2023 年，公司新增 1 家，为定南县国富投资有限公司；注销 1 家直接控股子公司，为定南模具城开发经营有限公司。

图表 2 截至 2023 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	子公司简称	注册资本	持股比例	取得方式
定南县城建投资有限责任公司	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
定南县城建工程有限公司	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	5000.00	100.00	投资设立

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。

定南县鸿发建筑材料检测有限公司	鸿发建材检测	180.00	100.00	政府注入
定南县国富投资有限公司	国富投资	5000.00	100.00	投资设立

资料来源：公司提供，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，“19 定南债/PR 定南债”到期本金及利息均已按期偿付，余额为 2.20 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 2023 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

城投行业政策重心转向系统性化债新阶段，城投债融资逐步趋严，发行结构性分化特征进一步加剧，新增融资将更多向强区域、强主体倾斜

2023 年以来，城投行业政策在坚守严禁新增隐性债务的底线不变前提下，重心逐步转向以“一揽子化债”为主的系统性化解债务新阶段。国家及地方层面为有序降低高负债地区风险水平，采取了包括发行特殊再融资券、债务展期重组及专项债券管理强化等措施。2023 年城投债全年发行有所回升、净融资小幅增长，但四季度以来受特殊再融资债券置换及新增融资审批趋严等影响净融资明显收缩，且发行结构性分化特征进一步加剧，新增融资更多向强区域、强主体倾斜。

2024 年预计“一揽子化债”与监管政策收紧仍是主基调，城投债市场将仍以稳控为主线，融资端表现可能趋于收紧，发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投行业信用风险总体可控但分化加剧，市场化转型成必然趋势，应深耕区域特色，谋求稳健发展

2024 年，随着“一揽子化债”措施继续落地，地方债务风险逐步缓释，城投行业信用风险总体可控，预计城投公司公募债违约的概率依然很低。但隐性债务控制与化解压力、土地市场疲软、融资难度增加以及到期债务高峰等因素，共同推高了部分城投公司的信用风险，尤其是尾部企业面临更大的偿债挑战。

当前环境下，市场化转型已成为城投公司的必由之路，以适应监管政策变迁、市场调整及经济增长方式的转变。一方面，“一揽子化债”政策的推行有效地缓解了地方债务危机，城投公司得以暂时解决流动性紧张的问题，进而腾出资源和精力专注于自身的战略转型。另一方面，在融资政策的持续收紧以及宏观经济向高质量发展阶段转变的背景下，城投公司面临的不仅是化解债务的紧迫任务，更是发展模式的根本转型。与此同时，城投公司转型应依托城市、赋能城市，充分考虑所在区域的发展阶段和产业特点，避免非理性扩张带来的经营风险。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入和毛利润仍主要来自于基础设施建设业务，营业收入和毛利润均略有下降，毛利率有所增长

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；2023 年公司未开发房地产项目故未产生房产销售收入；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。近年来，基础设施建设业务毛利率保持稳定；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；2023 年随着工程施工业务毛利率的回升公司综合毛利率有所增长。

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	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	2.91	100.00	8.26	100.00	7.29	100.00
基础设施建设	1.25	42.76	7.73	93.60	6.65	91.14
工程施工	0.52	17.97	0.09	1.03	0.27	3.71
房产销售	0.57	19.48	0.14	1.71	-	-
其他业务	0.58	19.78	0.30	3.66	0.38	5.15
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
	合计					
合计	0.48	16.49	1.07	12.98	0.98	13.47
基础设施建设	0.16	13.04	1.01	13.04	0.87	13.04
工程施工	0.04	6.76	0.0032	3.73	0.03	9.76
房产销售	0.05	8.03	0.01	3.78	-	-
其他业务	0.24	41.14	0.05	18.18	0.09	23.63

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

基础设施建设

跟踪期内，公司继续从事定南县范围内的基础设施建设，业务仍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。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、

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。

监理、施工、设备采购、工程预算等工作，并与专业工作单位签订施工、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。

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。

2021 年~2023 年，公司基础设施建设业务收入分别为 1.25 亿元、7.73 亿元和 6.65 亿元，毛利润分别为 0.16 亿元、1.01 亿元和 0.87 亿元，毛利率均为 13.04%。

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 2023 年末，公司在建的基础设施项目包括赣粤（定南）应急管理职业技术学院（实训基地、项目产教融合及培训中心、鉴定站）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 4.59 亿元，已完成投资 2.59 亿元，尚需投资 2.00 亿元。同期末，公司拟建基础设施项目为定南通用机场建设项目和定南中学北校区建设项目，计划总投资 5.65 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 2023 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：				
赣粤（定南）应急管理职业技术学院（实训基地、项目产教融合及培训中心、鉴定站）	委托代建	2.22	0.98	1.24
城北新区旅游景区基础设施建设项目	委托代建	1.85	1.34	0.51
城北新区路网建设工程	委托代建	0.52	0.27	0.25
合计	-	4.59	2.59	2.00
拟建项目：				
定南通用机场建设项目	委托代建	4.00	-	4.00
定南中学北校区建设项目	委托代建	1.65	-	1.65
合计	-	5.65	-	5.65

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

跟踪期内，公司从事的工程施工业务继续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。富衡建工拥有公路工程施工总承包二级、市政公用工程施工总承包二级、建筑工程施工总承包二级、钢结构工程专业承包二级及环保工程专业承包二级资质。

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。2021 年~2023 年，公司分别实现工程施工业务收入 5237.52 万元、851.19 万元和 2708.53 万元，2022 年公司受业务量减少的影响收入大幅下降，2023 年该业务收入恢复增长；毛利润分别为 353.83 万元、31.74 万元和 264.43 万元；毛利率分别为 6.76%、3.73%和 9.76%。

截至 2023 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）等，合同金额为 2.53 亿元，累计已投资 2.35 亿元，尚需投资 0.18 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 2023 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）	9209.04	8288.10	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）EPC（设计、采购、施工）	8777.86	8075.00	92
定南县临港产业园标准厂房及基础设施建设项目二期一标段工程（EPC）设计施工总承包	7345.83	7162.19	97
合计	25332.73	23525.29	-

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 2022 年末无变化；公司唯一股东仍为定南发投，实际控制人仍为定南县人民政府。

跟踪期内，公司部门设置调整为综合行政办、资产运营部、项目管理部三个部门。除此之外，公司在治理结构等方面未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2021 年~2023 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 2021 年~2023 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。跟踪期内，公司未更换审计机构。

截至 2023 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共 10 家（详见图表 1）。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”）和定南县迎宾馆有限公司，以及注销的定南县卫家白蚁防治有限公司。2023 年，公司新增 1 家，为国富投资；注销 1 家直接控股子公司，为定南模具城开发经营有限公司。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额小幅下降，仍以流动资产为主，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，公司资产总额逐年下降，资产结构以流动资产为主。2021 年末~2023 年末，公司流动资产占资产总额的比重分别为 96.27%、96.04%和 95.89%，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，近年来持续下降，主要系划出子公司、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，近年持续增长，公司未计提坏账准备。公司其他应收款主要为往来款和借款，近年来有所波动；截至 2023 年末，合计计提坏账准备 0.62 亿元。同期末，公司其他应收款前五名分别为园区开发公司（1.66 亿元，往来款）、农科投资（1.53 亿元，往来款）、定南县含湖林场（0.14 亿元，借款）、江西省思哲实业有限公司（民营企业，0.13 亿元，借款）和定南县云台山生态林场（0.13 亿元，借款），合计占比 52.91%；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。2023 年末，公司存货中基础设施建设成本为 35.17 亿元，为公司棚户区改造、赣州城投农村基础设施提升项目、定南县电子信息产业园标准厂房及配套基础设施项目等项目的投资成本；土地资产为 18.48 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，其中 4 块土地使用权暂未办证。

图表 6 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
资产总计	113.77	96.48	94.30
流动资产合计	109.52	92.66	90.43
货币资金	14.22	9.20	4.57
应收账款	11.69	14.14	17.47
其他应收款	2.45	8.40	3.57
存货	80.20	60.46	64.23
非流动资产合计	4.25	3.82	3.87
其他非流动金融资产	1.37	1.37	1.37
固定资产	1.49	0.85	0.83
在建工程	0.23	0.22	0.30
其他非流动资产	0.22	0.46	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。2023 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，2023 年末主要为渣土场建设和东江源大道加油站项目。2023 年末，公司其他非流动资产为预付购买加油站土地款。

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。

2023 年末，公司受限资产合计为 15.73 亿元，占总资产的比重为 16.69%，包括用于抵押的存货 15.45 亿元和用于应付票据质押的货币资金 0.28 亿元。

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，主要由资本公积和未分配利润构成

2021 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。2022 年末，资本公积下降系划出子公司所致。2021 年以来，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	2021 年末	2022 年末	2023 年末
所有者权益	44.09	39.95	41.36
实收资本	2.50	2.50	2.50
资本公积	30.00	24.52	24.52
未分配利润	10.81	12.01	13.30

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债规模有所下降，流动负债占比有所提升

2021 年以来，公司负债总额逐年下降，流动负债占比整体有所提升。2021 年末~2023 年末，公司流动负债占负债总额的比重分别为 28.59%、28.12%和 45.41%。

2021 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。其他应付款持续下降；2023 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 3.50 亿元、赣州城市投资控股集团有限责任公司的保交楼借款（0.30 亿元）、中国水利水电第九工程局有限公司定南分公司的工程款（0.12 亿元）和定南县城市投资运营管理中心往来款（0.12 亿元）；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，2023 年末包括一年内到期的长期借款及利息 4.80 亿元和一年内到期的应付债券及利息 9.42 亿元。

图表 8 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
负债合计	69.67	56.53	52.94
流动负债合计	19.92	15.90	24.04
应交税费	2.59	3.02	3.13
其他应付款	9.04	4.99	4.51
一年内到期的非流动负债	6.27	5.04	14.22
非流动负债合计	49.75	40.64	28.90
长期借款	34.02	27.07	24.43
应付债券	13.40	11.22	2.14
其他非流动负债	2.34	2.34	2.33

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

2021年以来，公司非流动负债持续大幅下降，由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。2023年末，公司长期借款主要包括保证借款12.08亿元（含一年内到期）、混合借款9.37亿元（含一年内到期）和信用借款5.93亿元（含一年内到期），借款银行主要包括中国农业发展银行、中国农业银行、中国建设银行、中国工商银行、赣州银行和九江银行等，借款利率在1.20%~7.98%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”，大幅下降主要系一年内到期部分转入一年内到期非流动负债科目所致；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0.93亿元。

跟踪期内，公司全部债务略有下降，但短期有息债务规模及占比快速增加，公司面临较大的短期偿付压力

2021年以来，公司全部债务规模逐年下降，主要来自银行借款、应付债券、非金融机构借款。公司短期有息债务规模及占比总体增加，2023年末，公司短期有息债务占全部债务的比重为39.69%，面临较大的短期偿付压力。近年来，公司资产负债率逐年下降，处于行业中等水平。

图表9 公司全部债务及负债率情况（单位：亿元、%）

项目	2021年末	2022年末	2023年末
全部债务	60.78	51.96	47.91
短期有息债务	9.96	7.83	19.02
长期有息债务	50.83	44.13	28.90
资产负债率	61.24	58.60	56.14

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2023年末，公司对外担保余额为15.59亿元，担保比率37.70%，担保方式为保证担保，担保对象为定南水利发投、农科投资、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”）、定南县自来水公司、定南县城市公共交通有限公司、定南县历市赤岭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、定南县老城河田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。公司对外担保规模较大，但担保对象均为事业单位和国有企业，公司整体对外担保代偿风险可控。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，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。公司期间费用以财务费用和管理费用为主。公司利润总额有所波动，净利润保持增长。公司利润总额对财政补贴存在一定的依赖。近年来，公司总资产收益率、净资产收益率保持增长，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	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	2.91	8.26	7.29
营业利润率	1.52	10.22	12.22
期间费用	0.44	0.15	0.24
期间费用/营业收入	15.18	1.86	3.25
利润总额	0.72	1.52	1.49
其中：财政补贴	1.30	0.96	0.99
净利润	0.73	1.33	1.42
总资本收益率	0.91	1.52	1.67
净资产收益率	1.65	3.33	3.42

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，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，现金收入比率持续下降，主营业务回款能力有所减弱；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出转为净流入，但易受波动性较大的往来款、项目回款等影响而缺乏稳定性。

2021 年~2023 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。公司投资活动净现金流小幅波动，整体规模较小。

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。公司筹资活动现金流由净流入转为净流出。

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	2021 年	2022 年	2023 年
经营活动现金流入	15.60	12.75	15.08
现金收入比率（%）	141.43	79.86	61.98
经营活动现金流出	21.41	18.11	13.39
经营活动净现金流	-5.80	-5.36	1.68
投资活动现金流入	0.04	0.87	0.02
投资活动现金流出	1.46	0.75	0.08
投资活动净现金流	-1.42	0.12	-0.06
筹资活动现金流入	14.98	12.91	5.19
筹资活动现金流出	8.31	12.45	10.97
筹资活动净现金流	6.67	0.47	-5.78
现金及现金等价物净增加额	-0.55	-4.77	-4.16

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一般

从短期偿债能力来看，2021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；现金比率持续下降至较低水平。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持续减弱。考虑到公司经营性现金流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持续下降；EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度均较弱。

图表 12 公司偿债能力指标情况（单位：%）

指标名称	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
流动比率	549.73	582.83	376.10
速动比率	147.15	202.58	108.95
现金比率	71.38	57.87	19.00
货币资金短债比（倍）	1.43	1.18	0.24
经营现金流动负债比率	-29.13	-33.70	7.00
长期债务资本化比率	53.55	52.49	41.13
全部债务资本化比率	57.96	56.53	53.67
EBITDA 利息倍数（倍）	0.38	0.64	0.59
全部债务/EBITDA（倍）	59.85	32.13	30.00

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

公司 2023 年到期债务规模为 16.16 亿元，计划通过经营性现金流入、新增银行借款和财政拨款等方式偿还到期债务。经营活动所得资金方面，2023 年公司经营性净现金流为 1.68 亿元，但公司经营活动现金流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。间接融资方面，公司具备一定的备用流动性，截至 2023 年末，公司获得多家银行综合授信 34.85 亿元，尚未使用额度 1.10 亿元。直接融资方面，公司储备了企业债券批文额度合计 7.00 亿元，尚未使用额度为 7.00 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一般。

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 2024 年 6 月 5 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

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024年一季度GDP同比增长5.3%，增速高于去年四季度的5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长6.5%，较去年全年增速加快0.6个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度GDP较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度CPI和PPI同比分别为0.0%和-2.7%，名义GDP增速仅为4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度GDP按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以GDP两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度GDP同比有望进一步加快至5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的1万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

区域经济和财政状况

1. 赣州市

跟踪期内，赣州市经济继续快速增长，主导产业发展情况良好，经济实力仍很强

跟踪期内，赣州市地区经济继续快速增长，经济实力仍很强。2023 年，赣州市地区生产总值为 4606.21 亿元，同比增长 5.3%，经济总量仍位居江西省第二位；三次产业结构为 9.9: 39.2: 50.9，第二、三产业是赣州市经济发展的主要力量。2023 年，赣州市 596 个省大中型项目、1852 个“八大行动”项目投资分别完成年度计划的 117.5%和 109%，扩投资取得成效。同期，赣州市工业经济发展态势良好，规上工业企业总数达 2898 家，保持全省第一；现代家居、有色金属和新材料、电子信息、纺织服装产业集群营收分别达 2700 亿元、1800 亿元、1700 亿元、1100 亿元。

赣州市第三产业快速发展，对经济增长的贡献程度很高。旅游业方面，2023 年，赣州市接待旅游总人数 0.99 亿人次，同比增长 19.4%；实现旅游总收入 1060.3 亿元，同比增长 28.7%；大余丫山、南康家居小镇、章贡区郁孤台分别获评国家级旅游度假区、工业旅游示范基地、旅游休闲街区，崇义列入中国体育旅游精品目的地。商贸服务业方面，2023 年，赣州市货物进出口总额为 987.45 亿元，同比增长 8.3%。金融业方面，2023 年末，赣州市金融机构人民币各项存款余额 7845.62 亿元，各项贷款余额 8296.23 亿元，同比分别增长 7.5%和 11.3%。

图表 13 赣州市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	4169.37	9.1	4523.63	5.2	4606.21	5.3
人均地区生产总值（元）	46430	-	50329	-	51245	5.2
三次产业结构	10.3: 39.6: 50.1		10.0: 40.3: 49.7		9.9: 39.2: 50.9	
规模以上工业增加值	-	11.6	-	8.8	-	10.3
第三产业增加值	2089.51	9.8	2250.21	4.5	2345.33	2.8
全社会固定资产投资	-	11.6	-	9.7	-	-1.7
社会消费品零售总额	1987.68	18.0	2100.01	5.7	2223.04	5.9

资料来源：赣州市 2021 年~2023 年国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

2023 年，赣州市一般公共预算收入保持增长，政府性基金收入规模较大，财政实力仍很强

2023 年，赣州市一般公共预算收入同比增长 4.4%。其中，税收收入占比为 62.63%，占比较上年有所上升。同期，赣州市政府性基金收入规模有所增加，但以国有土地使用权出让收入为主的政府性基金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的影响，未来存在一定的不确定性。

2023 年，赣州市一般公共预算支出有所增长，政府性基金支出有所下滑；财政自给率为 29.04%，略有下降，地方财政自给程度仍较低。

图表 14 赣州市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
1 地方财政收入	754.49	599.42	646.31
一般公共预算收入	294.07	305.80	319.59
其中：税收收入	200.07	175.10	200.15
政府性基金收入	460.42	293.62	326.72

图表 14 赣州市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
2 上级补助收入	533.17	-	-
列入一般公共预算的上级补助收入	525.25	-	-
列入政府性基金的上级补助收入	7.92	-	-
财政收入（1+2）	1287.66	-	-
1 地方财政支出	1470.31	1581.07	1647.36
一般公共预算支出	961.09	987.74	1100.67
政府性基金支出	509.22	593.33	546.69
2 上解上级支出	-	-	-
财政支出（1+2）	1470.31	1581.07	1647.36
财政自给率（%）	30.60	30.96	29.04
地方债务限额	1330.10	1733.57	1929.91
地方债务余额	1188.86	1590.69	1902.59
政府负债率（%）	28.51	35.16	41.30
政府债务率（%）	92.33	-	-

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；政府债务率=地方债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）

资料来源：2021 年～2023 年赣州市财政预算执行情况，表中“-”为未获取数据，东方金诚整理

截至 2023 年末，赣州市地方政府债务限额为 1929.91 亿元，地方政府债务余额为 1902.59 亿元，其中一般债务余额为 545.22 亿元，专项债务余额为 1357.37 亿元。债务管控能力方面，赣州市聚焦防范化解政府债务风险，坚持从严从实、高质高效抓好审计整改工作，建立健全监督管理长效机制。

2.定南县

定南县地处江西省南部边陲，与广东山水相连，自古就是赣粤两省的咽喉要地、商贾要道，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 2023 年末，定南县总面积 1321 平方千米；常住人口为 21.05 万人。

资源禀赋方面，定南县矿产资源较为丰富，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，依托电子信息、新材料、智能制造和精细化工等主导产业，近年来工业经济保持增长，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。2021 年～2023 年，定南县地区生产总值分别为 97.76 亿元、108.53 亿元和 110.05 亿元，同比分别增长 8.5%、6.0%和 4.4%。从产业结构来看,2023 年,定南县三次产业结构由 2021 年的 13.30:35.30:51.40 调整为 12.13:36.03: 51.83，第二、三产业是定南县经济发展的主要力量。

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。近年来，明高科技三期、建南科技等项目智

慧车间建成投产，拥有赣悦新材料、龙邦科技、惠亚科技等企业，并持续新增多家国家级专精特新及省级专业化“小巨人”⁵企业；2023年，高新技术企业增加值占比64.76%。

图表 15 定南县主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	97.76	8.5	108.53	6.0	110.05	4.4
人均 GDP（元）	44578*		51583*		52280*	
三次产业结构	13.30: 35.30: 51.40		12.63: 36.15: 51.22		12.13: 36.03: 51.83	
第三产业增加值	50.19	7.3	55.59	-	57.05	1.3
固定资产投资	-	11.0	-	-	-	-
社会消费品零售总额	37.13	17.2	-	-	41.94	6.3

注：2021 年~2023 年人均 GDP 按“GDP/常住人口”估算
资料来源：2021、2023 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。2021 年~2023 年，定南县规模以上工业增加值分别增长 11.5%、9.6%和 9.4%；2023 年，定南县规模以上工业企业达 95 家，实现营收 135.72 亿元，实现利润 9.8 亿元，首位产业集聚度达 85.68%。

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。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%。2023 年，江西供销（定南）冷链物流园开园运营，铁路集装箱吞吐量达 2.86 万标箱。

2021 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，岵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。岵美山·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，首届湾区北生态旅游消费节暨第六届万人徒步节成功举办。黄砂口村入选全国“非遗旅游村寨”和“赣南醉美乡村”。2021 年和 2023 年，定南县分别实现旅游总收入 44.20 亿元和 79.30 亿元。

近年来，定南县一般公共预算收入逐年增长，但财政平衡能力依然较弱

2021 年~2023 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 60.36%、51.63%和 66.43%。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；定南县上级补助收入规模较大，是财政收入的重要来源。

2021 年~2023 年，定南县一般公共预算支出小幅波动；政府性基金支出持续增长。同期，定南县财政自给率逐年增长，但地方财政收支平衡能力较弱。

⁵ 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。

截至 2023 年末,定南县地方政府债务限额为 61.74 亿元;地方政府债务余额为 60.96 亿元。债务管控方面,定南县财政局负责执行政府国内债务管理的方针政策、规章制度和管理办法,并负责编制地方政府债务还本付息计划。中共定南县委十六届五次全体(扩大)会议提出,要严密防范化解风险。

图表 16 定南县财政收支情况(单位:亿元)

项目	2021 年	2022 年	2023 年
1 地方财政收入	24.53	17.70	21.87
一般公共预算收入	8.93	9.20	10.05
其中:税收收入	5.39	4.75	6.68
政府性基金收入	15.60	8.50	11.82
2 上级补助收入	16.57	17.88	17.75
列入一般公共预算的上级补助收入	16.39	17.07	17.36
列入政府性基金的上级补助收入	0.18	0.81	0.39
财政收入(1+2)	41.10	35.58	39.62
1 地方财政支出	50.24	51.58	50.72
一般公共预算支出	35.16	35.20	34.34
政府性基金支出	15.08	16.38	24.73
2 上解上级支出	0.70	0.67	0.65
财政支出(1+2)	50.94	52.25	59.72
财政自给率(%)	25.40	26.14	29.27
地方债务限额	40.93	55.02	61.74
地方债务余额	36.02	50.02	60.96
政府负债率(%)	36.85	46.09	55.39
政府债务率(%)	87.64	140.60	153.84

注:财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出;政府债务率=地方债务余额/(一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入)

资料来源:2021 年~2022 年定南县财政决算情况及 2023 年定南县预算执行情况,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，2021年~2023年，公司分别获得财政补贴资金1.30亿元、0.96亿元和0.99亿元。

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

兴农担保集团为“19定南债/PR定南债”本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销连带责任保证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⁶（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2022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。

兴农担保集团业务主要包含担保业务和资金业务两大板块。截至2022年末，兴农担保集团总资产规模为183.34亿元，净资产为96.37亿元。2022年以来，随着战略转型持续调整，兴农担保集团非融资性担保业务保持高速增长，直接融资担保业务规模和占比逐步降低，加之存款利息收入下滑，导致2022年营业收入下降至12.51亿元，其中已赚保费占比仍然保持在75%以上，是兴农担保集团的主要收入来源。

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兴农资产评估、兴农资产管理以及兴农智能科技子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，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；兴农担保集团投资资产中部分债权资产预计回收难度较大，发生损失风险较高；由于担保业务规模收缩以及投资利息收入下滑，兴农担保集团营业收入有所回落，整体盈利能力较弱。

综上所述，东方金诚评定兴农担保的主体信用等级为AAA，评级展望稳定。兴农担保集团对“19定南债/PR定南债”本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

抗风险能力及结论

⁶2018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。

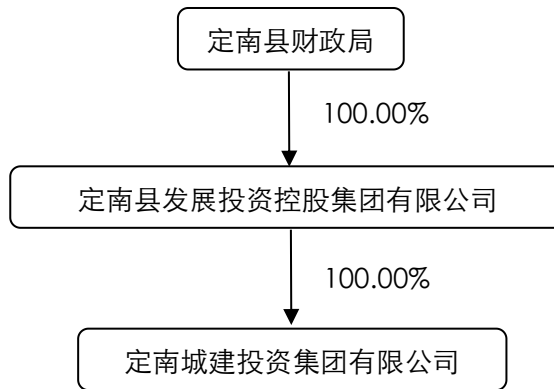
东方金诚认为，公司继续从事定南县范围内的基础设施建设业务，主营业务仍具有很强的区域专营性。同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建基础设施项目尚需投资规模较大，面临一定的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，资产流动性较差；公司短期有息债务规模及占比快速增加，面临较大的短期偿付压力；公司经营性净现金流易受波动性较大的往来款、项目回款等影响而缺乏稳定性，整体现金流状况欠佳。

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继续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。

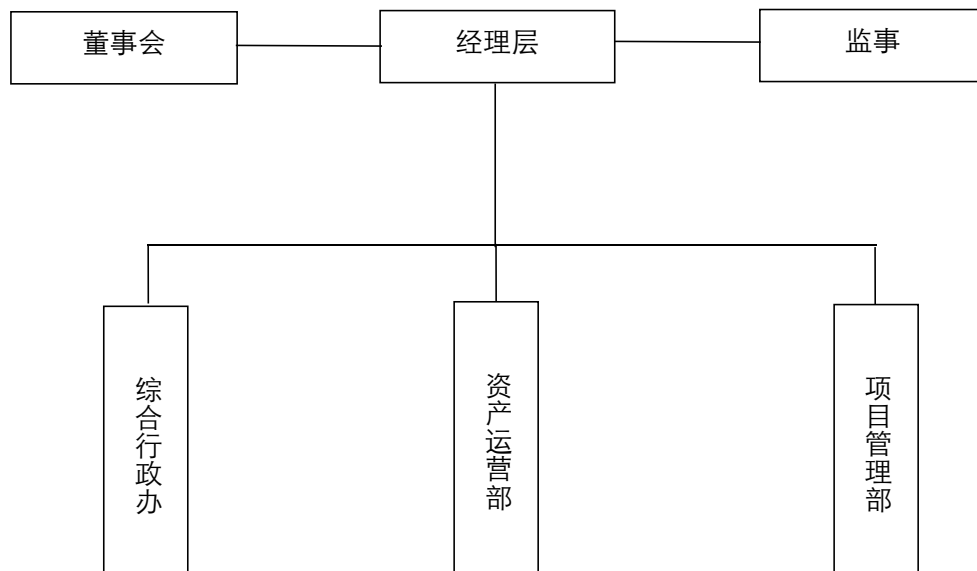
综上所述，公司自身偿债能力一般，实际控制人及相关方对公司的外部支持作用较强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“19 定南债/PR 定南债”到期不能偿还的风险依然极低。

附件一：截至 2023 年末公司股权结构和组织结构图

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	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	113.77	96.48	94.30
存货	80.20	60.46	64.23
货币资金	14.22	9.20	4.57
应收账款	11.69	14.14	17.47
负债总额	69.67	56.53	52.94
长期借款	34.02	27.07	24.43
应付债券	13.40	11.22	2.14
其他应付款	9.04	4.99	4.51
全部债务	60.78	51.96	47.91
其中：短期有息债务	9.96	7.83	19.02
所有者权益	44.09	39.95	41.36
营业收入	2.91	8.26	7.29
净利润	0.73	1.33	1.42
经营活动产生的现金流量净额	-5.80	-5.36	1.68
投资活动产生的现金流量净额	-1.42	0.12	-0.06
筹资活动产生的现金流量净额	6.67	0.47	-5.78
主要财务指标			
营业利润率（%）	1.52	10.22	12.22
总资本收益率（%）	0.91	1.52	1.67
净资产收益率（%）	1.65	3.33	3.42
现金收入比率（%）	141.43	79.86	61.98
资产负债率（%）	61.24	58.60	56.14
长期债务资本化比率（%）	53.55	52.49	41.13
全部债务资本化比率（%）	57.96	56.53	53.67
流动比率（%）	549.73	582.83	376.10
速动比率（%）	147.15	202.58	108.95
现金比率（%）	71.38	57.87	19.00
货币资金短债比（倍）	1.43	1.18	0.24
经营现金流动负债比率（%）	-29.13	-33.70	7.00
EBITDA 利息倍数（倍）	0.38	0.64	0.59
全部债务/EBITDA（倍）	59.85	32.13	30.00

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。