

2018年第一期赣州市南康区城市建设发展集团有限公司双创孵化专项债券、2018年第二期赣州市南康区城市建设发展集团有限公司双创孵化专项债券、2019年赣州市南康区城市建设发展集团有限公司双创孵化专项债券2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2018年第一期赣州市南康区城市建设发展集团有限公司双创孵化专项债券、2018年第二期赣州市南康区城市建设发展集团有限公司双创孵化专项债券、2019年赣州市南康区城市建设发展集团有限公司双创孵化专项债券2024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 |
| PR 南康 01/18 南康债 01 | AA | AA |
| PR 南康 02/18 南康债 02 | AA | AA |
| PR 南康 03/19 南康债 | AA | AA |

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：南康区作为中国实木家居之都，家具产业集群发展较好，经济财政实力居全市前列。赣州市南康区城市建设发展集团有限公司（以下简称“城发集团”或“公司”）作为南康区内主要的城市基础设施建设和国有资产运营主体，业务结构保持多元化，其中代建业务持续性较好，目前待结算规模较大，对公司未来收入形成有效支撑，且持续获得南康区政府的支持。但中证鹏元也关注到，因子公司划出导致公司资产规模明显减少，且资产受限比例较高、较多营运资金被占用，资产流动性较弱；同时，在建项目尚需投资额较大，公司面临较大的资金支出压力，为筹措资金公司持续扩大外部融资规模，杠杆水平高位上升，面临较大的偿债压力，此外，对外担保规模大，存在一定的或有负债风险等风险因素。

评级日期

2024年6月27日

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司代建业务持续性仍较好，且有望持续获得南康区政府较大力度的支持。

联系方式

项目负责人：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：张一鸣
zhangym@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2023 | 2022 | 2021 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 388.24 | 410.23 | 353.04 |
| 所有者权益 | 132.51 | 164.39 | 139.30 |
| 总债务 | 199.82 | 193.71 | 176.42 |
| 资产负债率 | 65.87% | 59.93% | 60.54% |
| 现金短期债务比 | 0.18 | 0.08 | 0.20 |
| 营业收入 | 32.45 | 37.67 | 17.49 |
| 其他收益 | 3.95 | 2.01 | 1.12 |
| 利润总额 | 1.36 | 1.78 | 1.31 |
| 销售毛利率 | 17.46% | 11.50% | 15.64% |
| EBITDA | 6.81 | 4.53 | 3.22 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.53 | 0.44 | 0.37 |
| 经营活动现金流净额 | -9.43 | -8.00 | 5.24 |

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **南康区是中国实木家居之都，家具产业集群发展较好，经济财政实力居赣州市前列。**南康区为赣州市中心城区之一，赣州黄金机场、赣州国际陆港均位于辖区内，交通条件较为便利，也为外贸经济的发展提供了良好的基础。近年来家具产业集群持续带动当地经济增长，2023年实现GDP 455.23亿元，在赣州市深度融入大湾区现代产业体系、大力发展家居产业及港口经济的目标下，南康区发展潜力较大。
- **公司业务结构保持多元化，代建业务持续性较好，仍能够对收入形成有效支撑。**公司是南康区内主要的城市基础设施建设主体和国有资产运营主体，仍主要从事代建、房地产销售、土地转让和贸易等多元化业务。截至2023年末，公司在建代建项目总投资规模较大，其中资产端待结算的代建成本超27亿元，仍能对公司未来收入形成有效支撑。
- **公司继续获得南康区政府提供的外部支持。**2023年，为弥补部分子公司划出的影响，南康区财政局向公司下属子公司合计注入资本金12.19亿元，计入资本公积。此外，公司收到来自南康区政府等相关单位提供的3.77亿元园区运营等补贴，占当期利润总额的276.30%。

关注

- **受子公司划出影响，公司资产规模明显减少。**2023年，公司将包括江西佳宸建设工程有限公司（以下简称“佳宸建设”）¹在内的多家子公司无偿上划至公司控股股东，导致资本公积减少15.87亿元，资本实力有所弱化。此外，佳宸建设负责公司大部分的工业厂区运营业务和部分代建项目，2023年收入和毛利润分别占公司比重分别为18.58%和17.15%，需关注该子公司划出后对公司未来收入和盈利状况产生的不利影响。
- **受限土地及房产规模较大，且大量往来款回款时间不确定，公司资产流动性较弱。**公司资产主要由代建和自营项目投入成本、待开发土地、出租的厂房及商铺、与政府部门及国企的往来款为主。其中，代建项目变现仍取决于项目建设进度及委托方资金安排，自营项目回款周期较长；同时往来款规模较大，对公司营运资金形成占用。截至2023年末，公司资产受限比例为21.19%，主要来自存货49.31亿元和投资性房地产16.82亿元。
- **在建项目资金支出压力仍较大，且需关注自营项目回收风险。**截至2023年末，公司在建项目合计尚需投资额较大，2023年经营现金净流出9.43亿元，仍面临较大资金筹措压力。考虑到公司开展的自营项目较多，运营受公司招商引资进展等因素影响，未来项目经营及回款情况存在不确定性。
- **债务规模持续扩大，仍面临较大偿债压力。**受项目建设资金需求推动，2023年公司加大债务融资，并在子公司划出导致净资产减少的影响下，公司资产负债率高位上升至65.87%。2024年公司需偿还有息债务60.71亿元（未包含应付票据和租赁负债），债务偿还较为集中。2023年末现金短期债务比仅为0.18，短期偿债压力较大，且EBITDA对债务利息保障程度较弱。
- **公司面临一定的或有负债风险。**受佳宸建设划出影响，公司之前对其的对外担保无法合并抵消，使得2023年末公司对外担保余额大幅增长至111.60亿元，占同期末净资产的比重为84.22%，公司担保对象基本为国有企业，但无反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

| 公司名称 | 职能定位及业务 | 总资产 | 所有者权益 | 营业收入 |
|--------|----------------------------|--------|--------|-------|
| 城发集团 | 南康区内主要的城市基础设施建设主体和国有资产运营主体 | 388.24 | 132.51 | 32.45 |
| 陆港集团 | 赣州国际陆港基础设施建设的重要主体 | 104.37 | 31.70 | 35.84 |
| 南康口岸公司 | 主要负责赣州国际陆港口岸监管区的建设及运营 | - | - | - |

¹ 佳宸建设的处置日为2023年12月31日，2023年末公司资产负债表不再并表佳宸建设，但2023年公司利润表仍包括佳宸建设。

注：1）陆港集团为赣州国际陆港发展集团有限公司的简称，南康口岸公司为赣州市南康区口岸发展有限责任公司的简称；2）以上各指标选用2023年（末）数据；3）赣州市南康区口岸发展有限责任公司无2023年公开财务数据。
 资料来源：Wind、公开资料，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|--------------------|------------------------------------|
| 基础设施投资类企业信用评级方法和模型 | cspy_ffmx 2024V1.0 |
| 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 | 评分要素 | 评分 |
|--------|-----|---------|-----------|
| 区域状况 | 4/7 | 经营&财务状况 | 6/7 |
| 区域状况评分 | | 经营状况 | 6/7 |
| | | 财务状况 | 4/7 |
| 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 | | | a |
| 外部特殊支持 | | | 3 |
| 主体信用等级 | | | AA |

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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 **a**，反映了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。

外部特殊支持

- 公司作为南康区内主要的城市基础设施建设主体和国有资产运营主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，南康区政府提供特殊支持的意愿极强，主要体现为：一方面，南康区国资委系公司实际控制人，并任命公司董事和监事，作为公司主要收入来源的代建项目均来自南康区政府及相关单位，政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制权，且持续提供资产注入和财政补贴支持，未来与政府的联系较为稳定；另一方面，公司承担了当地较多的基础设施代建任务，提供了一些公共产品和服务，在基建领域对南康区政府贡献较大，但公司并非当地最核心平台，政府在付出一定的努力和成本的情况下可以取代公司，由于公司已发债，违约会对南康区地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为南康区政府提供支持的能力很强，主要体现为：南康区经济财政实力居赣州市前列，家具产业集群和有色金属产业发展较好，是中国实木家居之都和全国精锡产能最大的区域，为当地经济的发展提供了有力支撑。

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 |
|-----------------------|----------|----------|------------|------------|
| PR 南康 01/18 南康债 01 | 3.00 | 1.20 | 2023-06-12 | 2025-09-27 |
| PR 南康 02/18 南康债 02 | 2.30 | 0.92 | 2023-06-12 | 2025-10-29 |

| | | | | |
|--------------------|------|------|------------|------------|
| PR 南康 03/19 南康债 | 2.40 | 0.96 | 2023-06-12 | 2026-01-23 |
|--------------------|------|------|------------|------------|

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司分别于2018年9月、2018年10月及2019年1月分期发行2018年第一期、第二期双创孵化专项债券及2019年双创孵化专项债券，其中，第一期债券（“PR南康01/18南康债01”）发行规模为3亿元；第二期债券（“PR南康02/18南康债02”）发行规模为2.30亿元，第三期债券（“PR南康03/19南康债”）发行规模为2.40亿元，三期债券期限均为7年。2018年第一期、第二期双创孵化专项债券募集资金的3.30亿元及2019年双创孵化专项债券募集资金的1.58亿元计划用于赣州市南康区双创孵化园区区项目建设，剩余募集资金合计2.82亿元计划用于补充营运资金。截至2023年12月31日，“PR南康01/18南康债01”、“PR南康02/18南康债02”、“PR南康03/19南康债”债券的募集资金已用完。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更，截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本均为10.00亿元，控股股东赣州市南康区发展投资控股集团有限公司（以下简称“区发控集团”）持有公司90.00%股权，江西省行政事业资产集团有限公司持有公司10.00%股权，赣州市南康区国有资产监督管理委员会（以下简称“南康区国资办”）为公司实际控制人。

公司仍是赣州市南康区主要的城市基础设施建设主体和国有资产运营主体，从事基础设施代建、房地产销售、工业厂区运营、土地转让和贸易等业务。2023年，公司新增合并范围子公司7家、减少4家，合并范围一级子公司增至27家，详见下表和附录四。

表1 2023年公司合并报表范围一级子公司变化情况（单位：万元）

| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 业务性质 | 变动方向 | 变动原因 |
|--------------------------|---------|-----------|------------|------|------|
| 赣州市南康区迎宾馆有限责任公司 | 100.00% | 2,700.00 | 住宿业 | 减少 | 划转 |
| 赣州市南康区乡投建设发展集团有限公司 | 100.00% | 60,000.00 | 商务服务业 | 减少 | 划转 |
| 赣州市南康区兴康教育体育发展有限公司 | 100.00% | 5,300.00 | 商务服务业 | 减少 | 划转 |
| 江西佳宸建设工程有限公司 | 64.35% | 77,694.27 | 建筑业 | 减少 | 划转 |
| 赣州市南康区管网信息工程有限公司 | 100.00% | 3,500.00 | 软件和信息技术服务业 | 增加 | 设立 |
| 赣州市南康区城发集团家具产业科技运营服务有限公司 | 100.00% | 1,000.00 | 批发业 | 增加 | 设立 |
| 赣州虔秀置业有限公司 | 100.00% | 1,000.00 | 房地产业 | 增加 | 设立 |
| 赣州虔丽置业有限公司 | 100.00% | 1,000.00 | 房地产业 | 增加 | 设立 |

| | | | | | |
|--------------------|---------|----------|-----------|----|-----------|
| 赣州市南康区公共交通有限责任公司 | 100.00% | 5,500.00 | 城市公共交通服务业 | 增加 | 同一控制下企业合并 |
| 赣州市南康区惠康水利投资开发有限公司 | 100.00% | 1,000.00 | 水资源综合开发 | 增加 | 同一控制下企业合并 |
| 赣州市南康区惠民市场开发有限公司 | 100.00% | 2,000.00 | 农贸市场租赁业 | 增加 | 同一控制下企业合并 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，

长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024 年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023 年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023 年 7 月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12 个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至 2023 年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等 29 地发行特殊再融资债券规模合计约 1.4 万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023 年 10 月以来债券净融资同比收缩明显，11-12 月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024 年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35 号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

南康区位于赣州市中心城区，具有赣州国际陆港在内较为便利的交通及外贸条件，作为中国实木家居之都，家具产业集群发展较好，区域经济及财政实力均位于全市区县上游水平，但财政平衡能力较弱，近年因支持产业园区发展政府债务规模快速扩张

区位特征：南康区系赣州市中心城区之一，交通条件较为便利，辖区内的赣州国际陆港为外贸经

济的发展提供良好基础。南康区隶属赣州市，与章贡区、赣县区、赣州经济技术开发区、蓉江新区共同组成赣州市中心城区，该中心城区是赣州建设省域副中心城市和赣粤闽湘四省通衢区域中心城市的核心引擎。南康区幅员面积1,623平方公里，辖16个乡镇、2个街道，2023年末常住人口为83.20万人，系全市人口最多的区县。南康区拥有较为便利的交通条件，赣州黄金机场、赣州国际陆港均位于辖区内，3条国道、4条铁路、4条高速公路穿境而过，已融入粤港澳大湾区两小时经济圈，其中赣州国际陆港是全国第八个内陆开放口岸，也是赣州商贸型国家物流枢纽核心平台，首创的“跨省、跨关区、跨陆海港”的赣深组合港通关新模式可节约运输成本约30%，2023年该陆港的铁海联运线路已覆盖中亚五国及欧洲20多个国家百余座城市，集装箱吞吐量达27.39万标箱，增长13.23%。此外，该陆港还是全国内陆唯一一个进口木材的直通口岸，南康区得以在木材资源匮乏的情况下大力发展家具产业，并推动南康家具走向国门。

经济发展水平：受家具产业集群带动，南康区经济以第二、三产业为主，经济总量及增速均居赣州市下辖区县前列，但经济发展水平较为一般。2023年，南康区经济总量持续增长，家具产业集群以及该产业所带动的区域物流运输、广告宣传、餐饮等第三产业对经济增长起到了重要的托底作用，第二、三产业增加值分别增长10.1%、2.3%，三次产业结构为6.1：42.3：51.6，第二产业占比有所提升。2023年南康区固定资产投资增速大幅下滑，仅增长0.1%，但投资总量仍位列全市第一，当年共提报188个“八大行动”项目，总投资1,223.65亿元，截至2023年10月底累计投资400.85亿元。南康区消费市场稳定恢复，家具零售规模持续壮大，2023年当地社会消费品零售总额规模位列全市第三，其中电商交易额突破800亿元，网络零售额近400亿元、全省第一。依托赣州国际陆港的区位优势，南康区进出口总额已连续两年突破100亿元，但2023年受外部环境影响出口总额减少24.7%。南康区整体经济发展水平较为一般，人均GDP常年在全国平均水平的60%左右徘徊。

表2 2023年赣州市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）

| 区域名称 | GDP | GDP 增速 | 人均 GDP（万元） | 一般公共预算收入 | 政府性基金收入 |
|------------|---------------|-------------|------------|--------------|--------------|
| 章贡区 | 681.27 | 5.2% | 9.56 | 26.13 | 15.85 |
| 南康区 | 455.23 | 5.7% | 5.47 | 28.02 | 10.80 |
| 信丰县 | 304.05 | 5.5% | 4.52 | 17.11 | 10.58 |
| 宁都县 | - | 5.0% | - | 10.05 | - |
| 龙南市 | 220.09 | 2.0% | 6.88 | 18.09 | 26.30 |
| 瑞金市 | 207.3 | 5.4% | 3.38 | 17.27 | 20.66 |
| 崇义县 | - | 5.0% | - | 10.49 | 5.21 |
| 石城县 | 105.96 | 4.9% | 3.75 | 8.15 | 8.35 |

注：“-”数据未公告，2023年人均GDP采用2023年末常住人口计算。

资料来源：各区县政府工作报告、政府官网，中证鹏元整理

表3 南康区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023 | | 2022 | | 2021 | |
|-----------------|--------|------|--------|-------|--------|-------|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
| 地区生产总值（GDP） | 455.23 | 5.7% | 443.90 | 5.7% | 409.77 | 9.4% |
| 固定资产投资 | - | 0.1% | - | 15.4% | - | 12.7% |
| 社会消费品零售总额 | 225.40 | 5.5% | 213.69 | 5.2% | 203.17 | 19.5% |
| 进出口总额 | - | - | 110.50 | 61.0% | 68.7 | 23.9% |
| 人均 GDP（元） | 54,797 | | 53,547 | | 49,469 | |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | 61.32% | | 62.48% | | 60.80% | |

注：“-”数据未公告，2021年人均GDP采用2021年末常住人口计算，2022年和2023年人均GDP为统计公报披露数据。

资料来源：南康区政府官网，中证鹏元整理

产业情况：南康区以家具产业为主导产业，并积极发展有色金属和电子信息产业，目前规模不大但增速较快。借助于赣州国际陆港在木材进口和家具出口上的优势，南康区的家具产业得以发展壮大，南康区被誉为“中国实木家居之都”，拥有全国最大的实木家具生产基地，美克家居、居然之家、大自然家居等家居龙头企业均在此落户，2023年家具产业集群实现营收2,700亿元，连续三年获评“四星”国家新型工业化产业示范基地，系当地工业增长的主要驱动力，同期南康区规上工业增加值增长7.5%。海外市场方面，南康家具已销往全球100多个国家和地区，在2023年首次亮相意大利、马来西亚等国际家具展会，签约海外订单32亿元，并设立海内外家具原材料储备基地5个，布局海外仓30万平方米。此外，南康区还在积极发展有色金属产业，锡产量占全国近三分之一，是全国精锡产能最大的区域，2023年规上矿产品产业产值超170亿元，龙头企业赣州市开源科技有限公司位列江西百强民营企业第16位。此外，南康区电子信息产业发展迅速，以赣粤产业合作区（南康片区）为平台，以格力电器、光伏企业爱康光电为核心，协同引入沃能新能源等一批高端电子信息企业，并打造了光电信息产业园和赣州临港电子信息产业园，产业集群规模已突破100亿元，2023年规上企业总产值达76.9亿元，同比增长70.8%。

发展规划及机遇：根据《赣州市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，赣州市提出要深度融入大湾区现代产业体系，主动参与大湾区产业延伸和功能拓展，包括加快建设赣粤产业合作区（南康片区），并提升赣州国际陆港作为盐田港、广州港、蛇口港、大铲湾港的内陆腹地港功能和作用，推动共享“一带一路”沿线国家和地区的深水港资源。此外，赣州市将全力建设现代家居城，重点深耕“泛家居”产业链，推动传统家具向家装、电器及相关设备制造等领域拓展，走“家具+家电+家装”融合发展之路，力争现代家居产业集群产值倍增至5,000亿元。南康区作为赣州市中心城区之一，辖区内拥有赣州国际陆港、全国最大的实木家具生产基地等优势资源，随着赣州市推进建设省域副中心城市、加快融入粤港澳大湾区的桥头堡，并大力发展家居产业，南康区未来发展潜力较大。

财政及债务水平：2023年南康区一般公共预算收入持续增长，但财政平衡能力仍较弱，因支持产业园区发展，政府债务规模快速扩张。2023年南康区一般公共预算收入居全市第一、增长9.6%，其中

增值税增长24.8%，主要系2022年实施增值税大规模留抵退税政策导致基数较低。南康区财政收入质量较好，近年税收收入占比均超70%，但财政自给率持续处于较低水平，上级财政转移支付对当地财力提供了较大的补充，2023年南康区获得上级财政转移支付43.5亿元，增长18.2%。受土地市场行情低迷影响，2023年南康区政府性基金收入进一步下滑，当年城投公司拿地过半。同期末，南康区政府债务余额增长至132.34亿元，扩张速度较快，一般债和专项债余额分别为27.75亿元、104.59亿元，主要用于支持赣粤产业合作区（南康片区）、光伏新能源产业园、高端电子信息产业园等重点项目建设。

表4 南康区财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
|----------|--------|--------|--------|
| 一般公共预算收入 | 28.02 | 25.58 | 24.82 |
| 税收收入占比 | 73.49% | 71.65% | 73.79% |
| 财政自给率 | 37.69% | 36.04% | 32.97% |
| 政府性基金收入 | 10.80 | 14.53 | 42.95 |
| 地方政府债务余额 | 132.34 | 114.27 | 78.28 |

资料来源：南康区政府官网，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是赣州市南康区主要的城市基础设施建设主体和国有资产运营主体，业务保持多元化，2023年代建收入大幅增长，目前在手项目总投资规模较大，业务持续性仍较好；贸易业务因部分订单采用净额法核算导致收入减少，房地产销售仍以尾盘为主；考虑到公司在建项目尚需投资额较大，仍面临较大的资金筹措压力，同时受子公司划出影响，2024年标准厂房出租收入将大幅减少

公司仍主要承担南康区规划范围内基础设施建设及相关配套设施项目投融资建设等职能，涉及基础设施代建、房地产销售、工业厂区运营、土地转让和贸易等业务，业务保持多样化。其中，代建、房地产销售和贸易业务仍是公司主要的收入来源，2023年因贸易业务部分订单采用净额法核算导致公司营业收入有所减少、销售毛利率上升，公司毛利润主要由代建和房地产销售业务贡献。需关注的是，工业厂区运营业务盈利能力较强，随着2024年主要经营主体佳宸建设划出，将会减少公司的营业收入和毛利润来源。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年 | | | 2022年 | | |
|----------|---------|--------|--------|-------|--------|--------|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 代建项目收入 | 9.67 | 29.79% | 14.31% | 3.90 | 10.36% | 16.14% |
| 房地产销售收入 | 7.41 | 22.84% | 18.16% | 6.16 | 16.34% | 16.88% |
| 土地转让收入 | 2.25 | 6.95% | 35.63% | 3.10 | 8.24% | 5.62% |
| 标准厂房租金收入 | 1.77 | 5.44% | 42.61% | 2.54 | 6.75% | 54.49% |
| 贸易板块收入 | 2.20 | 6.78% | 1.33% | 7.42 | 19.69% | 0.08% |
| | 电解铜销售收入 | | | | | |

| | | | | | | |
|-----------------|--------------|----------------|---------------|--------------|----------------|---------------|
| 锡锭、粗锡矿、橡胶木销售收入 | 2.41 | 7.41% | 3.17% | 5.73 | 15.21% | 0.82% |
| 建筑材料收入 | 1.33 | 4.10% | 19.89% | 3.18 | 8.44% | 2.30% |
| 家具、设备等销售收入 | 0.46 | 1.41% | 3.25% | 1.41 | 3.74% | -11.14% |
| 电器销售收入 | 0.49 | 1.52% | 19.80% | 0.73 | 1.93% | 5.12% |
| 贸易板块收入小计 | 6.89 | 21.22% | 7.01% | 18.46 | 49.00% | 0.03% |
| 其他收入 | 4.47 | 13.77% | 20.10% | 3.51 | 9.31% | 31.32% |
| 合计 | 32.45 | 100.00% | 17.46% | 37.67 | 100.00% | 11.50% |

注：其他业务包括物业服务、酒店服务、教育服务等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）代建业务

公司承担南康区主要的城市基础设施建设任务，业务由南康区财政局及相关单位委托代建，2023年代建收入大幅增长，目前在手项目合计规模较大，业务持续性较好，但在建项目尚需投入规模较大，面临较大的资金压力

公司仍是南康区主要的城市基础设施建设主体。公司本部及下属子公司接受南康区财政局的委托，对南康区范围内的基础设施开发项目、保障性住房、棚户区改造、土地整理、市政道路及附属管网等项目进行投资建设和管理。公司及下属子公司负责为项目建设筹集和提供资金，每年提供项目成本核算明细，经过南康区财政局审核确认后，按照工程量及对应发生的建设成本并加计一定比例收益作为工程结算款，由南康区财政局在每年年末或项目竣工结算后支付。另有部分代建项目由原子公司江西佳宸建设工程有限公司（以下简称“佳宸建设”）负责，佳宸建设与区域内事业单位或政府部门签订施工总承包合同，项目约定合同价，并按照工程进度付款。

2023年公司确认代建收入的项目主要为南康机场快速路（南康区段）、S226南康十八塘至唐江公路改建工程以及部分市政工程项目，因道路结算规模较大，代建收入大幅增加。其中，前两个项目仍按照成本加成方式结算，项目毛利率均为16.67%，而佳宸建设负责的市政工程代建项目按照合同价及工程进度结算，故公司代建业务毛利率有所波动。2023年，公司代建收入中来自佳宸建设的比重为15.80%，随着该子公司划出，公司代建收入来源将有所减少。

截至2023年末，公司主要代建项目以路网、园区厂房、安置房等项目为主，在手项目合计规模较大，业务持续性较好，但项目尚需投资规模较大且资金依赖自筹，公司面临较大的资金支出压力。

表6 截至2023年末公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 预计总投资 | 累计已投资 |
|---------------|-------|-------|
| 南康机场快速路（南康区段） | 37.53 | 19.36 |
| 挹翠城小区 | 18.96 | 3.44 |
| 滨江苑小区返迁房* | 8.23 | 5.98 |
| 迎宾苑小区返迁房* | 7.96 | 9.86 |

| | | |
|--------------------------------|--------------|--------------|
| 赣粤产业合作区（南康片区）示范园区标准厂房及配套基础设施项目 | 5.81 | 3.23 |
| 家具产业园公租房及配套基础设施* | 5.36 | 4.53 |
| 莲花村安置房 | 2.99 | 0.28 |
| S226 十八塘至唐江段公路改建工程 | 2.91 | 1.91 |
| 合计 | 89.75 | 48.59 |

注：1）部分项目已投资额超过计划总投资；2）2023 年末南康机场快速路（南康区段）项目的累计已投资不包含相关配套设施投入成本，与 2022 年末统计的口径有所差异；3）根据最新签订的协议，把翠城小区作为代建项目；4）滨江苑小区返迁房、迎宾苑小区返迁房、家具产业园公租房及配套基础设施项目主体工程已基本完成，目前正在进行绿化、装修等零星收尾工作。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）房地产销售业务

公司房地产销售业务以尾盘为主，业务持续性一般，2023年厂房销售贡献了一定规模的收入

公司房地产销售业务主要由公司本部及子公司赣州市南康区城发集团城发房地产开发有限公司负责运营，以住宅商品房项目开发和销售为主。2023年，房地产销售收入主要来自前期预售的商品房以及标准厂房，其中东山之冠、东山之星、康顺花苑合计贡献收入2.51亿元，东山官坑家具集聚区厂房贡献收入2.43亿元，房地产销售收入和毛利率均有所增长。截至2023年末，公司主要在手房地产项目剩余可售面积1.27万平方米，以尾盘为主，业务持续性一般。

表7 截至 2023 年末公司主要房地产项目情况（单位：万元，平方米）

| 项目名称 | 预计总投资 | 累计已投资 | 可售面积 | 已售面积 |
|-----------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 东山之冠 | 105,350.98 | 98,350.23 | 177,126.14 | 174,683.73 |
| 东山之星 | 30,000.00 | 34,287.84 | 52,700.50 | 45,822.32 |
| 康顺花苑 | 12,271.22 | 10,672.94 | 27,699.11 | 24,329.78 |
| 合计 | 147,622.20 | 143,311.01 | 257,525.75 | 244,835.83 |

注：1）已售面积包含预售面积，2023 年房地产项目收入主要来自前期预售部分，故 2023 年末已售面积较 2022 年末无变化；2）东山之星项目累计已投资超过预计总投资，项目已封顶。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）标准厂房租金收入

公司依托家具产业集群开展厂房租赁业务，因部分厂房出售导致租赁收入减少，随着公司划出主要经营主体佳宸建设，未来工业厂区运营收入将大幅减少

工业厂区运营业务主要由原子公司佳宸建设和赣州市南康区城发集团中小企业投资发展有限责任公司负责，出租厂区位于南康区的多处家具集聚区，根据厂房地段的不同，租金价格在8-15元/m²/月，租赁期间在5年左右。2023年，公司将部分标准厂房出售，导致可租面积减少，租赁收入随之减少；租赁业务毛利率因公司减免部分租金而下降。考虑到主要经营主体佳宸建设已划出，未来工业厂区运营收入将大幅减少（2023年佳宸建设贡献的工业厂区运营收入占比超八成）。

表8 截至 2023 年末公司可出租家具集聚区项目情况（单位：万平方米）

| 集聚区名称 | 总可租面积 | 已租面积 |
|---------------|---------------|---------------|
| 唐江 605 亩家具集聚区 | 59.02 | 59.02 |
| 龙岭家具产业园标准厂房 | 43.02 | 41.89 |
| 三益 435 亩家具集聚区 | 27.47 | 27.47 |
| 镜坝 200 亩家具集聚区 | 24.64 | 24.64 |
| 龙回 150 亩家具集聚区 | 19.31 | 19.31 |
| 官坑 333 亩家具集聚区 | 14.24 | 14.24 |
| 镜坝联民杉树下家具集聚区 | 12.47 | 12.47 |
| 龙华 98 亩家具集聚区 | 12.22 | 12.22 |
| 龙回半岭家具集聚区 | 10.56 | 10.32 |
| 龙华 50 亩家具集聚区 | 7.15 | 7.15 |
| 龙华 101 亩家具集聚区 | 6.58 | 6.58 |
| 横寨 33 亩家具集聚区 | 4.25 | 4.25 |
| 合计 | 240.93 | 239.56 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）贸易业务

公司贸易品类包括电解铜、锡锭、建材、家具和电器等多元化产品，2023年贸易业务部分订单由总额法改为净额法核算，导致收入大幅减少，销售毛利率上升

公司贸易业务仍由赣州市南康区城发集团皇冠贸易有限公司（以下简称“皇冠贸易”）和赣州市南康区城发集团供应链管理有限公司（以下简称“供应链公司”）负责运营。皇冠贸易和供应链公司根据下游客户需求向上游供应商进行采购，供应商包括民营企业和国有企业，结算方式包括现货现款、款清发货以及汇票支付，存在一定预付款坏账风险。皇冠贸易给予下游客户不超过3个月账期；供应链公司给予下游不超过6个月账期，以3个月内账期居多。截至2023年末，公司前五大应收账款中来自贸易业务板块的金额为1.34亿元，考虑到下游客户仍以中小微企业为主，存在一定资金回收风险。

2023年，公司贸易品类仍包括电解铜、锡锭、粗锡矿、橡胶木、建筑材料（含河砂、钢筋、水泥、沥青和防水材料等）、家具、设备、电器等。部分贸易业务订单通过代理采购模式实现收入，公司对这部分贸易产品不具有控制权，行使的是代理人职责而非主要责任人，故针对这部分订单公司采用净额法核算，使得当年贸易收入大幅减少，销售毛利率也受订单收入核算方式变化而上升。毛利润方面，2022-2023年公司贸易业务毛利润分别为0.01亿元和0.48亿元，同比大幅增加，一方面系2021年皇冠贸易将部分建筑材料、家具和设备订单的成本跨计到2022年（已通过“以前年度损益调整”科目调整），导致2022年贸易业务成本偏高；另一方面系2022年电器大多采用促销价销售，导致收入偏低；综合影响下，2022年贸易业务毛利润相对较小。

（五）自营业务

在建自营项目数量较多且尚需投入规模较大，公司面临较大的资金筹措压力，且部分自营项目投资回收期较长，受公司招商引资进展等因素影响，需关注未来经营状况及投资回收情况

截至2023年末，公司主要自营项目如下表所示。其中泛家居生态体验馆、南康跨境电商产业园2期EPC、乡镇建设等项目有部分已在运营中。泛家居生态体验馆项目以家具展示为主要功能，并同时从事进行家具销售业务；南康跨境电商产业园2期EPC项目部分房产、乡镇建设项目部分商铺及车位已出租²。但部分自营项目回收周期较长，如赣州市南康区唐江示范镇建设项目（一期）项目未来收入来自唐江镇古村落旅游开发的门票收入、唐江镇105国道改造集中安置返迁房所涉及的商铺及车位出售收入、唐江镇敬老院改造的养老床位收入等，项目投资静态回收期为13.93年；赣州市南康区综合停车场建设项目一期工程静态投资回收期为17.63年；赣粤产业合作区主要建设内容包括格力小镇和镜坝片区的学校、安置房、医院及附属配套设施等，投资规模超百亿元，主要通过在上述区域完成土地整理后出让土地等方式收回投资³。整体来看，公司自营项目数量较多且尚需投资规模较大，面临较大的资金筹措压力，且项目投资回收期长，受公司招商引资进展等因素影响，需关注未来经营状况及投资回收情况。

表9 截至 2023 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 预计总投资 | 累计已投资 |
|------------------------------------|---------------|--------------|
| 赣粤产业合作区（南康片区） | 105.76 | 0.46 |
| 赣州市南康区唐江示范镇建设项目（一期） | 15.84 | 9.95 |
| 赣州市南康区综合停车场建设项目一期工程* | 10.27 | 0.23 |
| 南康区第三批新型城镇化示范乡镇建设项目（一期） | 9.00 | 6.43 |
| 赣州市南康区乡村振兴建设项目（一期） | 6.50 | 2.65 |
| 文化强国馆 | 4.90 | 2.63 |
| 泛家居生态体验馆 | 3.82 | 5.56 |
| 家居小镇南埜·灞上 | 3.80 | 3.08 |
| 南康跨境电商产业园 2 期 epc(金融中心 1#3#4#17#楼) | 2.26 | 0.68 |
| 合计 | 162.15 | 31.67 |

注：赣州市南康区综合停车场建设项目一期工程项目因未筹到募集资金，该项目已暂缓。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得南康区政府注入的资金及补贴支持，但资本公积因公司划出多家子公司而减少

公司作为赣州市南康区主要的城市基础设施建设主体和国有资产运营主体，2023年在资产注入和财政补贴方面继续获得当地政府的支持。具体来看，南康区财政局向公司的下属子公司合计注入资本金

² 归类在其他收入中。

³ 公司与联合体“中国铁建投资集团有限公司（联合体牵头人）、中信建投资本管理有限公司（代表中信建投资本-铁建润信私募股权投资基金）、中铁十六局集团有限公司、中铁二十四局集团有限公司、中国铁建电气化局集团有限公司、中铁第一勘察设计院集团有限公司、浙江省建科建筑设计院有限公司”签署了投资合作协议，采用“投资人+EPC”的开发建设模式，由项目公司“中铁建投（赣州）城市开发有限公司（以下简称“中铁建投”）”负责具体土地整理、基础设施建设等工作，公司持有项目公司股份 10%。

12.19亿元，但政府同时收回部分土地及土地出让金，叠加公司将较多子公司股权无偿上划至区发控集团等因素，公司资本公积有所减少。此外，公司收到来自南康区政府等相关单位提供的3.77亿元园区运营等补贴，占当期利润总额的276.30%。

表10 2023年公司资本公积主要变动情况（单位：亿元）

| 资产类型 | 具体内容 | 金额 |
|-----------|---|--------------|
| 资金 | 南康区财政局向赣州市南康区域发集团工程投资管理有限公司注入资本金 | 4.75 |
| 资金 | 南康区财政局向赣州市南康区城市建设发展集团有限公司注入资本金 | 4.32 |
| 资金 | 南康区财政局向赣州市南康区域发集团中小企业投资发展有限责任公司注入资本金 | 3.12 |
| 资金 | 南康区财政局收回公司土地应退还的保证金、土地出让金及交易服务费 | -2.33 |
| 股权 | 公司将赣州市南康区乡投建设发展集团有限公司、赣州市南康区兴康教育体育发展有限公司 100%股权无偿上划至区发控集团 | -1.27 |
| 股权 | 公司将江西佳宸建设工程有限公司 64.35%股权无偿上划至区发控集团 | -6.01 |
| 股权 | 公司将赣州市南康区群拓家具产业运营有限公司、赣州市南康区众拓家具产业运营有限公司 26%股权无偿上划至区发控集团 | -8.59 |
| 土地 | 自然资源局收回龙华工业园 B-11-03 地块 | -0.12 |
| 合计 | - | -6.13 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

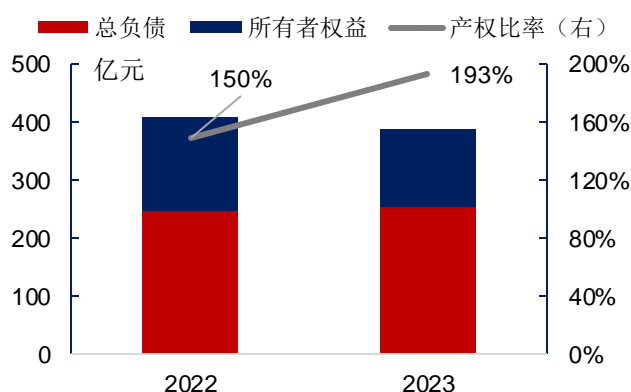
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新增合并范围子公司7家、减少4家，其中减少的子公司佳宸建设2022年末总资产、净资产分别为48.88亿元和6.23亿元，占公司同期末比重分别为11.92%和3.79%，因该子公司规模较大，对公司2023年末财务报表的可比性有一定影响。

资本实力与资产质量

公司资产规模因子公司划出而减少，存量资产以代建和自营项目投入成本、待开发土地、出租的厂房及商铺、与政府部门及国企的往来款为主，考虑到公司资产受限比例较高、往来款回收时间存在不确定性等因素，公司整体资产流动性较弱

2023年，公司将较多子公司股权上划至区发控集团，导致所有者权益大幅减少；公司新增一定规模的银行借款，导致总债务规模有所扩张，综合影响下产权比率大幅上升，所有者权益对负债的保障程度较低。截至2023年末，公司所有者权益以政府向公司注入的资金、股权、土地、房屋等资产形成的资本公积为主。

图 1 公司资本结构


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

随着较多子公司划出，2023年末公司总资产规模有所减少，存量资产仍以存货、其他应收款、投资性房地产和其他非流动资产为主，上述资产合计占总资产的70.78%。2023年末，公司存货主要由开发成本及间接费用、开发产品和待开发土地构成，其中开发成本及间接费用以及开发产品主要为项目建设投入，账面价值为64.98亿元；待开发土地账面价值为58.82亿元，除位于赣州市南康区唐江镇的一块土地资产为划拨所得外（尚未办证，账面价值1.48亿元），其他待开发土地均以出让方式取得，科教用地和公共设施用地合计账面价值为0.64亿元，其余为住宅用地、工业用地和商务用地等，存货中合计尚未办证的土地账面价值为3.57亿元；存货中受限部分账面价值49.31亿元（主要来自待开发土地），用于抵押借款。其他应收款主要为区域内政府部门及国有企业所欠往来款和借款，回收时间存在不确定性，对营运资金形成较大占用，前五名应收对象分别为南康区财政局、赣州市南康区住房保障安置服务中心、赣州虔南置业有限公司、佳宸建设、南康口岸公司，账面价值合计占比88.94%，2023年末其他应收款规模的增加主要来自南康区财政局。公司投资性房地产主要为自建标准厂房及返迁房商铺，以成本模式计量，2023年末因划出佳宸建设导致投资性房地产账面价值大幅减少；同期末，投资性房地产中未办妥产权部分0.61亿元，并且有16.82亿元投资性房地产因用于抵押借款而受限。公司其他非流动资产主要为1年期以上的合同履约成本（47.58亿元），为代建及自营等项目建设投入。

其他资产方面，2023年末公司货币资金因扩大外部融资及政府注资而增长，受限货币资金规模为6.02亿元，主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金。随着公司应收南康区财政局的代建款增加，应收账款规模有所增长。公司预付款项以预付赣州市南康区住房保障安置服务中心的项目征拆资金为主，2023年末账面价值为16.50亿元，目前尚无明确结算时间，对公司资金形成一定占用。公司固定资产、在建工程分别以房屋及建筑物和在建自营项目为主。因公司扩大对赣州银行股份有限公司和江西华章汉辰融资担保集团股份有限公司的投资，导致其他权益工具投资规模增加。因公司减少对赣州市南康区众拓家具产业运营有限公司和赣州市南康区群拓家具产业运营有限公司的投资，2023年末长期股权投资规模大幅减少，同期末以对中铁建投（截至2023年末账面余额10.65亿元）等国有企业和部分民营企业的

投资为主。2023年，公司长期股权投资和其他权益工具投资分别确认投资收益315.80万元、167.22万元，投资效益一般。

受限资产方面，2023年末公司受限资产账面价值为82.26亿元，占总资产比重21.19%，主要来自用于抵质押借款的存货、投资性房地产和其他权益工具投资，资产受限比例较高。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023年 | | 2022年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 11.06 | 2.85% | 5.33 | 1.30% |
| 应收账款 | 12.69 | 3.27% | 7.13 | 1.74% |
| 预付款项 | 22.37 | 5.76% | 27.28 | 6.65% |
| 其他应收款 | 71.05 | 18.30% | 65.30 | 15.92% |
| 存货 | 128.42 | 33.08% | 131.19 | 31.98% |
| 流动资产合计 | 253.21 | 65.22% | 242.12 | 59.02% |
| 固定资产 | 12.50 | 3.22% | 10.61 | 2.59% |
| 在建工程 | 7.58 | 1.95% | 11.01 | 2.68% |
| 其他权益工具投资 | 10.11 | 2.60% | 5.64 | 1.38% |
| 长期股权投资 | 16.24 | 4.18% | 22.14 | 5.40% |
| 投资性房地产 | 25.96 | 6.69% | 52.67 | 12.84% |
| 其他非流动资产 | 49.33 | 12.71% | 47.40 | 11.56% |
| 非流动资产合计 | 135.02 | 34.78% | 168.11 | 40.98% |
| 资产总计 | 388.24 | 100.00% | 410.23 | 100.00% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务保持多样化，2023年营业收入因部分贸易订单采用净额法核算而减少，但公司尚未结算的代建项目成本较大，未来收入持续性较好；受益于贸易业务毛利率提升，公司盈利水平有所改善，政府补贴仍对公司利润形成较大补充，但需关注利润贡献度高的佳宸建设划出后，对公司盈利状况的不利影响

2023年，公司营业收入仍来自基础设施代建、房地产销售、工业厂区运营、土地转让和贸易等多元化业务，以代建、房地产销售和贸易业务为主。其中，公司营业收入同比减少13.86%，主要系部分贸易订单采用净额法核算所致，但考虑到目前在手代建项目合计规模较大，业务持续性较好，且资产端待结算的代建项目投入超27亿元，能对营业收入形成较好支撑。

盈利方面，公司利润总额主要来自代建和房地产销售贡献的毛利润以及政府补贴，其中2023年公司获得的政府补助为3.77亿元，占利润总额的276.30%，仍对利润形成较大补充。需关注的是，公司新增大额债务导致利息支出较多，2023年财务费用为3.49亿元，且管理成本较高，对公司利润造成较大侵蚀。

此外，2024年公司利润表将不再并入佳宸建设，考虑到2023年佳宸建设营业收入和毛利润占公司比重分别为18.58%和17.15%，需关注该子公司划出走后对公司未来收入和盈利状况产生的不利影响。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

| 指标名称 | 2023年 | 2022年 |
|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 32.45 | 37.67 |
| 营业利润 | 1.56 | 1.83 |
| 其他收益 | 3.95 | 2.01 |
| 利润总额 | 1.36 | 1.78 |
| 销售毛利率 | 17.46% | 11.50% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模持续扩张，杠杆水平高位上升，存量债务中非标融资规模较大且成本较高；刚性债务偿还集中在2024年，现金类资产对短期债务保障程度很弱，面临较大的短期偿债压力，且考虑到项目建设和债务滚续的资金需求仍较大，或将持续推升公司的外部融资规模

受项目建设资金需求推动，2023年末总债务规模随之增加。同期末，公司总债务规模增至199.82亿元，规模较大，主要由107.44亿元银行借款、59.86亿元债券融资、24.28亿元非标融资（应付账款、其他应付款、长期应付款、租赁负债科目）和6.63亿元应付票据构成。其中，银行借款包括抵质押、保证和信用借款，存续债券包括企业债、私募债及PPN，非标融资主要来自子公司的融资租赁借款，部分资金成本较高。从债务期限结构来看，2024年公司需偿还60.71亿元存量债务，债务偿还较为集中。公司其他债务主要为向区域内政府部门及国有企业往来款，该类债务仍具备一定偿付弹性。

表13 截至 2023 年末公司总债务（部分）期限结构（单位：亿元）

| 期限 | 金额 |
|-----------|---------------|
| 1年以内 | 60.71 |
| 1-2（含）年 | 30.79 |
| 2-3（含）年 | 32.14 |
| 3-4（含）年 | 16.02 |
| 4-5（含）年 | 7.08 |
| 5年以上 | 41.00 |
| 未约定还款期限 | 3.78 |
| 合计 | 191.53 |

注：1、合计数=总债务-应付票据-租赁负债；2、未约定还款期限的3.78亿元为其他应付款科目中的债务，在对美克家居招商引资过程中，赣州金融控股集团有限责任公司代城发集团支付部分股权转让款，但未约定偿还时间。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023 年 | | 2022 年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 10.95 | 4.28% | 6.22 | 2.53% |
| 应付票据 | 6.63 | 2.59% | 4.03 | 1.64% |
| 应付账款 | 14.55 | 5.69% | 7.61 | 3.10% |
| 其他应付款 | 32.16 | 12.57% | 24.50 | 9.97% |
| 一年内到期的非流动负债 | 45.48 | 17.78% | 44.45 | 18.08% |
| 流动负债合计 | 122.07 | 47.73% | 102.16 | 41.55% |
| 长期借款 | 89.83 | 35.13% | 80.35 | 32.68% |
| 应付债券 | 27.45 | 10.73% | 40.66 | 16.54% |
| 长期应付款 | 14.91 | 5.83% | 21.34 | 8.68% |
| 非流动负债合计 | 133.66 | 52.27% | 143.68 | 58.45% |
| 负债合计 | 255.73 | 100.00% | 245.84 | 100.00% |
| 总债务 | 199.82 | 78.14% | 193.71 | 78.80% |
| 其中：短期债务 | 72.90 | 28.51% | 61.82 | 25.15% |
| 长期债务 | 126.92 | 49.63% | 131.89 | 53.65% |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

在子公司划出以及公司扩大外部融资的共同影响下，2023年末公司资产负债率高位上升至65.87%，且EBITDA对利息保障程度仍较弱，现金短期债务比仅为0.18，短期偿债压力较大。2023年，公司经营现金流净额为-9.42亿元，持续净流出，考虑到公司在建项目尚需投资规模较大、部分自营项目投资回收周期较长，加之债务滚续，公司面临较大的资金需求，或将持续推升公司的外部融资规模。截至2023年末，公司银行授信余额为83.09亿元，主要授信行包括农发行、工商银行、进出口银行、赣州银行等，但公司受限资产比例较高，其中38.39%的存货、64.79%的投资性房地产已受限，且有一定规模的土地和房产尚未办证。公司作为赣州市南康区主要的城市基础设施建设主体和国有资产运营主体，预计债务融资渠道仍将保持畅通，并且能够持续获得较大力度的外部支持，但需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

表15 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2023 年 | 2022 年 |
|---------------|--------|--------|
| 资产负债率 | 65.87% | 59.93% |
| 现金短期债务比 | 0.18 | 0.08 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.53 | 0.44 |

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生重大负面影响

环境因素

根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年内公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会因素

根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年内公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。但2023年9月，公司作为发包方与金扶建设集团有限公司就项目建设合同应支付的款项存在争议，公司被列为被执行人，执行标的311.16万元，目前公司已支付该款项；此外，2023年11月，赣州市自然资源局对公司非法占地行为合计作处罚金661.00万元，目前公司已支付罚款并完成整改。

公司治理

治理和管理方面，公司不设股东会，公司主要董事、监事、总理由南康区国资办任命，2023年上述成员变动较小，2021年至今未发现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，公司定位的战略规划较为清晰，未因信息披露不合规而受到处罚。此外，公司还建立了与自身业务相适应的内部管理制度和组织架构，下设资产管理部、财务部、融资部、战略发展部等职能部门，详见附录三。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日⁴，公司本部、重要子公司赣州市南康区域发集团工程投资管理有限公司、赣州市南康区域发集团中小企业投资发展有限责任公司、赣州市南康区域发集团金融投资有限公司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；公司本部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。

（三）或有事项分析

公司对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险

2023年末，公司对外担保余额大幅增长至111.60亿元，占同期末所有者权益的比重为84.22%，增量主要来自佳宸建设（之前公司对佳宸建设的对外担保做内部抵消）。同期末，公司对外担保对象基本为国有企业，均未设置反担保，公司存在一定的或有负债风险。

⁴ 公司本部、重要子公司赣州市南康区域发集团工程投资管理有限公司、赣州市南康区域发集团中小企业投资发展有限责任公司、赣州市南康区域发集团金融投资有限公司的报告查询日分别为2024年5月23日、2024年4月18日、2024年4月17日、2024年5月15日。

表16截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保人 | 担保余额 | 担保终止年份 |
|------------------------|---------------------|-------------|
| 赣州市南康区众拓家具产业运营有限公司 | 337,164.84 | 2025年-2036年 |
| 江西佳宸建设工程有限公司 | 269,580.47 | 2024年-2033年 |
| 赣州市南康区口岸发展有限责任公司 | 147,846.15 | 2024年-2031年 |
| 赣州市南康区群拓家具产业运营有限公司 | 126,215.29 | 2024年-2033年 |
| 赣州市南康区乡投建设发展集团有限公司 | 54,903.62 | 2024年-2038年 |
| 赣州市南康区发展投资控股集团有限公司 | 53,000.00 | 2025年-2026年 |
| 赣州虔南置业有限公司 | 25,000.00 | 2027年 |
| 赣州市南康区越发置业有限公司 | 22,740.90 | 2025年 |
| 赣州融通实业有限公司 | 19,000.00 | 2024年 |
| 赣州市南康区域发家具产业智能制造有限责任公司 | 16,410.00 | 2024年-2027年 |
| 赣州市南康区旅投发展有限公司 | 10,550.00 | 2024年-2032年 |
| 赣州市南康区发控集团新能源开发有限公司 | 7,632.00 | 2038年 |
| 赣州市南康区粮食收储公司 | 5,000.00 | 2032年 |
| 赣州市南康区发控集团无人机产业发展有限公司 | 3,997.50 | 2024年-2029年 |
| 江西省城镇开发投资有限公司 | 3,160.00 | 2025年 |
| 赣州市南康区污水处理有限责任公司 | 3,000.00 | 2032年 |
| 江西瑞景生态建设发展有限公司 | 2,000.00 | 2024年-2026年 |
| 赣州市融资担保集团有限公司 | 2,000.00 | 2024年 |
| 赣州市南康区兴康教育体育发展有限公司 | 1,000.00 | 2026年 |
| 江西赣康飞机工业有限公司 | 500.00 | 2024年 |
| 合计 | 1,115,991.75 | - |

注：被担保人涉及多笔担保，此表将多笔担保余额加总列示。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）其他

本次评级公司个体信用状况为 a，较上次评级上调 1 个级别，主要是由于评级方法模型变更所引起，上次评级适用评级方法模型为《城投公司信用评级方法和模型》（版本号：cspyy_ffmx_2022V1.0）。

八、外部特殊支持分析

公司是南康区政府下属重要企业，中证鹏元认为南康区政府提供支持的能力很强，主要体现为近年南康区经济总量保持增长，GDP 位于赣州市下属区县上游水平，家具产业集群和有色金属产业发展较好，是中国实木家居之都和全国精锡产能最大的区域，为当地经济的发展提供有力支撑，且 2023 年南康区一般公共预算收入持续增长至全市第一，财政实力较强。

中证鹏元认为在公司面临债务困难时，南康区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与南康区政府的联系非常紧密。公司实际控制人为南康区国资办，主要董事、监事、总理由其任命。作为公司主要收入来源的代建业务来自南康区政府及相关单位，南康区政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制权，且近年公司持续获得当地政府在资金注入、资产划拨等方面较大力度外部支持；公司作为南康区主要的城市基础设施建设主体和国有资产运营主体，预计与政府的联系较为稳定。

(2) 公司对南康区政府非常重要。尽管公司提供了基础设施代建等公共产品和服务，但其也有相当一部分业务是市场化的；公司并非当地最核心平台且未从事供水、供热等专营性业务，南康区政府在付出一定的努力和成本的情况下是可以取代公司的；公司承担了当地较多的基础设施代建业务，在基础设施建设领域对南康区政府的贡献很大；公司已发债，其违约会对南康区地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

经评估，南康区政府对公司提供支持的意愿较上次评级未发生变化，因南康区政府信用等级上调1个级别，主要考虑到2023年南康区经济实力和财政实力进一步增强，政府可控及可调配的资源也有所增加，且当地金融机构存贷款规模维持两位数增长，当地金融环境较为活跃，同时南康区系中央财政支持普惠金融发展示范区，并出台了多项扩大金融供给、提升金融服务质效、优化金融环境等措施，南康区的流动性较往年有所改善。同时公司个体信用状况上调1个级别，依据《外部特殊支持评级方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），外部特殊支持由上次评级的“+4”调整为“+3”。

九、结论

南康区经济实力和财政实力均位于赣州市下属区县上游水平，家具产业集群和有色金属产业发展较好，是中国实木家居之都和全国精锡产能最大的区域，为当地经济的发展提供有力支撑。公司是南康区内主要的城市基础设施建设主体和国有资产运营主体，涉及基础设施代建、房地产销售、工业厂区运营、土地转让和贸易等业务，多元化程度较高。其中，公司在建的代建项目规模较大，资产端待结算代建成本超27亿元，对未来收入形成较好支撑，并且持续获得南康区政府相关部门在资产注入和财政补贴方面的外部支持。同时中证鹏元也关注到，公司在建项目规模较大且资金依赖自筹，存在较大的资金支出压力，其中部分自营项目回收期长，未来项目经营及回款情况存在不确定性，房地产销售业务仍以尾盘销售为主，佳宸建设划出后工业厂区运营收入将大幅减少，需关注对公司收入及盈利状况产生的不利影响；公司资产规模因子公司划出而明显减少，受限资产规模较大，资产流动性较弱，近年债务规模持续扩张，推升资产负债率高位上升，现金类资产对短期债务覆盖程度很低、EBITDA对债务利息保障程度较弱，公司面临较大的偿债压力。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“PR南康01/18南康债01”、“PR南康02/18南康债02”、“PR南康03/19南康债”的信用等级为AA。

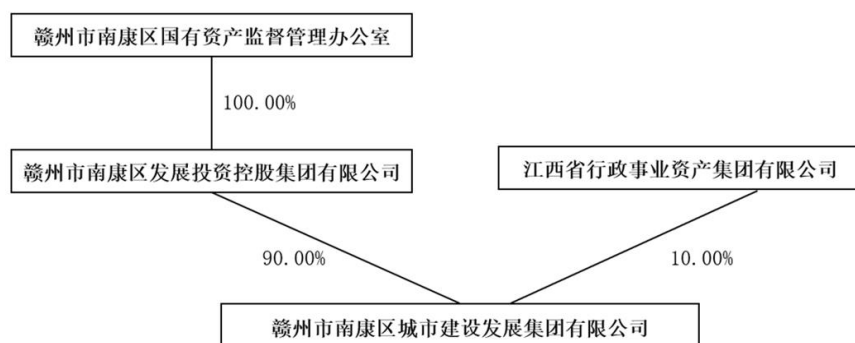
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 11.06 | 5.33 | 8.05 |
| 应收账款 | 12.69 | 7.13 | 3.86 |
| 预付款项 | 22.37 | 27.28 | 23.23 |
| 其他应收款 | 71.05 | 65.30 | 59.31 |
| 存货 | 128.42 | 131.19 | 118.12 |
| 流动资产合计 | 253.21 | 242.12 | 216.25 |
| 固定资产 | 12.50 | 10.61 | 10.94 |
| 长期股权投资 | 16.24 | 22.14 | 8.10 |
| 投资性房地产 | 25.96 | 52.67 | 49.09 |
| 其他非流动资产 | 49.33 | 47.40 | 35.10 |
| 非流动资产合计 | 135.02 | 168.11 | 136.78 |
| 资产总计 | 388.24 | 410.23 | 353.04 |
| 短期借款 | 10.95 | 6.22 | 7.55 |
| 应付账款 | 14.55 | 7.61 | 3.14 |
| 其他应付款 | 32.16 | 24.50 | 18.65 |
| 一年内到期的非流动负债 | 45.48 | 44.45 | 27.37 |
| 流动负债合计 | 122.07 | 102.16 | 71.97 |
| 长期借款 | 89.83 | 80.35 | 67.65 |
| 应付债券 | 27.45 | 40.66 | 48.86 |
| 长期应付款 | 14.91 | 21.34 | 24.75 |
| 非流动负债合计 | 133.66 | 143.68 | 141.77 |
| 负债合计 | 255.73 | 245.84 | 213.74 |
| 所有者权益 | 132.51 | 164.39 | 139.30 |
| 营业收入 | 32.45 | 37.67 | 17.49 |
| 营业利润 | 1.56 | 1.83 | 1.37 |
| 其他收益 | 3.95 | 2.01 | 1.12 |
| 利润总额 | 1.36 | 1.78 | 1.31 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -9.43 | -8.00 | 5.24 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -17.16 | -22.56 | -26.37 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 27.70 | 27.45 | 22.64 |
| 财务指标 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
| 销售毛利率 | 17.46% | 11.50% | 15.64% |
| 资产负债率 | 65.87% | 59.93% | 60.54% |
| 短期债务/总债务 | 36.48% | 31.91% | 22.53% |
| 现金短期债务比 | 0.18 | 0.08 | 0.20 |
| EBITDA（亿元） | 6.81 | 4.53 | 3.22 |

| | | | |
|---------------|------|------|------|
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.53 | 0.44 | 0.37 |
|---------------|------|------|------|

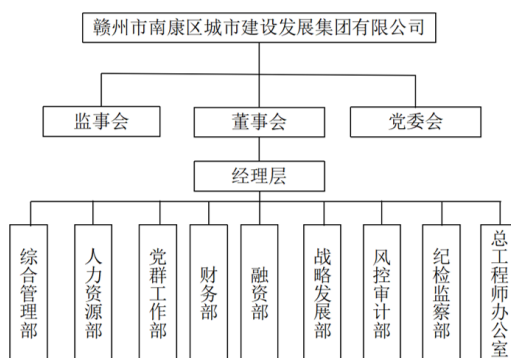
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 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 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 截至 2023 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

| 企业名称 | 持股比例 | 业务性质 |
|--------------------------|---------|---------------|
| 赣州市南康区城发集团城发房地产开发有限公司 | 100.00% | 房地产业 |
| 赣州市南康区城发集团工程投资管理有限公司 | 100.00% | 建筑装饰、装修和其他建筑业 |
| 赣州市南康区城发集团赣南汽车城产业投资有限公司 | 100.00% | 批发业 |
| 赣州市南康区城发集团中小企业投资发展有限责任公司 | 100.00% | 房地产业 |
| 赣州市南康区城发集团金融投资有限公司 | 100.00% | 商务服务业 |
| 江西城发尚源物业服务股份有限公司 | 51.00% | 房地产业 |
| 赣州市南康区城发集团唐江城镇开发有限公司 | 100.00% | 土木工程建筑业 |
| 赣州市南康区城发集团星冠贸易有限公司 | 100.00% | 批发业 |
| 赣州市南康区城发集团资产租赁运营有限公司 | 100.00% | 租赁和商务服务业 |
| 赣州市南康区城发集团供应链管理有限公司 | 100.00% | 道路运输业 |
| 赣州市南康区城发集团仓储运营管理有限公司 | 100.00% | 装卸搬运和仓储业 |
| 赣州市南康区康建建筑工程质量检测有限公司 | 100.00% | 专业技术服务业 |
| 赣州市南康区市政工程有限责任公司 | 100.00% | 土木工程建筑业 |
| 赣州市南康区常青园运营服务有限公司 | 100.00% | 居民服务业 |
| 赣州市南康区人才交流和技能培训有限公司 | 100.00% | 商务服务业 |
| 赣州市南康区中油城发石油销售有限公司 | 50.00% | 批发业 |
| 赣州市南康区空间规划设计院有限公司 | 100.00% | 商务服务业 |
| 赣州市南康区城发集团林业综合开发有限责任公司 | 100.00% | 专用设备制造业 |
| 赣州市南康区城发数智信息产业有限责任公司 | 100.00% | 家具制造业 |
| 江西汇康格力电器销售有限公司 | 100.00% | 批发业 |
| 赣州市南康区管网信息工程有限公司 | 100.00% | 软件和信息技术服务业 |
| 赣州市南康区城发集团家具产业科技运营服务有限公司 | 100.00% | 批发业 |
| 赣州虔秀置业有限公司 | 100.00% | 房地产业 |
| 赣州虔丽置业有限公司 | 100.00% | 房地产业 |
| 赣州市南康区公共交通有限责任公司 | 100.00% | 城市公共交通服务业 |
| 赣州市南康区惠康水利投资开发有限公司 | 100.00% | 水资源综合开发 |
| 赣州市南康区惠民市场开发有限公司 | 100.00% | 农贸市场租赁业 |

资料来源：公司 2023 年审计报告，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。 |