



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) 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，但不对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

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)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
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”）作为进贤县重要的基础设施建设主体，基础设施建设和安置房建设业务具有一定区域专营性，未来业务持续性较好，自营房地产项目储备也较充足，未来业务持续性较好，同时保证担保和国有土地使用权抵押担保分别有效提升了“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；但中证鹏元也关注到，近年公司垫付的基础设施项目建设款项及房地产开发成本规模较大且整体回款周期偏长，基础设施类项目投资支出产生较大规模资金沉淀，资产流动性较弱；项目投资融资压力较大，在建项目资金平衡情况有待关注；公司偿债指标表现不佳，面临较大的债务压力且公司面临较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在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

2024 年 7 月 30 日

联系方式

项目负责人：陈良玮
 chenlw@cspengyuan.com

项目组成员：刘诗绮
liushq@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	157.32	139.24	150.55
所有者权益	59.91	59.23	57.14
总债务	64.50	57.26	75.35
资产负债率	61.92%	57.46%	62.05%
现金短期债务比	0.26	0.25	0.63
营业收入	6.05	7.25	8.97
其他收益	0.75	1.30	1.01
利润总额	0.90	1.70	1.41
销售毛利率	12.80%	14.00%	13.69%
EBITDA	1.26	1.95	1.91
EBITDA 利息保障倍数	0.31	0.38	0.36
经营活动现金流净额	-2.05	-3.84	0.56

资料来源：公司2021-2023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，2023 年地区生产总值同比增长 3.5%。
- **作为进贤县重要的基础设施建设主体，公司基础设施建设和安置房建设业务具有一定区域专营性，未来业务持续性较好。**公司承担了进贤县大量基础设施、重大重点安置房建设职能，工程代建业务及安置房业务均具有一定区域专营优势，在建安置房和代建项目总投资规模较大，且存货待结算资源可为公司带来一定的收入来源，业务可持续性较好。
- **保证担保和国有土地使用权抵押担保分别有效提升了“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

- **基础设施类项目投资支出产生较大规模资金沉淀，资产流动性较弱。**近年公司垫付的基础设施项目建设款项及房地产开发成本规模较大且整体回款周期偏长，资金沉淀压力较重，且未来回款进度易受进贤县财政安排影响；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，土地资产受限规模较大。
- **项目投融资压力较大，在建项目资金平衡情况有待关注。**公司在建自营、房地产项目较多，截至 2023 年末，公司在建项目至少尚需投资 48.61 亿元，且自营项目收益及资金回笼时间存在较大不确定性，房地产项目受市场行情影响，去化存在较大不确定性，公司或面临较大的资金压力。
- **公司偿债指标表现不佳，面临较大的债务压力。**2023 年末公司总债务规模增长至 64.50 亿元，非标借款维持较大规模，6.30 亿元非标融资将于 2024 年集中到期；若考虑行权条款，公司债券将于 2024-2026 年集中行权。2023 年末现金短期债务比为 0.26，处于较低水平。
- **公司对外担保规模较大，面临较大的或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保余额合计 37.86 亿元，占同期末净资产的 63.20%，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。

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
项目收益类债务融资工具评级方法	cspy_ff_2024V1.0

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	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	3/7
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					bbb+
外部特殊支持					5
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 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

- 中证鹏元认为进贤县政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。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，主要体现为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。一是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。二是公司对进贤县政府非常重要。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，作为进贤县公开发债平台，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。

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	2023-6-27	2029-1-26
22 进贤发展债 02/22 进贤 02	4.00	4.00	2023-6-27	2029-1-26

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2024年6月21日，3个募集资金专户余额分别为754.60元、6,011.38元和1,419.02元，合计8,185.00元。

表1 截至 2023 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	11.45	8.00	100.00%

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2023年末，募投项目已投资11.45亿元，投资进度达100.00%。

（二）项目运营情况

目前该项目已完工但尚未投入运营，同时募投项目未来收益受区域经济和房地产景气度影响，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、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2023年末，

进贤创新发展控股集团有限公司（以下简称“进贤创控”）持有公司90%股权，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”）持有公司10%股权，实际控制人仍为进贤县人民政府；公司注册资本及实收资本均为6.00亿元，公司股权结构图见附录二。

跟踪期内，公司仍为进贤县重要的基础设施建设主体，主要从事进贤县基础设施建设、保障房及商品房开发销售业务等。2023年公司无偿划出1家子公司，截至2023年末，公司纳入合并范围的公司共11家。

表2 2023 年不再纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	原持股比例	处置原因	主营业务
南昌赣贤新能源有限公司	5,000.00	100.00%	无偿划转	发电业务、输电业务、供（配）电业务等

资料来源：公司 2023 年审计报告

五、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

进贤县属南昌市下辖县，具有一定的交通优势，生态资源丰富，但经济规模在南昌市下辖区县中排名靠后，工业基础较为薄弱，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。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。进贤县经济规模在南昌市下辖各区县中排名靠后，经济体量较小，2023 年地区生产总值同比增长 3.5%，分别低于全国和南昌市经济增速 1.7 和 0.5 个百分点。

近年进贤县经济增长主要依靠投资拉动，2023 年进贤县固定资产投资持续恢复。近三年，受居民收入及预期扰动，社会消费品零售总额增速波动较大。

表3 2023 年南昌市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

地区	GDP	GDP 增速	一般公共预算收入	政府性基金收入
南昌县	1,340.00	4.20%	84.99	37.08
红谷滩区	-	4.50%	34.88	0.93
西湖区	750.35	2.70%	24.26	0.21
青山湖区	-	4.00%	16.55	0.28
东湖区	504.00	3.00%	15.93	0.00

青云谱区	433.37	2.70%	13.80	4.40
新建区	-	3.00%	34.09	0.26
进贤县	-	3.50%	23.25	10.42
安义县	142.31	5.30%	19.51	14.11

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	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）		3.5%	378.08	3.7%	354.4	8.40%
固定资产投资	-	4.6%	-	-	221.9	10.90%
社会消费品零售总额	-	6.6%	145.74	4.8%	139.1	19.60%
出口总额（亿美元）	-	-	-	-	1.94	-
人均 GDP（万元）		-		5.84		5.61
人均 GDP/全国人均 GDP		-		68.18%		69.26%

注：（1）标“-”表示该数据通过公开途径无法获取；（2）2023 年数据均为政府工作报告预计数。

资料来源：进贤县 2021-2022 年统计公报、2023 年政府工作报告，中证鹏元整理

产业情况：进贤县工业基础较为薄弱，近年着力全力构建“2+1+N”现代产业体系。因矿产资源匮乏，进贤县工业基础较为薄弱，但随着对产业发展重视程度不断提高，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。医疗器械产业方面，以一次性输液器为主导的医疗器械产业近 500 来家，全国医疗器械百强企业 20 多家，超 5 家企业进入前 20 强，医疗器械产业被评为“省级中小企业特色产业集群”，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，进贤县获评“省级装配式建筑产业基地”，县里已集聚了江联重工、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。“N”即李渡酒业、文港毛笔、李渡烟花等 N 个特色产业，其中，李渡酒业、联和农牧成功创评农业产业化国家重点龙头企业。

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。依托丰富的生态湖泊资源，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，进贤县成为国家河蟹生产出口基地，军山湖大闸蟹入选中国特色农产品优势区名单。2023 年，建设高标准农田 1 万亩，完成粮食播种面积 130.17 万亩、总产量 10.19 亿斤。新增“三品一标”农产品 33 个，春香柚、瓦灰鸽上榜第二批全国名特优新农产品名录。

财政及债务水平：近年来进贤县一般公共预算收入持续增长，但财政收入质量持续下降，财政自给能力偏弱。2023 年进贤县一般公共预算收入保持增长，同比增速 9.4%，同期，受重点税源景气度较弱，叠加持续落实减税降费政策影响，2023 年进贤县税收收入同比下降 7.64%，税收占比下降至 44.69%，财政自给率有所下滑且处于较低水平。区域债务方面，近三年进贤县地方政府债务余额持续扩张。

表5 进贤县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	23.25	21.24	20.02
税收收入占比	44.69%	52.97%	69.20%
财政自给率	39.02%	39.98%	34.73%
政府性基金收入	10.42	9.36	9.18
地方政府债务余额	71.66	61.14	53.48

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

六、经营与竞争

跟踪期内，公司仍为进贤县重要的基础设施建设主体，工程代建业务及安置房业务均具有一定区域专营优势，较大规模的在建项目及存货待结算资源可为公司带来一定的收入来源，业务可持续性较好，但需关注房地产市场下行对房产销售产生的影响；且公司自营项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力

作为进贤县重要的基础设施建设主体，公司仍负责进贤县的安置房和基础设施建设业务。从收入结构来看，工程建设业务收入是公司最主要收入来源，得益于结算规模增加，2023年工程建设收入同比有所增长；随着房地产市场下行且受公司推盘节奏影响，2023年房产销售收入规模大幅下滑。另有其他业务收入为公司营业收入形成一定补充，主要包括物业收入、租赁收入、保教费收入等，但收入规模均较小。

表6 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
工程建设	4.20	69.44%	10.54%	3.88	53.49%	10.35%
房产销售	1.70	28.10%	15.10%	2.94	40.59%	18.53%
其他收入	0.15	2.46%	50.41%	0.43	5.92%	16.01%
合计	6.05	100.00%	12.80%	7.25	100.00%	14.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）工程建设业务

跟踪期内，公司基础设施建设业务在进贤县仍具有一定专营性，较大规模的在建项目及存货中沉淀的较大规模待结算项目成本可为公司带来一定的收入来源，业务可持续性较好；公司自营项目尚需投资规模较大，但收益及资金回笼时间存在不确定性，公司面临较大的资金压力

作为进贤县重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，基础设施建设业务在进贤县内具有一定专营性。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年公司及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，约定由公司或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。2023年进贤县财政未就新增代建项目与公司签订代建协议。

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，2023年公司工程建设业务收入略有增长，主要来自2022年老旧改造（老榨油厂等）、中医院项目、水环境治理工程和体育中心项目（2021年进贤县总工会）等。

业务开展方面，公司基础设施建设项目在建规模较大且仍维持一定的投资强度，截至2023年末，主要基础设施项目计划总投资37.88亿元，已投资9.95亿元；另外，公司存货中尚未结算的代建项目规模较大，预计公司工程建设业务持续性较好，但仍面临较大的资金压力，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。

表7 截至 2023 年末公司主要在建、拟建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资
中医院项目	5.50	4.53	0.97
青岚新区医院	5.00	2.91	2.09
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	0.46	4.54
2022 年老旧改造（老榨油厂等）	3.12	0.42	2.70
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	1.55	0.61	0.94
2021 年老旧改造（贤湖路等）	1.01	0.67	0.34
体育中心项目	0.90	0.35	0.55
进贤县城镇污水处理设施建设项目	15.80	-	15.80
合计	37.88	9.95	27.93

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据公司市场化转型方向的业务安排，公司主要规划建设现代智慧农业基地项目，该项目占地面积约166亩，计划打造集种植、科普、科研、休闲旅游等为一体的智慧大型农业综合体，预计收入来源均

为农业种植收入和旅游收入等，截至2023年末，尚需投资1.83亿元，收益及资金回笼时间存在较大不确定性，公司或面临一定的资金压力。

表8 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	尚需投资	资金来源	预计收入来源
现代智慧农业基地	2.50	0.67	1.83	上级资金、自筹	农业种植收入和旅游收入等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）房产销售业务

跟踪期内公司安置房建设业务具有一定区域专营优势，承接了进贤县较多重大重点安置房项目，预售未结算项目可为未来房屋销售收入提供一定保障，但目前房地产市场仍处于下行周期，公司房地产开发项目投资规模较大，需持续关注市场销售走弱对公司商品房去化及盈利空间的影响，且面临较大资金支出压力

公司房地产开发业务包含安置房的建设销售及商品房的开发销售，仍由公司本部及子公司进贤县城投房地产开发有限公司（以下简称“进贤房地产”）负责运营，承接了进贤县较多重大重点安置房项目，在进贤县具有较强专营性。

2019年4月，进贤县人民政府同意将安置房项目的一定比例建设规模用于商品房开发销售（地块间可进行调剂），安置房项目由公司负责具体建设及拆迁安置工作，完工后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按照市场化运营模式销售并确认收入。对于纯商品房项目，土地均通过“招拍挂”获取，项目建成后通过出售房屋获得收益。

受房地产市场下行和公司推盘节奏影响，2023年公司房产销售收入大幅下滑，结转收入主要来自于滨湖一号、滨湖二号等纯商品房开发项目，因滨湖二号毛利率较高，房地产销售业务毛利率有所上升。截至2023年末，公司合同负债1.32亿元，以预收房款为主，待结转资源可为公司房产销售收入提供一定保障。

表9 公司房地产销售收入结转情况（单位：亿元）

年份	项目名称	项目性质	确认收入	结算成本
2023 年	滨湖一号	纯商业	1.16	1.01
	滨湖二号	纯商业	0.54	0.43
	合计	-	1.70	1.44

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在售房地产项目如下表所示，待售商品房面积13.63万平方米，待售安置房面积19.90万平方米，纯安置房项目销售均价较低，在售商品房项目销售均价受楼盘位置及周边配套情况影响存在较大差异。值得注意的是，部分商品房项目剩余可售部分主要系楼层位置较差的尾盘，去

化不利。

表10 2023 年末公司主要在售房地产项目情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目名称	商品房面积	安置房面积	待售商品房面积	待售安置房面积	累计销售额	销售均价（含税）
楼宇国际（一期）	0.97	1.88	-	1.88	0.32	0.50
楼宇国际（二期）	1.54	2.18	-	2.18	0.54	0.44
滨湖一号	6.67	-	0.10	-	4.16	0.66
滨湖二号	14.31	-	13.53	-	0.54	0.69
近湖佳苑	-	15.39	-	8.04	1.65	0.24
塘湾佳苑	-	6.66	-	0.12	1.92	0.30
塔上佳苑	-	14.37	-	7.68	1.46	0.20
合计	23.50	40.47	13.63	19.90	10.60	3.03

注：（1）“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”包括近湖佳苑、塘湾佳苑和塔上佳苑项目三个项目；（2）累计销售金额不包括配套车位等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建房地产项目预计总投资49.73亿元，尚需投资11.92亿元。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。目前房地产市场仍面临较大的下行压力，需持续关注公司在建项目中商品房部分的去化压力和资金压力。

表11 截至 2023 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	7.55	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	11.45	自筹资金、募集资金
大陆吴家安置房	商业+安置	2021.01-2023.12	6.80	4.36	财政拨款、自筹资金
经开区高新花园二期	商业+安置	2018.11-2023.12	6.50	4.00	财政拨款、自筹资金
滨湖一号	商品房开发	2019.04-2022.04	5.96	3.80	自筹资金
前后李安置房	商业+安置	2020.10-2023.12	5.50	4.83	财政拨款、自筹资金
杨家安置房	商业+安置	2019.12-2022.12	1.40	1.82	财政拨款、自筹资金
合计	-	-	49.73	37.81	-

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

（三）外部支持

跟踪期内公司继续获得政府在财政补贴方面的大力支持

2023年公司取得进贤县政府补助0.75亿元，占同期利润总额的比重为83.72%，提升了公司的盈利水平。

七、财务分析

财务分析基础说明

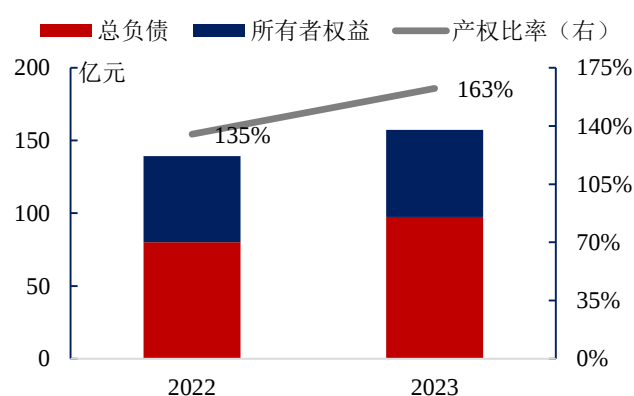
以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司无偿划出1家子公司，截至2023年末，公司纳入合并范围的公司共11家。

资本实力与资产质量

跟踪期内，随着项目推进，公司资产规模持续增长；存量资产以应收款项和项目建设成本、土地为主，资产流动性不佳

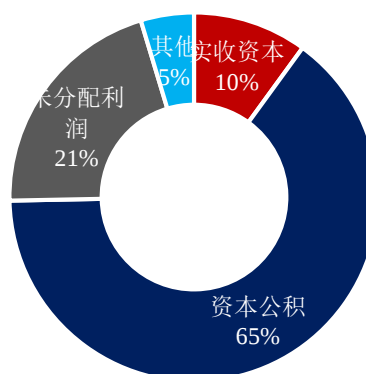
得益于利润积累，2023年公司所有者权益小幅增长，但在公司负债增长驱动下，2023年末公司产权比率持续抬升至162.62%，所有者权益对负债的保障能力较弱。从权益结构来看，所有者权益主要为进贤县政府部分划拨注入土地、资金等形成的资本公积。

图2 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

图3 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司基础设施代建业务收入占比达90%以上，由于公司承接的基础设施建设项目结算或回款较为滞后，安置房建设进度较为缓慢及去化不佳，公司大量资金沉淀于项目建设形成的存货中，并且因代建产生的对进贤县及区域内国有企业的应收类款项持续累积，2023年末上述各类项目投入和往来拆借余额为公司总资产的92.61%，对其资产变现能力造成较大影响。

公司存货主要由开发成本和土地资产组成；截至2023年末，公司存货-开发成本57.56亿元，主要系历史累积的大量尚未结算的基础设施项目成本和安置房投资成本，随着近年公司仍维持一定的投资强度，开发成本账面价值持续增加；土地资产主要由公司历年来通过政府划拨以及招拍挂方式取得的土地使用权构成，2023年末账面价值为31.57亿元，较2022年末下滑10.72亿元，主要系进贤县政府部门按照账面

价值收回土地¹所致，共46宗土地资产，总面积219.61万平方米，用途多为住宅和商住用地，主要为出让用地，其中，已抵押的土地账面价值20.95亿元，占存货中土地资产的66.36%。应收款项以应收进贤县财政局工程结算款及与区域内国企、事业单位等往来款为主，2023年末变动不大，应收款项占公司总资产的比重达35.96%，对公司资金形成较大占用。公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，2023年末货币资金账面余额有所下滑。

固定资产主要为公司持有的商铺和办公楼等，随着公司部分安置房商铺部分、在建工程中的进贤城投大厦完工转固，2023年末固定资产账面价值大幅增长；截至2023年末，已抵押的资产账面价值1.19亿元，占固定资产的23.80%。

表12 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	3.86	2.45%	4.25	3.05%
应收账款	10.05	6.39%	8.63	6.20%
其他应收款	46.52	29.57%	31.79	22.83%
存货	89.13	56.66%	91.01	65.36%
流动资产合计	151.44	96.26%	136.07	97.72%
固定资产	5.01	3.19%	2.20	1.58%
非流动资产合计	5.89	3.74%	3.18	2.28%
资产总计	157.32	100.00%	139.24	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

跟踪期内，公司在建及存量待结算代建项目规模较大，预计公司代建业务收入可持续性较好，房产销售业务仍具有一定规模的可结算资源，但需持续关注房地产下行背景下，公司房地产项目的去化压力；公司主业盈利能力弱，政府补贴对利润总额形成有力支撑

公司营业收入主要来自工程代建业务和房产销售业务，受房产去化不利影响，2023年公司营业收入同比下滑16.57%。截至2023年末，公司在建基础设施建设项目及存量待结算项目规模较大，随着项目逐步结算，预计公司工程代建业务收入仍具有可持续性。2023年末公司合同负债1.32亿元，且在建安置房项目较多，随着后续推盘，房产销售业务仍具有一定规模的可结算资源，但需持续关注房地产下行背景下，公司房地产项目的去化压力。此外，其他收入为公司营业收入提供一定补充，主要包括物业收入、租赁收入和保教费收入等，但收入规模均较小，随着防疫物资收入不再具有可持续性，2023年其他业务收入大幅下滑。毛利率方面，工程代建业务毛利率较为稳定，受2023年结转房地产项目毛利率较低影响，

¹ 2023 年进贤县人民政府收回公司土地，该部分土地回收政府尚未出具文件，公司按照账面价值核减存货中土地资产，并于其他应收款中挂账。

2023年公司销售毛利率有所下滑。

从利润构成来看，公司主业盈利能力弱，政府补贴对利润总额形成有力支撑，2023年公司取得进贤县政府补助0.75亿元，占同期利润总额的比重为83.72%。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	6.05	7.25
营业利润	0.92	1.69
其他收益	0.75	1.30
利润总额	0.90	1.70
销售毛利率	12.80%	14.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

跟踪期内公司项目开支规模较大，经营活动现金流持续净流出，项目建设对外部融资存在较强的依赖性，且近三年存量债务本息接续压力较大，公司通过银行借款及非标融资等弥补资金缺口，总债务规模持续增长，偿债指标表现较弱

随着项目建设持续投入和债务滚续需求，2023年末公司总负债规模上升至97.42亿元。公司负债主要由刚性债务以及与当地国企的往来款构成；其中刚性债务规模较大，近年来占总负债的比例维持在65%以上。

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	1.42	1.46%	1.05	1.31%
其他应付款	28.80	29.57%	15.83	19.78%
一年内到期的非流动负债	13.58	13.94%	15.89	19.86%
流动负债合计	46.81	48.05%	38.29	47.86%
长期借款	36.42	37.38%	25.44	31.80%
应付债券	7.93	8.14%	10.28	12.85%
长期应付款（合计）	5.54	5.68%	5.27	6.58%
非流动负债合计	50.61	51.95%	41.72	52.14%
负债合计	97.42	100.00%	80.01	100.00%
总债务	64.50	66.21%	57.26	71.56%
其中：短期债务	15.00	15.40%	16.94	21.17%
长期债务	49.49	50.81%	40.32	50.40%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末公司总债务规模增长至64.50亿元，从融资渠道来看，以保证抵押借款和保证质押借款为

主的银行借款是公司最主要的融资渠道，2023年末占公司总债务的64.07%，授信方主要为政策性银行及上饶银行、江西银行等地方性银行。公司非标借款维持较大规模，2023年末为12.48亿元，其中，6.30亿元的非标融资将于2024年集中到期，需关注公司非标借款的接续或置换情况。债券融资对公司外部融资形成一定补充，但多设置提前偿还和回售条款，若考虑行权条款，公司债券将于2024-2026年集中行权，届时需关注公司资金安排。其他融资主要系子公司从农发基础设施基金有限公司取得的增资款，列入长期应付款科目核算，2023年末为0.32亿元（包括一年内到期部分），该部分资金期限较长且融资成本较低。

另外，与区域间其他国企的往来所形成的拆借款是近年公司资金周转的重要部分，该类款项占比较高且增速较快。

表15 截至 2023 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	综合融资成本	融资余额	占比	一年以内	一年以上
银行借款	6.26%	41.25	64.07%	6.15	35.10
债券融资		10.33	16.05%	2.40	7.93
非标融资		12.48	19.38%	6.30	6.18
其他融资		0.32	0.50%	0.03	0.29
合计	-	64.38	100.00%	14.88	49.50

注：融资余额不包括一年内到期的借款利息 0.12 亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司流动性需求主要来自项目开支和债务还本付息。公司经营活动净现金流受项目支出和回款进度、往来款收支影响较大，2023年公司项目开支规模较大，政府回款大幅减少，经营活动现金流持续净流入。投资活动以自营项目投资和外购资产为主，2023年随着自营项目持续推进，投资活动现金流净流出0.52亿元。公司主要通过银行借款及非标融资等弥补资金缺口，得益于2023年新增融资到位资金较多，2023年筹资活动现金流由负转正。目前公司在建项目较多，仍需新增大量长期外部融资，同时近三年存量债务本息接续压力较大，需持续关注融资政策变化对公司的影响。

从偿债能力指标来看，公司资产负债率持续抬升，2023年末为61.92%，现金类资产仍难以对即期债务偿付形成有效保障。公司利润总额及EBITDA主要来源于进贤县政府的财政补贴，2023年EBITDA利息保障倍数进一步下滑至0.31。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	4.70	7.55
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-2.05	-3.84
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-0.52	-0.50
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	2.58	-2.38
现金及现金等价物净增加额（亿元）	0.01	-6.72
资产负债率	61.92%	57.46%

现金短期债务比	0.26	0.25
EBITDA 利息保障倍数	0.31	0.38

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

八、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。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，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2021年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2024年7月1日）、子公司进贤国投（报告查询日为2024年7月1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

截至2023年末，公司对外担保余额合计37.86亿元，占同期末净资产的63.20%，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17 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

担保方	被担保方	放款日期	到期日期	担保余额
进贤城市建设投资发展集团有限公司	进贤创新发展控股集团有限公司	2022/3/29	2030/3/30	43,000.00
		2022/12/5	2024/12/1	7,000.00
		2022/5/12	2029/5/13	20,000.00
		2022/5/16	2031/5/15	39,500.00
进贤城市建设投资发展集团有限公司	进贤经开区工业投资发展有限公司	2021/10/27	2024/10/30	3,554.11
		2021.8.20	2035.8.23	24,780.00
		2023/7/18	2024/7/17	11,000.00
		2021/6/25	2035/6/25	29,300.00

进贤城市建设投资发展集团有限公司	南昌赣贤新能源有限公司	2022/6/30	2024/6/29	950.00
		2023/8/11	2024/8/11	3,200.00
进贤县城投基础设施建设开发有限公司	南昌赣贤新能源有限公司	2023/8/11	2024/8/11	3,200.00
进贤城市建设投资发展集团有限公司	进贤县金沙湾实业发展有限公司	2021/2/3	2026/2/3	4,894.89
		2021/6/23	2024/6/10	1,453.81
		2021/10/26	2024/10/26	1,771.49
		2016/12/28	2032/12/27	55,600.00
		2021/2/8	2026/2/8	10,819.52
		2020/9/21	2025/9/25	13,500.00
		2020/9/21	2025/9/25	25,500.00
进贤县国有资产经营投资有限公司	进贤县金沙湾实业发展有限公司	2020/8/18	2030/8/31	19,800.00
进贤城市建设投资发展集团有限公司	进贤县高新工业园实业发展有限公司	2021/12/5	2024/6/5	4,900.00
	进贤县创控农业有限公司	2023/5/25	2030/5/22	20,000.00
	进贤县千医良邦企业管理有限公司	2022/3/30	2032/3/29	30,000.00
	进贤县交通建设工程有限公司	2023/3/23	2025/3/23	4,900.00
合计	-	-	-	378,623.82

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

九、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和政府补贴，有效提升了公司的资本实力和盈利能力，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。

十、债券偿还保障分析

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。

江西省信用融资担保集团股份有限公司（以下简称“江西信担”）成立于2008年11月，原名“江西省信用担保股份有限公司”，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”）、江西省行政事业单位资产管理中心（现更名为“江西省财政资产中心”）发起组建的国有担保机构。2018年8月，江西省财政资产中心将其所持江西信担0.01%股权及江西行政事业资产集团所持的江西信担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其所持江西信担49.99%股权无偿划转至江西金控集团。2021年，江西金控集团陆续向江西信担注入资本金合计4.85亿元，并将账面价值6.30亿元的江西省普惠融资担保有限公司（以下简称“普惠担保公司”）100%股权划入江西信担。2022年5月，江西信担陆续收到来自江西金控集团、景德镇市国资运营投资控股集团有限责任等十三家股东合计15.65亿元的货币资金增资款。2023年2月，江西金控集团将其持有江西信担的全部股份划转给其全资子公司江西省金控投资集团有限公司（以下简称“江西金控投资”）。截至2023年末，江西信担注册资本和实收资本均为50.00亿元，控股股东为江西金控投资，穿透后实际控制人为江西金控集团，股权结构如下表所示。

表18 截至2023年末江西信担股权结构（单位：万元）

股东名称	出资额	持股比例
江西省金控投资集团有限公司	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	6.00%
景德镇市城市建设投资集团有限责任公司	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	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	2.00%
抚州市东乡区城市投资发展有限公司	10,000.00	2.00%
万载投资发展集团有限公司	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	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	2.00%

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

资料来源：江西信担提供，中证鹏元整理

江西信担主要在江西省内从事间接融资担保业务、直接融资担保业务、非融资担保业务以及自有资金投资等业务。近年江西信担坚持聚焦融资担保主业，加大直接融资担保业务开展力度，债券担保业务规模大幅增加；同时，在电子投标保函业务带动下，非融担保业务发生额快速上升，带动担保业务规模实现快速增长。2023年江西信担本部当期担保发生额2,361.20亿元，2021-2023年复合增长率为154.55%，主要系江西信担期限较短的电子投标保函业务发生额显著上升。截至2023年末，江西信担本部担保余额合计396.28亿元，同比增长64.15%。

表19 江西信担本部业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期担保发生额	2,361.20	1,996.38	364.42
当期解除担保额	2,206.32	1,943.05	288.93
期末担保余额	396.28	241.41	188.09
其中：融资担保余额	271.60	188.09	151.16
直接融资担保余额	206.38	117.27	59.89
间接融资担保余额	65.22	70.82	91.27
非融资性担保余额	124.68	53.07	36.68
融资担保责任余额	221.71	155.21	123.35
融资担保责任余额放大倍数	4.30	3.11	3.70

资料来源：江西信担提供，中证鹏元整理

江西信担的直接融资担保业务均为债券担保，江西信担重点拓展的债券品种为江西省内发行人拟发行的城投债，项目来源主要为银行、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2023年末江西信担直接融资担保余额为206.38亿元，其中直保项目和分保项目担保余额分别为196.23亿元和10.15亿元。但随着一揽子化债方案和国办“35号文”等一系列政策落地实施，未来江西信担直接融资担保业务增长或将承压，担保业务结构面临一定转型压力。

江西信担本部间接融资担保业务主要为一般贷款担保和项目贷担保，主要客户包括中小微民营企业 and 城投类企业等，业务拓展渠道主要为江西信担自主拓展以及银行推荐。2022年江西信担普惠担保业务移交至子公司普惠担保公司开展。截至2023年末，江西信担本部开展的间接融资担保余额为65.22亿元、普惠担保公司担保余额42.62亿元，两者合计107.84亿元，同比增长15.39%。

江西信担非融资担保业务主要包括履约保函业务、投标保函业务等。2023年，江西信担非融资担保业务发生额为2,085.70亿元，较2021年增长892.42%，主要原因为2022年江西信担电子投标保函业务增长

较快；同期末，江西信担非融资担保余额为124.68亿元，同比增长134.95%。

2023年，江西信担当期担保代偿额为3,740.01万元，当期担保代偿率为0.02%。近年末江西信担累计代偿回收率呈上升态势，但仍处于相对较低水平，2023年江西信担累计代偿回收率为56.67%，追偿力度和效果有待持续加强。近年江西信担的担保业务准备金规模和拨备覆盖率持续上升，截至2023年末，未到期责任准备金和担保赔偿准备金合计11.39亿元，同比增长29.53%，拨备覆盖率为244.69%，同比上升43.71个百分点。

为提高资金使用效率，江西信担在符合监管要求的情况下，利用闲置资金开展委托贷款和债券投资业务。截至2023年末，江西信担委托贷款余额14.14亿元，同比下降8.83%，已计提委托贷款减值准备0.17亿元；同期末债券投资余额为13.75亿元，同比上升148.19%。

表20 江西信担主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	84.48	67.99	48.66
其中：货币资金	27.17	22.92	14.31
存出保证金	18.18	17.41	12.25
应收代偿款账面余额	4.66	4.38	4.03
应收代偿款坏账准备	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	54.68	53.02	36.47
营业收入	7.68	5.80	3.40
其中：担保业务收入	4.91	3.46	1.90
利息收入	2.28	1.77	1.39
净利润	2.10	1.43	1.13
净资产收益率	3.90%	3.19%	3.73%
当期担保代偿率	0.02%	0.02%	0.21%
累计担保代偿率	0.16%	0.27%	0.78%
累计代偿回收率	56.67%	54.63%	54.64%
拨备覆盖率	244.69%	200.98%	175.51%

资料来源：江西信担 2021-2023 年审计报告及江西信担提供，中证鹏元整理

近年江西信担资产规模大幅增长，截至2023年末，江西信担资产总额为84.48亿元，较2021年末增加73.61%。江西信担资产主要由货币资金、存出保证金、委托贷款和债权投资组成，现金类资产占比较高。截至2023年末，货币资金27.17亿元，在资产总额中的占比为32.16%，其中受限货币资金0.38亿元，为客户存入保证金；存出保证金18.18亿元，在资产总额中的占比为21.52%。近年江西信担应收代偿款规模持续上升，但占比持续下降，截至2023年末其账面价值为4.66亿元，在资产总额中的占比为5.52%。在宏观经济增长承压的背景下，中小企业经营压力上升，未来江西信担担保代偿以及代偿款回收情况仍需关注。

截至2023年末，江西信担I级资产占资产总额扣除应收代偿款后的68.98%，I级资产和II级资产之和

占资产总额扣除应收代偿款后的76.23%，III级资产占资产总额扣除应收代偿款后的23.60%。三级资产占比均符合《融资担保公司监督管理条例》的规定，整体来看江西信担货币资金占比高，资产流动性较好。

随着担保业务规模的不断扩大，江西信担预收保费和担保业务准备金规模快速上升，叠加其他非流动负债大幅增长，近年来江西信担负债总额显著增加。截至2023年末，江西信担负债总额29.80亿元，同比增长99.20%，其中预收保费5.49亿元，同比增长109.13%，未到期责任准备金和担保赔偿准备金合计11.39亿元，同比增长29.53%。此外，同期末其他非流动负债10.31亿元，较上年末0.27亿元大幅增加，主要包括与中信证券股份有限公司进行的3.73亿元国债正回购和6.28亿元协议式回购融资。

受益于2022年股东增资，江西信担资本实力显著增强，截至2023年末，所有者权益合计54.68亿元，较2021年末增长49.91%。同期末，融资担保责任余额放大倍数为4.30倍，处于较低的水平，未来江西信担有较大业务发展空间。近年江西信担营业收入和净利润快速提升，2023年营业收入为7.68亿元，2021-2023年复合增长率为50.20%，其中担保业务收入4.91亿元，2021-2023年复合增长率为60.86%；同期净利润为2.10亿元，同比增长46.92%。受城投债发行政策边际收紧的影响，未来债券担保市场需求下降，江西信担债券担保业务增长承压，对后续营业收入及利润可能产生一定负面影响。

从外部支持方面来看，江西信担控股股东为江西金控投资，实际控制人为江西金控集团。江西信担是江西省第一家全资国有大型融资担保机构，在江西省融资担保体系中的重要地位以及在助力省内各级地方国有投资公司融资中发挥的重要作用，在资本金补充、业务拓展等方面得到实际控制人和政府的有力支持。

综上，江西信担股东背景强，在资本补充、业务开展等方面获得了江西金控集团及当地政府的大力支持；担保余额持续增长，带动担保业务收入持续增加；资本实力强，整体资产流动性较好。同时中证鹏元也关注到，受政策影响，未来债券担保业务开展或面临一定转型压力；关联方担保规模快速上升，需关注相关风险。

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，但跟踪期内公司未对抵押土地重新进行评估，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2023年末，公司未对抵押土地重新进行评估。

表21 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	2023 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

十一、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稳步增长。而公司为进贤县重要的基础设施建设主体，基础设施建设和安置房建设业务具有一定区域专营性，未来业务持续性较好，自营房地产项目储备也较充足。但近年公司垫付的基础设施项目建设款项及房地产开发成本规模较大且整体回款周期偏长，基础设施类项目投资支出产生较大规模资金沉淀，资产流动性较弱；项目投融资压力较大，在建项目资金平衡情况有待关注；公司偿债指标表现不佳，面临较大的债务压力。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。

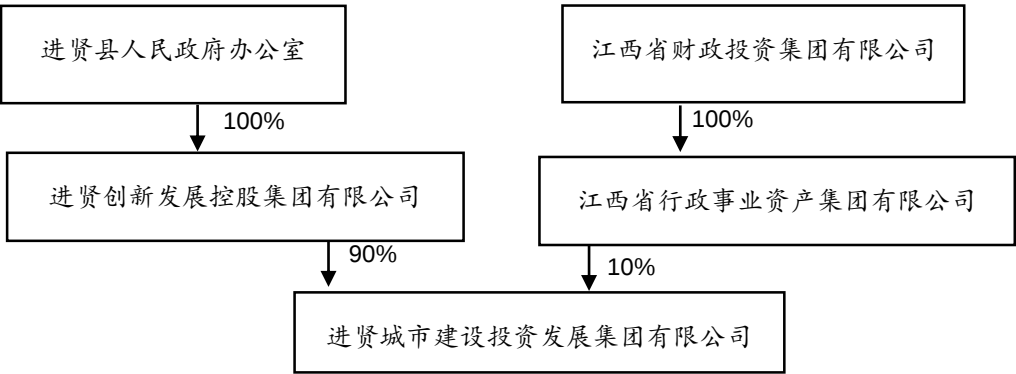
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“22进贤发展债01/22进贤01”的信用等级为AAA、维持“22进贤发展债02/22进贤02”的信用等级为AA+。

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	3.86	4.25	10.97
应收账款	10.05	8.63	11.41
其他应收款	46.52	31.79	43.54
存货	89.13	91.01	74.71
流动资产合计	151.44	136.07	140.68
固定资产	5.01	2.20	2.27
非流动资产合计	5.89	3.18	9.86
资产总计	157.32	139.24	150.55
短期借款	1.42	1.05	5.60
应付账款	0.21	1.19	0.02
其他应付款	28.80	15.83	10.53
一年内到期的非流动负债	13.58	15.89	11.92
流动负债合计	46.81	38.29	34.84
长期借款	36.42	25.44	46.81
应付债券	7.93	10.28	4.73
长期应付款	5.54	5.27	6.30
非流动负债合计	50.61	41.72	58.57
负债合计	97.42	80.01	93.41
所有者权益	59.91	59.23	57.14
营业收入	6.05	7.25	8.97
营业利润	0.92	1.69	1.42
其他收益	0.75	1.30	1.01
利润总额	0.90	1.70	1.41
经营活动产生的现金流量净额	-2.05	-3.84	0.56
投资活动产生的现金流量净额	-0.52	-0.50	-0.10
筹资活动产生的现金流量净额	2.58	-2.38	-2.66
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	12.80%	14.00%	13.69%
资产负债率	61.92%	57.46%	62.05%
短期债务/总债务	23.26%	29.58%	23.24%
现金短期债务比	0.26	0.25	0.63
EBITDA（亿元）	1.26	1.95	1.91
EBITDA 利息保障倍数	0.31	0.38	0.36

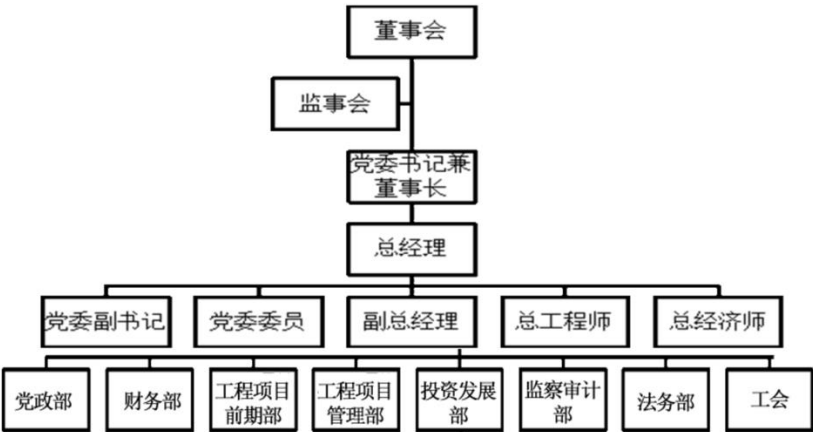
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



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 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 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%	物业管理
进贤县国有资产经营投资有限公司	10,000.00	100.00%	城乡基础设施、公益设施
进贤县城投财务咨询有限公司	20,000.00	100.00%	业管理咨询，财务咨询，融资咨询服务
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、公益工程
进贤县城投基础设施建设开发有限公司	27,600.00	100.00%	建设工程施工，房地产开发经营
进贤县城发建筑有限公司	20,000.00	100.00%	房屋建筑工程、市政公用工程、园林绿化工程、土石方工程
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
进贤城泰建设开发有限公司	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，消毒器械销售
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。