

赣州市南康区城市建设发展集团有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告(18 南康债 02/PR 南康 02, 19 南康债/PR 南康 03, 18 南康债 01/PR 南康 01)

中鹏信评【2025】跟踪第【658】号 01

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

赣州市南康区城市建设发展集团有限公司相关债券2025年跟踪评级报告（18南康债02/PR南康02，19南康债/PR南康03，18南康债01/PR南康01）

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
18南康债02/PR南康02	AA	AA
19南康债/PR南康03	AA	AA
18南康债01/PR南康01	AA	AA

评级日期

2025年06月29日

联系方式

项目负责人：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：陈欣蔚
chenxinwei@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

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，待结算规模仍较大，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，因部分子公司划出导致公司净资产规模进一步减少，且公司资产流动性较弱，在建项目尚需投资额较大，仍面临较大的资金支出压力，同时债务规模仍较大，面临较大的债务压力，此外，对外担保规模较大，存在一定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一段时期内仍将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，且有望持续获得南康区政府较大力度的支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024	2023	2022
总资产	425.52	388.24	410.23
所有者权益	127.95	132.51	164.39
总债务	202.67	199.82	193.71
资产负债率	69.93%	65.87%	59.93%
现金短期债务比	0.20	0.18	0.08
营业收入	25.43	32.45	37.67
其他收益	4.33	3.95	2.01
利润总额	1.46	1.36	1.78
销售毛利率	18.77%	17.46%	11.50%
EBITDA	6.57	6.81	4.53
EBITDA利息保障倍数	0.56	0.53	0.44
经营活动现金流净额	-4.23	-9.43	-8.00

资料来源：公司2022-2024年审计报告，中证鹏元整理

正面

- **南康区家具产业集群优势显著，经济、财政实力稳居赣州市前列。**南康区是赣州市中心城区的重要组成部分，坐拥的赣州国际陆港为家具产业及外贸经济的发展提供了良好基础，当地具有全国最大的实木家具生产基地，并积极开展有色金属和电子信息等产业，2024 年 GDP 及一般公共预算收入均保持增长，规模均位居全市前列，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 2024 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较大，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。**2024 年，公司收到来自南康区政府等相关单位提供的 4.21 亿元园区运营等补贴，有效提升了公司的利润水平。

关注

- **受子公司划出影响，公司净资产规模继续下降。**2024 年，公司将包括赣州市瑞康建设运营管理有限公司、赣州市南康区惠民市场开发有限公司等在内的多家子公司股权划出，导致资本公积有所减少，资本实力进一步弱化。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由项目投入成本、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，代建项目结算进度仍取决于项目建设进度及政府统筹安排，自营项目投资回收期较长；同时往来款规模较大，对公司营运资金形成占用。截至 2024 年末，公司受限资产规模为 69.39 亿元，占总资产比重 16.31%。此外，2024 年末公司对失信民营企业的应收账款账面金额为 3.08 亿元，需关注资金回收风险。
- **在建项目资金支出压力仍较大，且需关注自营项目未来经营状况及投资回收情况。**截至 2024 年末，公司在建项目尚需投资额仍较大，但经营活动现金流持续净流出，仍面临较大的资金压力。此外，公司投资建设的自营项目较多，收益实现易受当地经济发展、招商引资进展等因素影响，未来经营状况及投资回收情况存在一定不确定性。
- **债务规模较大，仍面临较大偿债压力。**受项目建设资金需求推动，2024 年公司加大债务融资，并在部分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抬升至 69.93%，同时现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数仍处于较低水平。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2024 年末，公司对外担保余额为 124.62 亿元，其中对民营企业的担保余额为 4.72 亿元，其他对外担保对象主要为国有企业，但均未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	控股股东	总资产	所有者权益	营业收入	职能定位及业务
南康发投	南康区国资办	599.62	202.25	37.93	南康区内核心的城市基础设施建设主体
城发集团	南康发投	425.52	127.95	25.43	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
陆港集团	南康区国资办	143.60	52.87	45.51	赣州国际陆港基础设施建设的重要主体
南康口岸公司	陆港集团	-	-	-	主要负责赣州国际陆港口岸监管区的建设及运营

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，南康发投为赣州市南康区发展投资控股集团有限公司的简称、南康区国资办为赣州市南康区国有资产监督管理办公室的简称；2）以上各指标选用 2024 年（末）数据；3）赣州市南康区口岸发展有限责任公司无 2024 年公开财务数据。

资料来源：Wind、公开资料、公司提供，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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
区域状况	区域状况评分	4/7	经营&财务状况	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。

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
18 南康债 02/PR 南康 02	2.30	0.46	2025-04-01	2025-10-29
19 南康债/PR 南康 03	2.40	0.48	2025-04-01	2026-01-23
18 南康债 01/PR 南康 01	3.00	0.60	2025-04-01	2025-09-27

一、 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年第三期债券募集资金的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2024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”债券的募集资金专项账户余额为0。

二、 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年末，公司注册资本和实收资本均为10.00亿元，控股股东南康发投持有公司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，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。截至2024年末，公司合并范围一级子公司为22家，2024年公司新增合并范围子公司10家、减少9家，上述子公司整体规模较小。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更

加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。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“控增化存”的总体思路下，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，不仅针对基础设施投资类企业的隐债化解，还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。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，非重点省份化债和发展并存。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，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。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，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地政府在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

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，家具产业系当地核心主导产业，拥有全国最大的实木家具生产基地，并大力发展有色金属和电子信息等产业，近年区域经济与财政实力均稳居全市区县上游水平，但财政平衡能力仍较弱，同时政府债务规模因支持产业园区及民生等领域建设而持续扩张

区位优势：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家具产业及外贸经济的发展提供良好基础。南康区为赣州市中心城区的重要组成部分，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，2024年末常住人口为83.52万人，系全市人口最多的区县。区域交通网络较为密集，赣州黄金机场、赣州国际陆港坐落于此，3条国道、4条铁路、4条高速公路过境而过，已融入粤港澳大湾区两小时经济圈。其中，赣州国际陆港作为全国第八个内陆开放口岸、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%，2024年其铁海联运线路覆盖中亚五国及欧洲20余国150多城，中欧班列开行量约占全省80%。此外，作为全国内陆唯一进口木材直通口岸，该陆港还为南康区突破木材资源瓶颈、发展千亿级家具产业并开拓国际市场提供了关键支撑。根据赣州市规划，未来将进一步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，大力发展港口经济。

经济发展水平：南康区经济总量稳居赣州市下辖区县前列，2024年经济继续实现良好增长，但经济发展水平仍较为一般。近年来南康区经济总量持续增长，2024年三次产业结构调整为5.9：38.5：55.6，第三产业占比有所提升。固定资产投资方面，虽然工业投资同比增长8.9%，但受基础设施投资大幅下滑拖累，2024年南康区固定资产投资规模与上年相比基本持平，但其规模仍连续三年位列全市第一、约占全市10%。消费方面，在国补等利好政策的带动下，2024年南康区家用电器和音响器材、汽车类分别同比增长48.2%和14.3%，进一步带动当地社会消费总量稳步增长，其中网络零售额居全省区县第一。进出口方面，受外部环境等因素影响，2024年南康区出口规模同比减少77.2%，使得当年进出口总额大幅下降。南康区整体经济发展水平仍较为一般，人均GDP常年在全国平均水平的60%左右徘徊。

表1 南康区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	508.21	5.5%	455.23	5.7%	443.90	5.7%
固定资产投资	-	0.2%	-	0.1%	-	15.4%
社会消费品零售总额	235.99	4.7%	225.40	5.5%	213.69	5.2%
进出口总额	57.3	-45.9%	106.05	4.0%	110.50	61.0%
人均 GDP（元）	60,967		54,797		53,547	
人均 GDP/全国人均 GDP	63.67%		61.32%		62.48%	

注：“-”数据未公告。

资料来源：南康区 2022-2024 年统计公报，中证鹏元整理

产业情况：南康区以家具产业为主导，并积极发展有色金属和电子信息等产业。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，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，并已将产品销向全球100多个国家和地区，2024年家具产业集群实现营收2,849.62亿元，同比增长4.96%，未来将推动传统家具向家装、电器及相关设备制造等领域拓展，力争实现现代家居产业集群产值突破5,000亿元的目标。此外，南康区也在大力发展有色金属、电子信息和低空经济等产业。南康区是全国精锡产能最大的区域，其产量约占全国三分之一，2024年规模以上有色金属产业产值为249.8亿元、同比增长32.5%。电子信息产业方面，

南康区以赣粤产业合作区（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，2023年电子信息企业产值大幅增长，但在2024年下滑至58.45亿元。低空经济系南康区发展新质生产力的代表，2024年已引育相关企业25家、辐射产值规模50亿元，目前体量仍较小。

财政及债务水平：南康区一般公共预算收入稳步增长，但财政平衡能力仍较弱，因支持产业园区及民生等领域建设，政府债务规模持续扩张。2024年，南康区一般公共预算收入居赣州市下辖区县第二，同比增长3.8%，其中税收收入占比保持较高水平，财政收入质量较好，但财政自给率仅为36.57%，财政平衡能力有待提升，南康区获得的上级政府补助为42.17亿元，对当地财力提供了有力补充。随着南康区土地出让规模增加，2024年政府性基金收入有所回升。近年来，南康区政府加大对产业园区、教育卫生及保障性安居等领域的投资，政府债务规模持续扩张。

表2 南康区财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2023 年	2022 年
一般公共预算收入	29.09	28.02	25.58
税收收入占比	73.01%	73.49%	71.65%
财政自给率	36.57%	37.69%	36.04%
政府性基金收入	12.77	10.80	14.53
地方政府债务余额	147.47	132.34	114.27

资料来源：南康区政府官网，中证鹏元整理

四、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，跟踪期内，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，业务涵盖基础设施代建、房地产销售、工业厂区运营、土地转让及贸易等，保持多元化经营格局。2024年，公司营业收入同比有所下滑，主要原因为原子公司江西佳宸建设工程有限公司（以下简称“佳宸建设”）划出，工业厂区运营业务收入和代建收入有所减少，同时房地产销售仍以尾盘为主，同期收入规模大幅缩减。毛利率方面，2024年公司销售毛利率略有提升，主要系毛利较低的代建业务子公司佳宸建设划出，推动代建业务毛利率上升；此外，房地产销售业务因2023年受政府招商引资政策影响销售定价较低，而2024年销售单价回升，带动该业务毛利率显著改善。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建项目收入	7.57	29.76%	18.12%	9.67	29.79%	14.31%
房地产销售收入	4.86	19.10%	29.94%	7.41	22.84%	18.16%
土地转让收入	0.88	3.46%	37.72%	2.25	6.95%	35.63%

工业厂区运营业务收入	0.37	1.44%	35.39%	1.77	5.44%	42.61%
贸易类收入	8.12	31.91%	6.79%	7.90	24.35%	7.25%
其他收入	3.64	14.33%	25.68%	3.45	10.64%	23.39%
合计	25.43	100.00%	18.77%	32.45	100.00%	17.46%

注：其他收入包括物业服务收入、租赁收入等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）代建业务

跟踪期内，公司仍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，目前在手项目储备充足，业务持续性较好，但尚需投入规模较大，面临较大的资金压力

跟踪期内，公司仍是南康区主要的城市基础设施建设主体，代建业务模式未发生变化，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，由南康区财政局在每年年末或项目竣工结算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支付工程结算款。2024年公司代建收入规模同比有所减少，但毛利率有所提升，主要原因系原子公司佳宸建设承担部分代建任务，所负责的市政工程代建项目按照合同价及工程进度结算，毛利率较低，随着该子公司划出，公司代建业务毛利率有所改善，但结算规模收缩。截至2024年末，公司资产端待结算的代建成本超29亿元，仍能对公司未来收入形成有效支撑。

截至2024年末，公司主要代建项目以路网、安置房等项目为主，项目储备较为充足，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4 截至 2024 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	4.69
滨江苑小区返迁房*	8.23	5.98
迎宾苑小区返迁房	7.96	10.14
赣州市南康区东山街道棚户改造安置建设项目（五陂上）	4.30	3.35
莲花村安置房	2.99	1.94
S226 十八塘至唐江段公路改建工程*	2.91	1.91
合计	82.89	47.37

注：1）部分项目已投资额超过计划总投资；2）标“*”项目已基本完工，因此 2024 年末已投资额较 2023 年末基本无变化。

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仍以尾盘为主，业务持续性一般，同时需关注合营开发项目的建设进度及投资回报情况

公司房地产销售业务仍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。2024年，房地产销售收入仍主要来自前期预售的商品房以及标准厂房，销售收入同比有所下滑，其中东山之冠、东山之星、南康区金融中心1期2标项目合计贡献收入2.93亿元，标准厂房A区项目贡献收入1.92亿元（南康区金融中心1期2标和标准厂房A区项目主要用于出租，部分在2024年出售）。毛利率方面，因2023年受政府招商引资政策影响销售定价较低，而2024年南康区金融中心1期2标和标准厂房A区项目销售单价较高，带动毛利率显著改善。截至2024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。未来公司房地产业务板块项目以合营开发为主，通过项目建成后的投资收益实现回报，目前合营开发的在建项目为越秀江南，合作方为赣州市越秀房地产开发有限公司，项目预计总投资17.93亿元，截至2024年末已投资9.05亿元（其中公司已投2.48亿元），目前该项目已经开盘，需关注未来项目建设进度及投资回报情况。

表5 截至 2024 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	114,112.13	177,126.14	174,683.73
东山之星	30,000.00	34,314.16	52,700.50	45,822.32
康顺花苑	12,271.22	11,658.19	27,699.11	24,329.78
合计	147,622.20	160,084.48	257,525.75	244,835.83

注：1）已售面积包含预售面积，2024 年表格中的项目收入主要来自前期预售部分，故 2024 年末已售面积较 2023 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）贸易业务

贸易业务仍为公司核心收入来源，贸易品类仍包括建筑材料、锡锭、家具和电器等多元化产品，2024年收入和毛利率整体较为稳定，需关注公司在开展贸易业务过程中所面临的款项回收风险、预付采购款坏账风险

公司贸易业务仍由赣州市南康区城发集团星冠贸易有限公司（以下简称“星冠贸易”）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，贸易品类涵盖电解铜、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。星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 and 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。星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2024年末，公司前五大应收账款中来自贸易业务板块的金额为4.43亿元，考虑到下游客户仍以中小微企业为主，且对失信民营企业的应收账款账面金额为3.08亿元，存在一定资金回收风险。贸易业务收入确认方面，通过代理采购模式实现的部分订单因公司作为代理人（非主要责任人）对贸易产品不具控制权，采用净额法核算；而公司作为主要责任人的部分订单则采用总额法核算。公司贸易业务收入主要采用总额法确认，2024年公司实现贸易业务收入8.12亿元，毛利率为6.79%，整体表现平稳。

（四）自营业务

公司通过投资建设经营性项目服务区域产业发展，但在建自营项目数量较多且尚需投入规模较大，面临较大的资金筹措压力，同时部分项目投资回收期较长，需关注未来经营状况及投资回收情况

公司围绕区域内产业发展实施了多个经营性项目，已完工项目包括泛家居生态体验馆、南康跨境电商产业园2期EPC、乡镇建设等，主要通过房产、商铺、停车位等出租实现收益。截至2024年末，公司主要在建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，同时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等，项目投资静态回收期约14年。公司自营项目收益易受当地经济发展、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6 截至 2024 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
赣州市南康区唐江示范镇建设项目（一期）	15.84	12.20
南康区第三批新型城镇化示范乡镇建设项目（一期）	9.00	6.82
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	4.11
文化强国馆	4.90	3.49
家居小镇南埜·灞上	3.80	3.17
合计	39.35	29.79

注：公司与江西南康经济开发区管理委员会就赣粤产业合作区（南康片区）示范园区标准厂房及配套基础设施项目签署工程代建代持合同，合同约定项目建成后资产归属于公司，因此项目类型由代建转为自营。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司继续获得南康区政府注入的资产、股权及补贴支持，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，2024年在资产注入、股权划转和财政补贴方面继续获得当地政府的支持。具体而言，南康区财政局向公司的下属子公司划入资产及股权，合计增加资本公积0.49亿元，但政府同时收回部分土地出让金，叠加公司将较多子公司股权无偿划出等因素，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4.21亿元园区运营等补贴，有效提升了公司的利润水平。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告及经北京澄宇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2024年公司新增合并范围子公司10家、减少9家，因上述子公司规模较小，

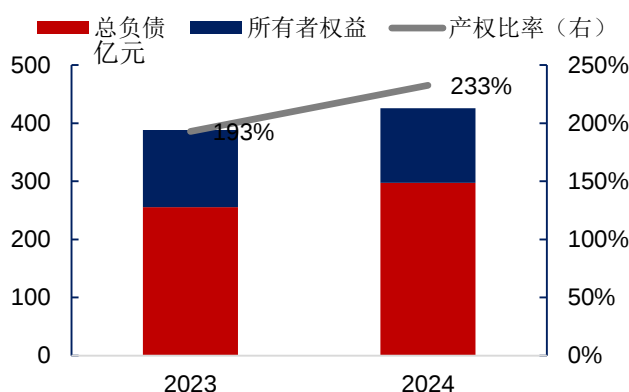
对公司2024年末财务报表的可比性影响较小。

跟踪期内，公司资产规模持续增长，存量资产仍以项目投入成本、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，其中代建项目结算时间、往来款回收时间不确定，同时受限资产规模较大，整体资产流动性较弱；公司债务规模持续扩大，现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数仍处于较低水平，面临较大偿债压力

资本实力与资产质量

2024年，受部分子公司股权划出影响，年末公司所有者权益同比有所减少；同期公司债务融资规模有所扩张，综合影响下产权比率大幅上升至233%，所有者权益对负债的保障程度较弱。截至2024年末，公司所有者权益仍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 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内，受往来款增加及项目建设持续推进共同影响，公司总负债规模有所增加，资产规模有所增长。2024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，账面价值合计为72.70亿元；待开发土地账面价值为52.20亿元，大多为招拍挂购买获得，土地性质主要为住宅用地、工业用地和商务用地等，其中尚未办证的土地账面价值为2.72亿元，因借款抵押而受限的土地账面价值43.02亿元。其他应收款主要为区域内政府部门及国有企业的往来款，回收时间存在不确定性，对营运资金形成较大占用，2024年末受往来款增加影响，其他应收款规模同比大幅增加。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，2024年末因公司销售部分标准厂房，叠加部分子公司股权划出，投资性房地产规模同比有所减少；同期末，投资性房地产中未办妥产权部分0.13亿元，因抵押借款而受限部分10.43亿元。公司其他非流动资产主要为1年期以上的合同履约成本（53.18亿元），为代建及自营等项目建设投入，伴随项目建设持续推进，2024年末其他非流动资产规模同比有所增长。

其他资产方面，2024年末应收账款同比有所增长，增量主要来源于应收南康区财政局的代建款、应收贸易业务销售款及房地产销售款，其中，前五大应收账款中涉及贸易业务的民营企业应收账款余额为

3.98亿元，且部分企业存在失信被执行记录，需关注资金回收风险。公司预付款项仍为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，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，2024年末伴随自营项目持续投入，在建工程规模同比有所增长。公司其他权益工具投资主要系对赣州银行股份有限公司、赣州市南康区污水处理有限责任公司等公司的投资，长期股权投资主要系对中铁建投（赣州）城市开发有限公司（截至2024年末账面余额10.70亿元）等国有企业和部分民营企业的投资。2024年，公司长期股权投资确认的投资损失为7,263.61万元，主要系投资的赣州市南康区城发家具产业智能制造有限责任公司及赣州市南康区众拓家具产业运营有限公司业务亏损所致；其他权益工具投资获得的股利收入为413.15万元，整体而言，公司权益类投资呈现净亏损状态。

受限资产方面，2024年末公司受限资产账面价值为69.39亿元，占总资产比重16.31%，主要为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，融资弹性有所受限。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.02	2.82%	11.06	2.85%
应收账款	20.44	4.80%	12.69	3.27%
预付款项	23.22	5.46%	22.37	5.76%
其他应收款	94.73	22.26%	71.05	18.30%
存货	129.39	30.41%	128.42	33.08%
流动资产合计	287.81	67.64%	253.21	65.22%
固定资产	11.88	2.79%	12.50	3.22%
在建工程	9.77	2.30%	7.58	1.95%
其他权益工具投资	9.21	2.16%	10.11	2.60%
长期股权投资	16.63	3.91%	16.24	4.18%
投资性房地产	23.61	5.55%	25.96	6.69%
其他非流动资产	54.93	12.91%	49.33	12.71%
非流动资产合计	137.71	32.36%	135.02	34.78%
资产总计	425.52	100.00%	388.24	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

跟踪期内，受项目建设资金需求推动，公司总债务规模增至202.67亿元，规模较大，主要由121.49亿元银行借款、50.01亿元债券融资、23.90亿元非标融资（应付账款、其他应付款、长期应付款、租赁负债科目）和7.26亿元应付票据构成，融资渠道结构有待改善。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，非标融资主要为融资租赁借款，融资租赁成本区间为5.8%-11.54%，成本相对较高。从债务期限结构来看，2025年公司需偿还的存量债务超50亿元，债务偿

还较为集中，短期债务压力较大；此外，公司存续债券中存在三只一般企业债，且到期时间较为集中，需持续关注融资环境收紧对公司存续企业债偿还的影响。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8 截至 2024 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	55.95
1-2（含）年	27.42
2-3（含）年	40.29
3-4（含）年	8.05
4-5（含）年	12.92
5 年以上	46.54
未约定还款期限	3.78
合计	194.97

注：1、合计数=总债务-应付票据-租赁负债-短期借款中 3,940 万元无息部分-1 年内到期的非流动负债 50.83 万元无息部分；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9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.75	4.96%	10.95	4.28%
应付账款	23.96	8.05%	14.55	5.69%
其他应付款	53.89	18.11%	32.16	12.57%
一年内到期的非流动负债	33.74	11.34%	45.48	17.78%
流动负债合计	146.88	49.36%	122.07	47.73%
长期借款	84.66	28.45%	89.83	35.13%
应付债券	42.91	14.42%	27.45	10.73%
长期应付款	21.76	7.31%	14.91	5.83%
非流动负债合计	150.69	50.64%	133.66	52.27%
负债合计	297.57	100.00%	255.73	100.00%
总债务	202.67	68.11%	199.82	78.14%
其中：短期债务	67.11	33.11%	72.90	36.48%
长期债务	135.56	66.89%	126.92	63.52%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

在子公司划出以及往来款增加的共同影响下，2024年末公司资产负债率高位上升至69.93%，且 EBITDA 对利息保障程度仍较弱，现金短期债务比仅为0.20，公司偿债压力较大。2024年，公司经营现金流持续净流出，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2024年末，公司银行授信剩余额度为88.53亿元，主要授信行包括农发行、工商银行、进出口银行、赣州银行等，银行备用授

信额度尚可，但公司受限资产比例较高，且有一定规模的土地和房产尚未办证。此外，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10 公司偿债能力指标

指标名称	2024 年	2023 年
资产负债率	69.93%	65.87%
现金短期债务比	0.20	0.18
EBITDA 利息保障倍数	0.56	0.53

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

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

社会因素

根据公开资料，2024年10月，赣州市自然资源局对公司非法占地行为合计处罚金169.13万元，目前公司已支付罚款并完成整改。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日，公司本部（2025年4月27日）、重要子公司赣州市南康区城发集团工程投资管理有限公司（2025年5月27日）、赣州市南康区城发集团资产租赁运营有限公司（2025年5月20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。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2025年6月20日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

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

截至2024年末，公司对外担保余额为124.62亿元，其中对民营企业的担保余额为4.72亿元，其他对外担保对象主要为国有企业，但均未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

七、 外部特殊支持分析

公司是赣州市南康区政府下属重要企业，南康区国资办间接持有公司90%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，南康区政府提供特殊支持的意愿极强，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，代建业务来自南康区政府及相关单位，同时公司主要领导由南康区政府任命，南康区政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制权。近年公司持续获得当地政府在资金注入、资产划拨、政府补贴等方面较大力度外部支持，有效提升了公司的资本实力和利润水平。预计未来公司与南康区政府的联系将比较稳定。

（2）公司对南康区政府非常重要。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；此外，公司为发债主体，若发生违约，将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。

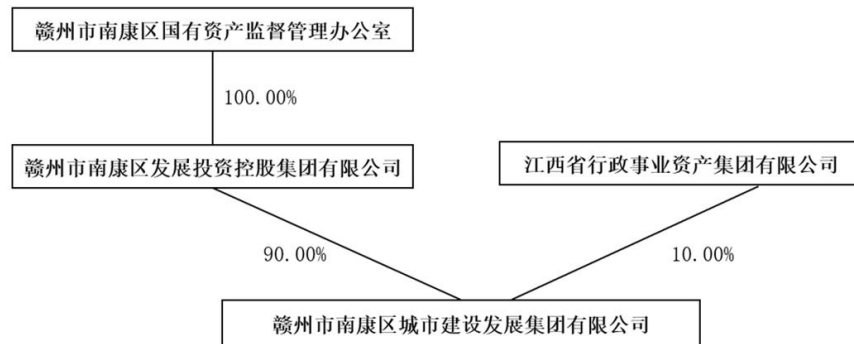
同时，中证鹏元认为南康区政府提供支持的能力很强，主要体现为：南康区经济财政实力居赣州市前列，家具产业集群和有色金属产业发展较好，是中国实木家居之都和全国精锡产能最大的区域，为当地经济的发展提供了有力支撑。

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）	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	12.02	11.06	5.33
其他应收款	94.73	71.05	65.30
存货	129.39	128.42	131.19
流动资产合计	287.81	253.21	242.12
其他非流动资产	54.93	49.33	47.40
非流动资产合计	137.71	135.02	168.11
资产总计	425.52	388.24	410.23
短期借款	14.75	10.95	6.22
其他应付款	53.89	32.16	24.50
一年内到期的非流动负债	33.74	45.48	44.45
流动负债合计	146.88	122.07	102.16
长期借款	84.66	89.83	80.35
应付债券	42.91	27.45	40.66
非流动负债合计	150.69	133.66	143.68
负债合计	297.57	255.73	245.84
所有者权益	127.95	132.51	164.39
营业收入	25.43	32.45	37.67
营业利润	1.57	1.56	1.83
其他收益	4.33	3.95	2.01
利润总额	1.46	1.36	1.78
经营活动产生的现金流量净额	-4.23	-9.43	-8.00
投资活动产生的现金流量净额	-3.05	-17.16	-22.56
筹资活动产生的现金流量净额	9.53	27.70	27.45
财务指标	2024 年	2023 年	2022 年
销售毛利率	18.77%	17.46%	11.50%
资产负债率	69.93%	65.87%	59.93%
短期债务/总债务	33.11%	36.48%	31.91%
现金短期债务比	0.20	0.18	0.08
EBITDA（亿元）	6.57	6.81	4.53
EBITDA 利息保障倍数	0.56	0.53	0.44

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的重要子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
赣州市南康区城发集团工程投资管理 有限公司	4.99	96.24%	建筑业
赣州市南康区城发集团资产租赁运 营有限公司	0.50	100.00%	金融业

资料来源：公司 2024 年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

附录四 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+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号