

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0763号

赣州发展投资控股集团有限责任公司：

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其“19 赣州发展 MTN001”、“19 赣州发展 MTN002”、“20 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 MTN002”、“21 赣州发展 MTN003”、“22 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 SCP002”、“21 赣州发展 CP002”和“22 赣州发展 SCP001”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 AAA，评级展望为稳定，同时维持“19 赣州发展 MTN001”、“19 赣州发展 MTN002”、“20 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 MTN002”、“21 赣州发展 MTN003”和“22 赣州发展 MTN001”信用等级均为 AAA，维持“21 赣州发展 SCP002”、“21 赣州发展 CP002”和“22 赣州发展 SCP001”信用等级均为 A-1。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二二年七月二十五日



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”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级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，但不不对资料提供方和/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；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
2022年7月25日

赣州发展投资控股集团有限责任公司 主体及相关债项 2022 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
AAA/稳定	2022/7/25	AAA/稳定	周丽君	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	1.基础评分模型							
			一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分
19 赣州发展 MTN001	AAA	AAA	地区综合实力	区域层级	20.00%	14.00	企业经营与财务实力	资产总额	36.00%	36.00
19 赣州发展 MTN002	AAA	AAA		GDP 总量	32.00%	25.60		净资产总额	36.00%	36.00
20 赣州发展 MTN001	AAA	AAA		GDP 增速	4.00%	2.40		资产负债率	9.00%	5.40
21 赣州发展 MTN001	AAA	AAA		人均 GDP	4.00%	2.40		全部债务资本化比率	9.00%	3.60
21 赣州发展 MTN002	AAA	AAA		一般公共预算收入	32.00%	25.60		补助收入/利润总额	5.00%	2.00
21 赣州发展 MTN002	AAA	AAA		一般公共预算收入增速	4.00%	2.40		(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	1.00
21 赣州发展 MTN003	AAA	AAA		上级补助收入	4.00%	4.00				
22 赣州发展 MTN001	AAA	AAA								
21 赣州发展 SCP002	A-1	A-1								
21 赣州发展 CP002	A-1	A-1								
22 赣州发展 SCP001	A-1	A-1								

2.二维矩阵映射		3.评级调整因素										
维度	地区综合实力									基础模型参考等级	AA+	
	1档	2档	3档	4档	5档	6档	7档	8档	9档			
企业经营与财务实力	1档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-	评级调整因素	+1
	2档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-		
	3档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-		
	4档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	5档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	6档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	7档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+		
	8档	AA	AA-	A+								
	9档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+		
基础模型参考等级										AA+		
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。												

主体概况

公司是江西省赣州市最重要的基础设施建设和国有资本运营主体，主要从事赣州市的基础设施及保障房建设、高速公路建设与运营等业务。赣州市国有资产监督管理委员会为公司控股股东，赣州市人民政府为公司实际控制人。

评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，赣州市经济实力依然很强；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和相关各方的有力支持。同时，东方金诚关注到，公司面临较大的资本支出压力，资产流动性较弱，面临一定的集中偿债压力。综合考虑，公司的主体信用风险极低，偿债能力极强，“19 赣州发展 MTN001”、“19 赣州发展 MTN002”、“20 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 MTN002”、“21 赣州发展 MTN003”、“22 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 SCP002”、“21 赣州发展 CP002”和“22 赣州发展 SCP001”到期不能偿还的风险仍极低。

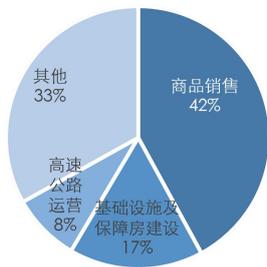
同业对比

项目	赣州发展投资控股集团 有限责任公司	南昌市建设投资集 团有限公司	乌鲁木齐城市建设投资 (集团)有限公司	珠海大横琴集团有 限公司	珠海华发集团有限 公司
地区	赣州市	南昌市	乌鲁木齐市	珠海市	珠海市
GDP (亿元)	4169.37	6650.53	3691.57	3881.75	3881.75
GDP 增速 (%)	9.1	8.7	6.1	6.9	6.9
人均 GDP (元)	46430*	104788	90702*	157366*	157366*
一般公共预算收入 (亿元)	294.07	484.84	377.93	448.19	448.19
一般公共预算支出 (亿元)	961.09	870.01	419.59	786.66	786.66
资产总额 (亿元)	2519.25	1320.85	1945.03	1069.80	5774.23
所有者权益 (亿元)	876.65	403.74	907.17	453.99	1503.18
营业收入 (亿元)	123.87	16.18	49.84	82.19	1419.43
利润总额 (亿元)	13.10	4.02	2.64	-4.95	100.31
资产负债率 (%)	65.20	69.43	53.36	57.56	73.97
全部债务资本化比率 (%)	61.37	65.00	46.49	45.34	61.94

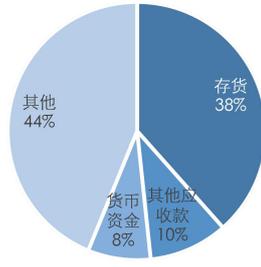
注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AAA 的同行业企业，表中数据年份均为 2021 年，标“*”人均 GDP 按“GDP/常住人口”估算（全文同）
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

2021年公司营业收入构成



2021年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额	1791.91	2092.10	2519.25	2568.21
所有者权益	623.40	643.14	876.65	936.05
营业收入	75.51	102.76	123.87	29.39
利润总额	5.47	11.07	13.10	0.87
全部债务	948.43	1204.14	1392.63	1363.57
资产负债率	65.21	69.26	65.20	63.55
全部债务资本化比率	60.34	65.18	61.37	59.30

公司全部债务情况 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2019年	2020年	2021年
地区	赣州市		
GDP总量	3474.34	3645.20	4169.37
GDP增速	8.5	4.2	9.1
人均GDP(元)	39968	40638*	46430*
一般公共预算收入	280.37	285.82	294.07
一般公共预算收入增速	5.7	1.9	11.7
上级补助收入	479.13	523.93	-

优势

- 跟踪期内，赣州市经济快速增长，主导产业发展情况良好，经济实力很强；
- 公司从事赣州市的基础设施及保障房建设、高速公路建设与运营等业务，主营业务仍具有很强的区域专营性；
- 作为赣州市最重要的基础设施建设及国有资本运营主体，公司在资产划拨和财政补贴方面继续获得实际控制人及相关各方的有力支持。

关注

- 跟踪期内，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力；
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项等占比很高，资产流动性依然较弱；
- 公司全部债务有所增长，短期有息债务规模较大，面临一定的集中偿付压力。

评级展望

预计赣州市经济将保持增长，公司主营业务将保持很强的区域专营性，能够持续得到实际控制人及相关各方的支持，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 (RTFU002201907)》

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
AAA/稳定	A-1 (22 赣州发展 SCP001)	2022/05/30	周丽君 马霁竹	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文
AAA/稳定	AAA (19 赣州发展 MTN001)	2018/08/24	周丽君 张圆月	《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 (亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
19 赣州发展 MTN001	2021/07/22	5.00	2019/07/12~2024/07/12	无	-
19 赣州发展 MTN002	2021/07/22	5.00	2019/10/31~2024/10/31	无	-
20 赣州发展 MTN001	2021/07/22	10.00	2020/11/25~2025/11/25	无	-
21 赣州发展 MTN001	2021/07/22	10.00	2021/02/08~2026/02/08	无	-
21 赣州发展 MTN002	2021/07/22	10.00	2021/02/26~2026/02/26	无	-
21 赣州发展 MTN003	2021/09/26	10.00	2021/10/15~2026/10/15	无	-
21 赣州发展 SCP002	2022/04/07	10.00	2021/11/29~2022/08/26	无	-
21 赣州发展 CP002	2022/04/07	13.00	2021/12/06~2022/12/06	无	-
22 赣州发展 MTN001	2022/02/15	13.00	2022/03/10~2027/03/10	无	-
22 赣州发展 SCP001	2022/05/30	10.00	2022/06/08~2023/03/05	无	-

注：“19 赣州发展 MTN001”、“19 赣州发展 MTN002”、“20 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 MTN003”和“22 赣州发展 MTN001”均附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；“21 赣州发展 MTN002”附第2年末、第4年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

跟踪评级说明

根据相关监管要求及赣州发展投资控股集团有限责任公司（以下简称“赣州发投”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

赣州发投前身为赣州地区信托投资公司，系由原赣州地区财政局于1991年7月出资设立的国有独资企业，初始注册资本为人民币600.00万元。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人均未发生变化。截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为人民币11.81亿元，赣州市国有资产监督管理委员会（以下简称“赣州市国资委”）和江西省行政事业资产集团有限公司分别持股90%和10%；赣州市人民政府（以下简称“赣州市政府”）为公司实际控制人。

跟踪期内，公司作为江西省赣州市最重要的基础设施建设及国有资本运营主体，主要从事赣州市的基础设施及保障房建设、高速公路建设与运营，以及房地产开发与销售、商品销售、融资租赁等业务。

截至2022年3月末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共11家（详见图表1）。2021年，公司将其投资设立的赣州交通控股集团有限公司（以下简称“赣州交控”）纳入合并范围，同时将其持有的赣州高速公路有限责任公司（以下简称“赣州高速”）股权划入赣州交控¹，即赣州高速由二级子公司变更为三级子公司。

图表1 截至2022年3月末公司纳入合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元、%）

序号	公司名称	业务性质	注册资本	持股比例
1	赣州三和房地产开发有限公司	房地产开发	2000.00	100.00
2	赣州市春天实业有限公司	服务业	1000.00	100.00
3	赣州发展房地产投资有限责任公司	房地产	10000.00	100.00
4	赣州交通控股集团有限公司	交通运输	122552.26	100.00
5	赣州城市投资控股集团有限责任公司	投资	3000000.00	100.00
6	赣州旅游投资集团有限公司	投资	50000.00	100.00
7	赣州发展产业转型投资基金（有限合伙）	基金管理、投资管理	305001.00	99.51
8	赣州金融控股集团有限责任公司	投资	200000.00	100.00
9	赣州发展壹号投资基金合伙企业（有限合伙） ²	基金管理、投资管理	10000.00	86.21

¹ 赣州交控系由赣州发投资于2018年9月投资设立，初始注册资本为人民币1.00亿元。根据赣州市属国有企业整合重组工作领导小组文件《关于印发〈赣州交通控股集团整合重组实施方案〉的通知》（赣市国企整合领字[2018]6号），赣州交控定位为交通基础设施投资、建设、经营和管理主体，负责赣州市域内高速公路、铁路、中心城区轨道交通、国道建设及政策对接；通过整合市属交通类企业和资产，将赣州交控打造成为全市公路、铁路、轨道交通、航空等交通基础设施建设投资服务、经营管理为主，能源、物流运输、金融、综合投资为一体的大型企业集团。该整合重组工作历时较长，直至2021年1月1日赣州交控最重要的子公司赣州高速被纳入赣州交控合并范围，至此相关股权整合完毕，赣州交控于同日被纳入赣州发投合并范围。目前，赣州交控的主要子公司包括赣州高速、赣州市地方铁路建设投资有限公司、赣州航空发展服务有限责任公司等。

² 根据《赣州发展壹号投资基金合伙企业（有限合伙）合伙协议》，赣州发展壹号投资基金合伙企业（有限合伙）的普通合伙人为赣州发投三级子公司赣州发展投资基金管理有限公司，有限合伙人为赣州发投、赣州发投二级子公司赣州金融控股集团有限责任公司、赣州君宁投资管理中心（有限合伙）、江西汇邦投资管理集团有限公司、史浩、桂道林、罗申、李爽、江辉；有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业的债务承担责任，普通合伙人执行合伙事务，对合伙企业的债务承担无限连带责任。

图表 1 截至 2022 年 3 月末公司纳入合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元、%）

序号	公司名称	业务性质	注册资本	持股比例
10	赣州发展贰号投资基金合伙企业（有限合伙） ³	基金管理、投资管理	4120.00	100.00
11	赣州虔兴投资基金合伙企业（有限合伙） ⁴	基金管理、投资管理	1084.21	100.00

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

债项本息兑付及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司发行的“19 赣州发展 MTN001”到期利息已按期支付，票面利率已调整为 3.10%，债券本金余额为 3.70 亿元；公司发行的“19 赣州发展 MTN002”、“20 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 MTN002”均未到本金兑付日，到期利息已按期支付；公司发行的“21 赣州发展 MTN003”、“22 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 SCP002”、“21 赣州发展 CP002”和“22 赣州发展 SCP001”均未到本息兑付日。

截至本报告出具日，公司发行的“19 赣州发展 MTN001”、“19 赣州发展 MTN002”、“20 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 MTN002”、“21 赣州发展 MTN003”、“22 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 SCP002”、“21 赣州发展 CP002”和“22 赣州发展 SCP001”募集资金均已使用完毕。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中 3 月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022 年一季度 GDP 同比增速为 4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度 GDP 增速较 2021 年四季度回升 0.8 个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长 6.5%，明显高于同期 GDP 增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在 3 月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在 4 月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度 GDP 同比增速将小幅回落至 4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022 年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

³ 根据《赣州发展贰号投资基金合伙企业（有限合伙）合伙协议》，赣州发展贰号投资基金合伙企业（有限合伙）的普通合伙人为赣州发投三级子公司赣州发展投资基金管理有限公司，有限合伙人为赣州发投；有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业的债务承担责任，普通合伙人执行合伙事务，对合伙企业的债务承担无限连带责任。

⁴ 根据《赣州虔兴投资基金合伙企业（有限合伙）合伙协议》，赣州虔兴投资基金合伙企业（有限合伙）的普通合伙人为赣州发投三级子公司赣州发展投资基金管理有限公司，有限合伙人为赣州发投；有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业的债务承担责任，普通合伙人执行合伙事务，对合伙企业的债务承担无限连带责任。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3月PPI同比涨幅达到8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业及区域经济环境

行业分析

城投行业政策及再融资环境边际收紧，基建稳增长预期仍存，城投债净融资或将小幅收缩

2021年，随着经济持续修复，城投债发行再创历史新高，但宽信用政策逐渐退出，监管政策边际收紧，城投债净融资规模小幅缩量。政策层面，2021年12月中央经济工作会议强调，坚决遏制地方隐性债务风险，压实企业自救主体责任。城投融资层面，沪深交易所公司债券审核指引、银保监发【2021】15号文及补充通知等政策相继出台，城投再融资环境亦边际收紧。在“稳”、“防”并重的政策导向下，预计2022年城投债发行监管仍将延续扶优限劣的思路。

目前经济下行压力加大的背景下，中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资，“稳增长”有望对基建投资形成资金支撑，基建稳增长的预期仍然存在。2022年，城投整体融资将受益于信用环境改善，基建发力利于提振城投债净融资需求，但监管对弱资质城投债审核趋严，两方因素相抵，预计城投债净融资将与2021年大致持平，并可能出现小幅收缩。

城投公司信用风险分化愈发显著，债务化解任重道远，城投转型持续推进

2022年，基于“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，以及出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。在坚决遏制隐债增量的长期监管思路下，化解隐性债务工作持续推进，“全域隐性债务清零”范围或扩大。当前城投公司债务余额仍居高位，

作为隐性债务重要载体，城投公司债务化解任重道远。在稳增长及严控新增隐债的要求下，城投公司信用风险结构性分化加剧，“红橙黄绿”视角下的弱区域、弱资质城投公司融资渠道收紧，债务滚续压力上升。

国发【2021】5号文提出，清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算；叠加2022年国企改革三年行动收官，城投重组整合及清理力度将进一步加大，城投转型迫在眉睫。此外，2021年，房地产调控政策力度空前，土地市场降温，地方政府对城投的化债资金支持、项目回款等受到间接不利影响，城投风险呈现出跨区域、跨行业传导新特征，需关注房地产等行业的流动性风险向城投行业蔓延。

地区经济

跟踪期内，赣州市经济快速增长，主导产业发展情况良好，经济实力很强

跟踪期内，得益于“稳增长”系列政策的持续实施，赣州市经济快速增长，经济实力很强。2021年，赣州市工业经济发展态势良好，有色金属、电子信息产业规上工业营业收入均首次突破1000亿元，战略性新兴产业、高技术制造业、装备制造业增加值增幅均达到20%以上；中国稀土集团在赣州组建成立，规上工业企业达到2478家，总量居全省第一。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，2021年，赣州市接待旅游总人数1.41亿人次，同比增长3.6%；实现旅游总收入1528.8亿元，同比增长8.1%；方特主题公园投入运营，江南宋城街区入选首批国家级夜间文化和旅游消费集聚区。商贸物流业方面，2021年，赣州市获评全省唯一国家特色型信息消费示范城市，实现铁路集装箱吞吐量22.3万标箱，同比增长19.1%；跨境电商进出口订单81.1万票，增长8.1倍。

预计2022年⁵，赣州市GDP增长8%左右，规模以上工业增加值增长8.5%以上，固定资产投资增长9.5%左右，社会消费品零售总额增长10%以上。赣州市将推动现代家居产业、有色金属产业、电子信息产业、纺织服装产业、新能源及新能源汽车产业、医药食品产业等主导产业集群化发展，加快推进数字产业化、产业数字化、数字化治理以及5G、大数据、信息安全、区块链技术等产业园建设，为高质量发展注入新动力。

图表2 赣州市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	3474.34	8.5	3645.20	4.2	4169.37	9.1
三次产业结构	10.8: 39.4: 49.8		11.4: 38.1: 50.5		10.3: 39.6: 50.1	
规模以上工业增加值	-	8.7	-	4.6	-	11.6
第三产业增加值	1729.83	10.1	1841.37	4.6	2089.51	9.8
固定资产投资	-	10.5	-	9.2	-	11.6
社会消费品零售总额	1005.87	11.6	1684.48	2.8	1987.68	18.0

资料来源：赣州市2019年~2021年国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

2022年1~6月，赣州市GDP为2112.78亿元，同比增长4.9%；规模以上工业增加值同比增长7.0%，固定资产投资同比增长11.0%。

⁵ 资料来源为赣州市2022年政府工作报告。

财政状况

2021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，财政实力很强

2021年，赣州市一般公共预算收入同比增长11.7%，增幅居江西省第三位。其中，税收收入占比为68.03%，占比较上年有所下降。同期，得益于国有土地使用权出让收入增长，赣州市政府性基金收入保持较大规模且有所增长，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。

图表3 赣州市财政收支情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年
一般公共预算收入	280.37	285.82	294.07
其中：税收收入	210.00	203.79	200.07
非税收入	70.37	82.03	94.00
上级补助收入	479.13	523.93	-
政府性基金收入	388.06	391.20	460.42
一般公共预算支出	1007.59	976.89	961.09
政府性基金支出	327.87	591.61	509.22
财政自给率	27.83	29.26	30.60

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%

资料来源：赣州市2019年~2021年财政预算执行情况，东方金诚整理

2021年，赣州市一般公共预算支出有所下降；财政自给率略有上升，但地方财政自给程度仍较低。同期，赣州市政府性基金支出明显下降，主要系2020年中央财政一次性发行的抗疫特别国债不再发行所致。

截至2021年末，赣州市地方政府债务余额为1188.86亿元。

2022年1~6月，赣州市一般公共预算收入为173.76亿元。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入、毛利润和毛利率均有所增长

跟踪期内，公司主要从事赣州市基础设施及保障房建设、高速公路建设与运营，以及房地产开发与销售、商品销售和融资租赁等业务。

2021年，由于基础设施及保障房建设收入和高速公路通行费收入的增加，公司营业收入有所增长。从构成来看，公司收入主要来自基础设施及保障房建设、高速公路通行费收入、商品房销售收入和商品销售收入；其他收入主要包括工程施工、建设收入⁶、利息收入/资金占用费、融资租赁收入、成品油销售收入、项目投资收入、旅游及景区管理服务收入、道路养护收入、物业租赁收入、工程项目管理费、酒店及餐饮服务收入、基金管理费等。同期，受益于毛利率较高的其他业务收入增加，公司毛利润和综合毛利率均有所增长。

⁶ 公司的工程施工、建设收入主要来自赣州城市投资控股集团有限责任公司下属子公司的建筑和施工业务。2021年，公司工程施工、建设收入为13.44亿元，主要来自赣州建工集团有限公司建筑施工收入，少部分来自赣州生态环境工程投资有限责任公司的园林建设和绿化管理收入以及赣州市建筑设计研究院有限公司的建筑收入。

2022年1~3月,公司营业收入为29.39亿元,毛利润为7.51亿元,综合毛利率为25.54%。

图表4 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况(单位:亿元、%)

项目	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施及保障房建设	19.79	26.21	11.07	10.77	20.32	16.41
高速公路通行费	8.19	10.85	6.99	6.80	10.39	8.39
商品房销售	0.12	0.16	6.85	6.66	2.96	2.39
商品销售	32.05	42.45	51.74	50.36	52.12	42.08
其他	15.36	20.34	26.11	25.41	38.08	30.74
营业收入合计	75.51	100.00	102.76	100.00	123.87	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施及保障房建设	2.46	12.41	1.15	10.34	4.24	20.86
高速公路通行费	3.40	41.58	1.14	16.35	5.13	49.38
商品房销售	0.04	30.49	3.17	46.35	1.35	45.64
商品销售	0.49	1.54	0.86	1.67	0.74	1.43
其他	10.64	69.26	13.57	51.98	16.79	44.11
合计	17.03	22.55	19.89	19.36	28.26	22.81

资料来源:公司提供,东方金诚整理

基础设施和保障房建设

跟踪期内,公司继续承担赣州市中心城区基础设施、保障房和土地整理等项目的建设,同时由于赣州旅投合并范围新增子公司导致业务区域有所拓展,该业务仍具有很强的区域专营性

跟踪期内,赣州城市投资控股集团有限责任公司(以下简称“城投控股”)的子公司赣州城市开发投资集团有限责任公司(以下简称“赣州城投”)继续从事赣州中心城区基础设施、保障房和土地整理等项目的开发;同时,由于赣州旅游投资集团有限责任公司(以下简称“赣州旅投”)将龙南旅游发展投资(集团)有限责任公司(以下简称“龙南旅投”)和寻乌县通用工业投资发展集团有限责任公司(以下简称“寻乌工投”)纳入合并范围,公司新增龙南县和寻乌县的基础设施建设业务。公司从事的基础设施和保障房建设业务仍具有很强的区域专营性。跟踪期内,公司从事的基础设施及保障房建设业务模式未发生变化,仍主要为委托代建与政府购买服务。

2021年,公司基础设施及保障房建设业务确认收入20.32亿元,同比大幅增长主要系龙南旅投和寻乌工投被纳入合并范围所致;毛利率为20.86%。

公司在建及拟建基础设施及保障房项目尚需投资规模较大,仍面临较大的资本支出压力

截至2022年3月末,公司在建的基础设施及保障房项目主要包括蓉江新城棚户区改造项目等,计划总投资合计386.08亿元,累计投资278.85亿元,尚需投资107.23亿元。同期末,公司主要拟建项目为和谐大道(绕城高速连接线-迎宾南大道)等,计划总投资合计32.73亿元。总体来看,公司在建及拟建基础设施及保障房项目尚需投资规模较大,仍面临较大的资本支出压力。

图表 5 截至 2022 年 3 月末公司主要在建及拟建基础设施及保障房项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	累计投资	尚需投资
蓉江新城棚户区改造项目	122.37	95.66	26.71
章贡区棚户区改造项目	73.83	71.54	2.29
武陵大道快速路工程（含地下综合管廊）	38.88	8.20	30.68
创业路（高架段）	27.91	25.46	2.45
客家大道西延	26.04	25.56	0.48
蓉江三路快速路工程（含地下综合管廊）	25.87	16.92	8.95
黄金大道快速路（含地下综合管廊）	17.39	4.57	12.82
赣州市全民健身中心（一期）	16.00	3.61	12.39
人才小镇住宅小区一期	10.00	4.18	5.82
赣州市综合文化艺术中心	8.66	8.66	-
蟠龙大桥	6.92	3.47	3.45
方特主题公园周边城市道路	4.61	4.29	0.32
文明大道快速路（上跨京九铁路立交工程）	3.90	3.47	0.43
南河大桥拓宽改造工程二期	3.70	3.26	0.44
在建项目小计	386.08	278.85	107.23
项目	计划总投资		
和谐大道（绕城高速连接线-迎宾南大道）	6.00		
机场快速路至赣州国际港连接线工程	5.20		
章江右岸滨江生态防护绿地（杉杉奥特莱斯-和平路）	5.10		
楼梯岭大桥	4.75		
西津大桥	4.00		
工人文化宫	2.10		
中心城区建筑余土消纳场	2.00		
章江慢行桥	2.00		
狮孜路	1.58		
拟建项目小计	32.73		

资料来源：公司提供，东方金诚整理

高速公路收费

跟踪期内，公司高速公路通行费收入有所回升；公司在运营的高速公路路产较为优质，随着高速公路路网布局逐步完善，路网效应得以进一步发挥，预计未来高速公路通行费收入将有所增长

公司高速公路收费业务由三级子公司赣州高速负责经营，赣州高速是赣州市政府建设高速公路项目的唯一投资主体，主要从事高速公路项目投资建设、经营和管理。

公司在运营的高速公路路产较为优质。截至 2022 年 3 月末，公司已通行的高速公路共 6 条。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司运营的路产分别产生通行费 16.71 亿元和 4.08 亿元，其中计入“营业收入”⁷的部分分别为 10.39 亿元和 2.44 亿元。2021 年，公司高速公路通行费收

⁷ 2021 年及 2022 年 1~3 月，政府收费还贷高速公路分别产生通行费收入 6.32 亿元和 1.64 亿元，该收入未纳入“营业收入”科目核算。公司每月将政府收费还贷高速公路的通行费收入归集后提交江西省高速公路联网管理中心，江西省高速公路联网管理中心将清算后的政府收费还贷公路通行费收入全额上缴至赣州市财政局，赣州市财政局根据公司实际用于政府收费还贷公路的养护支出、人工费用以及产生的融资利息费用等支出将通行费收入转拨给公司，对于通行费收入无法弥补公司上述支出的缺口部分，公司将其作为应收赣州市财政局的政府收费还贷公路收支缺口款项。

入有所回升，主要系 2020 年疫情防控期间实施了全国收费公路免收车辆通行费政策而 2021 年未实施相关政策。

图表 6 截至 2022 年 3 月末公司已通车的高速公路路产情况（单位：亿元、公里）

高速公路路产名称	享有的权益比例	公路性质	计划总投资	路段里程	通车时间	收费年限
赣定高速	100%	经营性高速公路	38.49	126.76	2004.07	30 年
赣州绕城高速	70%	经营性高速公路	21.56	43.59	2010.08	30 年
龙杨高速	100%	政府收费还贷高速公路	39.79	60.83	2012.12	20 年
寻全高速	55%	政府收费还贷高速公路	87.13	112.45	2015.10	20 年
兴赣高速	100%	政府收费还贷高速公路	60.75	71.82	2017.01	20 年
兴赣北延（宁兴高速）	100%	经营性高速公路	67.70	64.30	2020.12	30 年
合计	-	-	315.42	479.75	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年 3 月末，公司在建的高速公路为信雄高速项目（详见下图表），计划于 2023 年 11 月建成通车。该项目的建成将进一步优化完善周边高速公路网布局，加强赣粤两省东西向联系，对赣州市加快对接融入粤港澳大湾区、建设“一带一路”重要节点城市、建成全国综合性交通枢纽都具有重要意义。随着高速公路路网布局逐步完善，路网效应得以进一步发挥，预计公司未来高速公路通行费收入将有所增长。

图表 7 截至 2022 年 3 月末公司在建高速公路情况（单位：公里、亿元）

项目名称	总里程	计划总投资	已投资	公路性质	建设周期	拟通车时间
信雄高速	14.18	19.06	5.51	政府收费还贷高速公路	3 年	2023 年 11 月

资料来源：公司提供，东方金诚整理

商品房销售

跟踪期内，公司商品房销售收入对营业收入形成一定补充

公司商品房销售业务主要由公司投资设立的子公司赣州三和房地产开发有限公司（以下简称“三和地产”）和赣州城投的子公司赣州星洲房地产开发有限公司运营。

公司商品房开发按照市场化方式运作。跟踪期内，公司在建且在售的商品房项目为星州湾-九境商住小区项目。2021 年，公司商品房销售收入为 2.96 亿元，来自于星州湾-九境商住小区项目，受项目交付进度影响同比有所下降；毛利率为 45.64%。截至 2022 年 3 月末，星州湾-九境商住小区项目已投资 8.29 亿元，已销售面积为 12.26 万平方米，未销售面积为 4.92 万平方米；同期末，公司无拟开发的商品房项目。

商品销售

跟踪期内，公司商品销售收入小幅增长，仍是营业收入的最主要来源，但毛利率水平仍较低

公司商品销售业务主要为混凝土销售业务和供应链业务。公司混凝土销售业务主要由四级子公司赣州城投混凝土有限公司负责，公司自行采购水泥等原料进行生产并对外销售。公司供

供应链业务主要由三级子公司赣州发展供应链管理有限公司负责，公司基于企业信息流、物流、资金流通过代理采购、代理销售、囤货垫资等方式为供应链上的企业提供垫资、财务顾问等金融、商贸综合服务。

公司主要销售的商品包括有色钨矿、家具木材、工程建材、冷链冻肉、电子消费品、日用快消品、混凝土等，商品销售的主要客户包括深圳市怡亚通供应链股份有限公司、崇义章源钨业股份有限公司、赣州金信诺电缆技术有限公司、赣州市同兴达电子科技有限公司、中建一局集团第二建筑有限公司、武汉航科物流有限公司、深圳市森堡家俬有限公司、江西裕豪木业有限公司等。2021年，公司商品销售收入为52.12亿元，同比小幅增长；毛利率为1.43%，仍处于较低水平。

其他业务

跟踪期内，公司委托贷款、融资租赁、物业租赁、工程建设等其他业务是收入和毛利润的有益补充

公司委托贷款业务由本部和三级子公司赣州发展投资有限公司负责，委托贷款对象主要为当地房地产公司，通过要求委托贷款对象以土地及在建工程抵押、限制销售等方式降低风险。2021年末及2022年3月末，公司委托贷款笔数均为12笔，余额分别为8.12亿元和8.83亿元；2021年及2022年1~3月，公司委托贷款收入⁸分别为1.22亿元和0.26亿元。

公司融资租赁业务由三级子公司赣州发展融资租赁有限责任公司负责，客户以医疗、教育、能源和新兴消费等行业内企业为主。2021年末及2022年3月末，公司融资租赁笔数分别为64笔和69笔，融资租赁余额分别为57.23亿元和62.45亿元；2021年及2022年1~3月，公司融资租赁收入分别为4.62亿元和1.04亿元，毛利润分别为1.81亿元和0.65亿元。

公司物业租赁业务由专业从事经营性物业经营管理的子公司赣州发展资产管理有限责任公司（以下简称“赣发资产”）负责。截至2022年3月末，赣发资产管理的经营性物业建筑面积为9.8万平方米，均为公司本部及子公司所有。2021年及2022年1~3月，公司物业租赁收入分别为0.64亿元和0.44亿元，毛利润分别为0.34亿元和0.36亿元。

基金投资业务方面，公司目前设立了赣州发展壹号投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“赣发壹号基金”）、赣州发展贰号投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“赣发贰号基金”）、赣州虔兴投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“虔兴投资基金”）等子公司进行基金投资。赣发壹号基金规模为1亿元，主要投资方向为生物医药领域，投资标的为迈威（上海）生物科技股份有限公司，投资金额为9999万元，已于2020年3月完成投放。赣发贰号基金投资规模为4120万元，主要投资方向为自动化机器人领域，投资标的为深圳拓野智能股份有限公司，投资金额为4000万元，已于2020年6月完成投放。虔兴投资基金规模为1084.2万元，主要投资方向为新能源汽车产业，投资标的为江西玖发专用车有限公司，投资金额为1052.83万元，已于2021年1月完成投放。针对上述投资项目，基金管理人均按季进行投后回访，目前被投公司经营情况正常，整体风险可控。截至2021年末，赣发壹号基金、赣发贰号基金和虔兴投资基金暂未产生投资收益。

⁸ 其中部分计入投资收益科目核算。

公司工程建设业务主要由四级子公司赣州建工集团有限公司（以下简称“赣州建工”）负责。赣州建工拥有市政公用工程施工总承包一级、建筑工程施工总承包一级资质，主要承包市政公用、公路、房建等工程，通过业主直接委托或者公开投标方式获取项目。2021年，公司工程建设收入为10.01亿元，毛利率为16.66%。截至2021年末，公司工程建设在建项目合同造价总金额为34.53亿元。

外部支持

跟踪期内，公司在资产划拨、财政补贴等方面继续获得实际控制人及相关各方的有力支持

跟踪期内，作为赣州市最重要的基础设施建设及国有资本运营主体，公司在资产划拨和财政补贴等方面继续获得公司实际控制人及相关各方的有力支持。

资产划拨方面，2021年，公司本部收到用于反担保而划入的定南县人才资产运营管理有限公司99%股权（入账价值8.09亿元）、上犹县金辉物流有限公司99%股权⁹（入账价值6.04亿元）、赣州安投建设开发有限公司99%股权（入账价值27.86亿元）、大余县岭南工业园开发建设有限公司99%股权（入账价值3.27亿元），计入长期股权投资，合计增加资本公积45.27亿元¹⁰；子公司城投控股将专项应付款转增资本公积，增加资本公积44.06亿元；子公司赣州金融控股集团有限责任公司收到江西省金控投资集团有限公司注入的资本金，增加资本公积0.84亿元；子公司赣州旅投获得政府无偿划拨的龙南旅投51%股权（账面价值为26.67亿元）、寻乌工投51%股权（账面价值为9.14亿元），同时获得政府无偿划拨的在建工程、财政拨款、股权等资产并增加资本公积3.75亿元。

财政补贴方面，2021年，公司获得财政补贴5.63亿元。

考虑到公司未来将继续在赣州市的基础设施建设和国有资本运营领域中发挥重要作用，预计未来实际控制人及相关各方将继续给予公司有力支持。

企业管理

截至2022年3月末，公司注册资本及实收资本均为人民币11.81亿元；赣州市国资委为公司控股股东，赣州市政府为公司实际控制人。

跟踪期内，公司法定代表人、董事会成员及高管人员发生变更。除此之外，公司治理结构和组织架构均未发生其他重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了2021年及2022年一季度合并财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2021年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2022年一季度财务数据未经审计。跟踪期内，公司未更换审计机构。

⁹ 根据公司于2022年7月8日发布的《赣州发展投资控股集团有限责任公司关于无偿划转资产的公告》，公司于2022年6月21日将上犹县金辉物流有限公司99%股权通过国有产权无偿划转的形式划转回上犹县人民政府（详见本报告“资产构成与资产质量”部分），截至本报告出具日，上述股权划转事项尚未完成工商变更。

¹⁰ 由于赣州发投未对定南县人才资产运营管理有限公司、上犹县金辉物流有限公司、赣州安投建设开发有限公司和大余县岭南工业园开发建设有限公司行使实际控制权，因此未将上述公司纳入合并范围。

截至 2022 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共有 11 家（详见图表 1）。2021 年，公司将其投资设立的赣州交控纳入合并范围，并将公司持有的赣州高速股权划入赣州交控，即赣州高速由二级子公司变更为三级子公司。2022 年 1~3 月，公司纳入合并范围内的二级子公司无变化。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，但流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项等占比很高，资产流动性依然较弱

跟踪期内，随着项目建设推进和对外投资增加，公司资产总额保持增长，以流动资产为主。公司流动资产主要由存货、其他应收款、货币资金和应收账款等构成。

跟踪期内，随着项目建设的推进，公司存货有所增长。2022 年 3 月末，公司存货中土地使用权为 283.63 亿元，主要为政府以作价出资方式注入公司及赣州城投的待开发土地资产；其余主要为项目开发成本。公司其他应收款主要为往来款、备用金、保证金、代扣代缴款项等，2022 年 3 月末前五名单位包括赣州市财政局（41.68 亿元）、赣州市章贡区建设投资集团有限公司（以下简称“章贡区建投”，23.52 亿元）、赣州经济技术开发区经济发展局（11.35 亿元）、赣州蓉江新区财政局（10.29 亿元）和赣州市农业信贷担保有限责任公司（10.00 亿元），合计占比 38.27%。2021 年末，公司货币资金包括银行存款 169.87 亿元和其他货币资金 27.86 亿元；应收账款主要为应收的项目结算款、商品销售款、高速公路通行费等。

跟踪期内，随着对外投资增加，公司非流动资产有所增长。2021 年末，公司非流动资产主要由固定资产、长期应收款、长期股权投资和无形资产等构成。其中，公司固定资产主要为房屋建筑物及高速公路资产；长期应收款中应收的融资租赁款为 43.75 亿元，应收章贡区建投的棚户区改造款项 75.95 亿元，剩余主要为赣州城投对县（市）平台转贷的资金以及债权性委托贷款等，较上年末大幅增长主要系根据新会计准则将债权性委托贷款由持有至到期投资科目转入所致；长期股权投资大幅增长，主要系获得赣州安投建设开发有限公司、定南县人才资产运营管理有限公司、上犹县金辉物流有限公司、大余县岭南工业园建设开发有限公司的用于反担保而划入的股权以及新增股权投资所致；无形资产主要为土地使用权等；其他非流动资产大幅增长，主要系赣州交控增加铁路项目资本金所致。

截至 2021 年末，公司受限资产账面价值合计为 76.77 亿元，占资产总额的比例为 3.05%，包括货币资金 19.72 亿元、存货 40.10 亿元、固定资产 6.26 亿元、无形资产 4.80 亿元、投资性房地产 5.79 亿元以及其他非流动资产 0.10 亿元。

图表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
资产总额	1791.91	2092.10	2519.25	2568.21
流动资产	1062.06	1227.70	1522.01	1552.61
存货	753.98	800.30	968.80	1031.31
其他应收款	117.00	202.43	248.65	251.25
货币资金	141.54	151.95	197.73	162.47
应收账款	18.24	19.80	43.84	49.25

非流动资产	729.86	864.40	997.24	1015.59
固定资产	241.79	293.38	304.40	299.86
长期应收款	173.07	200.15	254.94	255.64
长期股权投资	56.89	73.70	153.07	159.36
无形资产	50.70	77.73	81.63	84.86
其他非流动资产	42.60	42.71	72.13	71.39

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（全文同），东方金诚整理

2022年7月8日，公司发布了《赣州发展投资控股集团有限责任公司关于无偿划转资产的公告》（以下简称“公告”）。公告披露的资产划转事项如下：（1）根据赣州市国资委《关于赣州发投集团为全南发债担保所涉部分反担保资产进行置换的意见》（赣市国资规划字[2021]88号），2022年4月13日，全南县人民政府通过国有产权无偿划转的方式将名下资产价值为1.23亿元的全南县云诚管理有限公司99%股权划转至赣州发投；2022年4月25日，赣州发投将全南县云祥信息咨询有限公司名下账面价值为1.51亿元的全南县桃江源大道乌泥坑地块二通过国有产权无偿划转的形式划转回全南县人民政府。（2）2022年6月21日，赣州发投将名下资产价值为6.08亿元的上犹县金辉物流有限公司99%股权通过国有产权无偿划转的形式划转回上犹县人民政府，此次股权划转账面价值为6.04亿元。根据公告，上述资产无偿划转的金额为7.55亿元，不会对公司生产经营、财务状况及偿债能力造成重大不利影响。

资本结构

跟踪期内，得益于资产注入和未分配利润积累，公司所有者权益有所增加

跟踪期内，得益于资产注入和未分配利润积累，公司所有者权益有所增加。其中，公司实收资本未发生变化；资本公积大幅增长，主要系政府注入的股权、货币资金等资产以及专项应付款转入所致；未分配利润系经营利润积累；少数股东权益大幅增长主要系赣州交控、龙南旅投和寻乌工投被纳入合并范围带来的其他股东权益增加所致。

图表9 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
所有者权益	623.40	643.14	876.65	936.05
实收资本	11.81	11.81	11.81	11.81
资本公积	528.14	536.56	691.67	752.58
未分配利润	25.36	31.79	64.54	64.76
少数股东权益	46.38	51.37	106.15	104.00

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额有所增长，以非流动负债为主

2021年末，公司负债总额有所增长，以非流动负债为主。同期末，随着债务的集中到期以及往来款增加，公司流动负债快速增长，主要由一年内到期的非流动负债、其他应付款、应付账款和短期借款构成。

2021年末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的应付债券113.34亿元、一年内到期的长期借款83.92亿元和一年内到期的长期应付款28.68亿元；其他应付款主要为往来

款、保证金及代收款项等，账龄超过1年的重要其他应付款包括赣州市章创市政工程有限公司28.84亿元、华开（赣州）城市投资有限公司4.50亿元、赣州市金盛源担保有限公司4.00亿元、赣州市国资工业投资管理有限公司3.00亿元和南昌经济技术开发区投资控股有限公司1.87亿元；应付账款包括应付的工程款和货物采购款等；短期借款包括抵押借款24.20亿元、保证借款9.91亿元、信用借款1.59亿元和质押借款0.85亿元等。

2021年末，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款构成。其中，公司长期借款（含一年内到期部分）主要包括质押借款276.93亿元、保证借款188.75亿元、信用借款136.33亿元、混合借款93.42亿元、抵押借款15.76亿元等；应付债券主要系公司本部及子公司赣州城投发行的债券及债务融资工具，2021年末增幅较大主要系发行“21赣州发展MTN001”、“21赣州发展MTN002”、“21赣州发展CP001”等所致；长期应付款主要由债权融资计划、信托借款、融资租赁借款和基金借款构成；专项应付款主要系赣州市财政局拨付赣州城投的用于中心城区项目建设、棚户区改造、背街小巷提升改造以及保障性住房建设等的专项资金。

图表 10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
负债总额	1168.51	1448.96	1642.60	1632.15
流动负债	291.10	385.08	484.88	464.47
一年内到期的非流动负债	166.08	225.94	250.57	260.79
其他应付款	76.99	58.18	82.81	76.32
应付账款	10.73	29.19	43.64	38.36
短期借款	18.91	44.33	36.58	35.38
非流动负债	877.42	1063.88	1157.72	1167.69
长期借款	473.51	551.78	571.70	536.09
应付债券	169.77	205.67	360.17	394.74
长期应付款	130.20	161.01	113.79	116.78
专项应付款	98.13	138.11	98.34	106.47

资料来源：公司合并财务报表，其他应付款不含应付利息及应付股利、长期应付款不含专项应付款（全文同），东方金诚整理

跟踪期内，公司全部债务有所增长，短期有息债务规模较大，面临一定的集中偿付压力

跟踪期内，公司全部债务有所增长，其中短期有息债务规模较大，面临一定的集中偿付压力；同时，由于获得大量资产注入，公司资产负债率和全部债务资本化比率略有下降。截至2022年3月末，公司应于2022年4~12月偿还的债务为253.64亿元，待偿还债务主要包括银行借款、应付债券、信托借款、融资租赁借款、债权融资计划等。预计公司未来到期债务的偿债资金来源主要为再融资、营业收入和自有资金等。

图表 11 公司全部债务和债务率（单位：亿元、%）

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
全部债务	948.43	1204.14	1392.63	1363.57
其中：长期有息债务	758.85	923.45	1042.81	1045.24
短期有息债务	189.58	280.69	349.82	318.33
资产负债率	65.21	69.26	65.20	63.55
全部债务资本化比率	60.34	65.18	61.37	59.30

资料来源：公司合并财务报表、公司提供，东方金诚整理

公司对外担保规模较大，存在一定的代偿风险

跟踪期内，随着增加对赣州市下辖区县的城投公司、赣州市建筑类企业提供担保，公司对外担保规模大幅增长。截至 2022 年 3 月末，公司对外担保金额为 161.96 亿元（详见附件二），占所有者权益的比例为 17.30%。总体来看，公司对外担保规模较大，存在一定的代偿风险。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，但利润对财政补贴依赖程度依然较高，净资产收益率等指标仍处于较低水平，盈利能力依然较弱

2021 年，公司营业收入有所增长；营业利润率有所回升；由于财务费用增长较快，公司期间费用明显增长，对营业收入形成一定侵蚀。同期，公司利润总额略有下降，利润对财政补贴依赖程度依然较高。公司总资本收益率和净资产收益率处于较低水平，盈利能力依然较弱。

图表 12 公司盈利指标情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
营业收入	75.51	102.76	123.87	29.39
营业利润率	21.96	18.84	21.87	20.09
期间费用	18.67	18.36	27.28	5.44
利润总额	5.47	11.07	13.10	0.87
其中：财政补贴	5.13	5.33	5.63	0.00
总资本收益率	1.24	1.16	1.38	-
净资产收益率	0.64	1.38	1.25	-

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

现金流

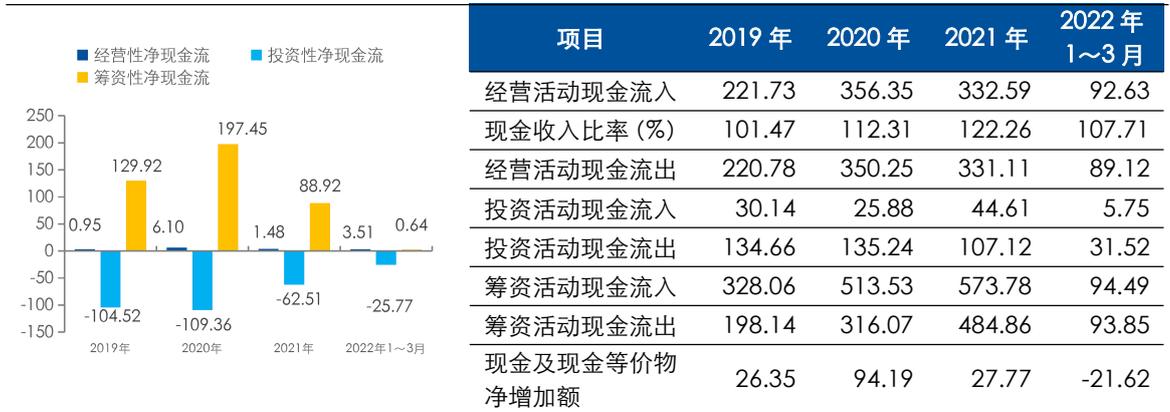
公司筹资活动前现金流持续净流出，资金来源对外部筹资的依赖较大

2021 年及 2022 年 1~3 月，公司经营活动现金流入主要为收到的项目工程款、高速公路收费款、商品销售款、往来款等形成的现金流入，回款情况良好；经营活动现金流出主要是公司支付的项目工程款、商品采购款以及往来款等形成的现金流出。东方金诚关注到，公司经营性现金流易受波动较大的往来款、项目款等影响，未来存在一定的不确定性。

2021 年及 2022 年 1~3 月，公司投资活动净现金流持续表现为净流出，主要是对外投资等支出保持较大规模所致。同期，公司筹资活动现金流入主要为取得借款、发行债券等收到的

现金，筹资活动现金流出主要是偿还债务本息所支付的现金。总体来看，公司筹资活动前现金流持续净流出，资金来源对外部筹资的依赖较大。

图表 13 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

偿债能力

公司从事的赣州市基础设施及保障房建设业务具有很强的区域专营性，得到了实际控制人及相关各方的有力支持，且融资渠道较为通畅，综合偿债能力极强

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均保持在较高水平，但现金比率较低，货币资金对流动负债和短期有息债务的保障能力均较弱。同时，公司经营性净现金流对流动负债的保障能力亦较弱。

从长期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司长期债务资本化比率变动较小，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度均较弱。

图表 14 公司偿债能力指标情况（单位：%）

项目	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)	2022年3月(末)
流动比率	364.85	318.82	313.89	334.28
速动比率	105.83	110.99	114.09	112.24
现金比率	48.62	39.46	40.78	34.98
货币资金/短期有息债务(倍)	0.75	0.54	0.57	0.51
经营现金流动负债比率	0.33	1.58	0.30	-
长期债务资本化比率	54.90	58.95	54.33	52.76
EBITDA 利息倍数(倍)	0.52	0.66	0.72	-
全部债务/EBITDA(倍)	36.23	37.44	34.15	-

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

综合来看，公司从事的赣州市基础设施及保障房建设业务具有很强的区域专营性，得到了实际控制人及相关各方的有力支持，且融资渠道较为通畅，综合偿债能力极强。

过往债务履约情况

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 2022 年 6 月 24 日，公司本部已结清及未结清贷款中无不良类、违约类或关注类贷款信息。

截至本报告出具日，公司在资本市场发行的债券及债务融资工具到期本息均已按期支付。

抗风险能力

基于对赣州市的地区经济和财政实力、实际控制人及相关各方对公司各项支持，以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力极强。

结论

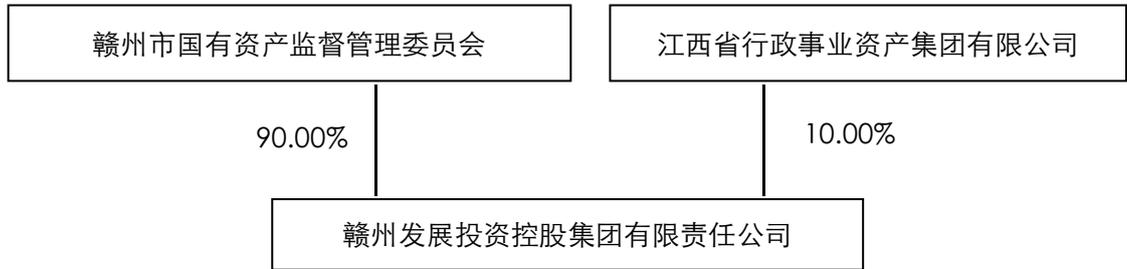
东方金诚认为，跟踪期内，赣州市经济快速增长，主导产业发展情况良好，经济实力很强；公司从事赣州市的基础设施及保障房建设、高速公路建设与运营等业务，主营业务仍具有很强的区域专营性；作为赣州市最重要的基础设施建设及国有资本运营主体，公司在资产划拨和财政补贴方面继续获得实际控制人及相关各方的有力支持。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项等占比很高，资产流动性依然较弱；公司全部债务有所增长，短期有息债务规模较大，面临一定的集中偿付压力。

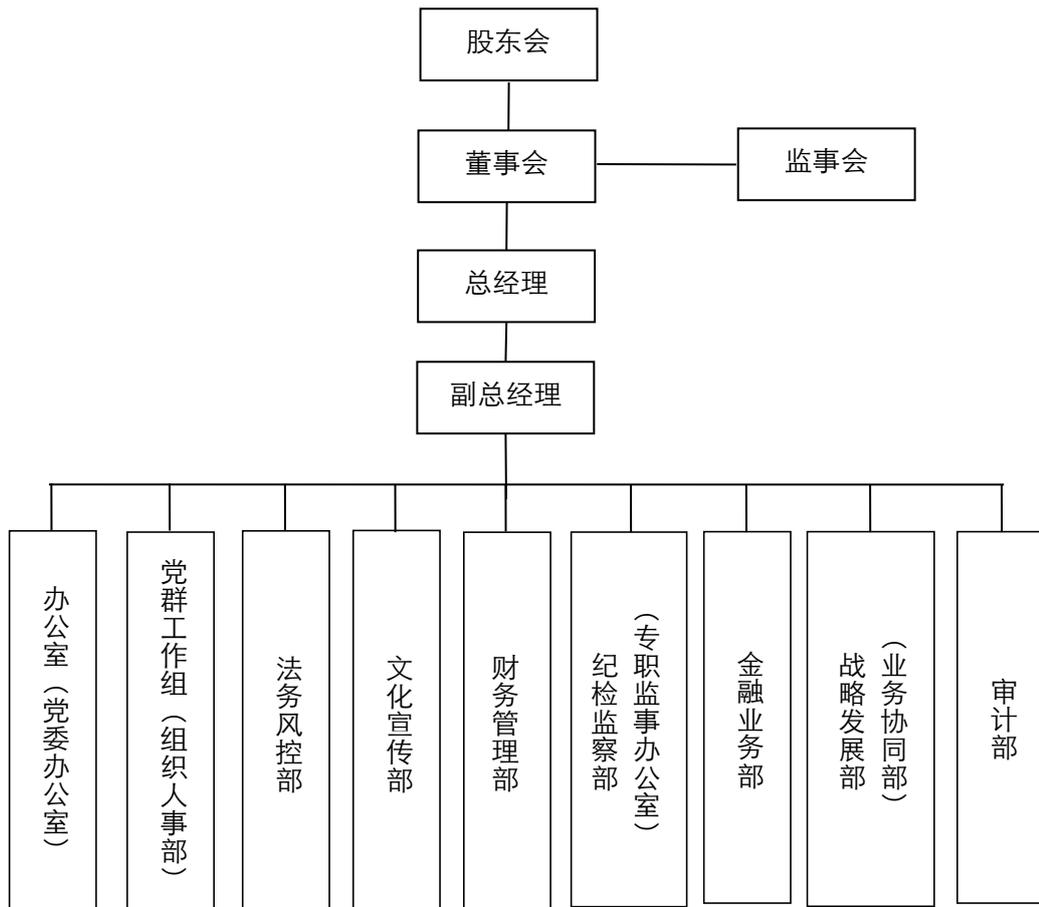
综合考虑，公司的主体信用风险极低，偿债能力极强，“19 赣州发展 MTN001”、“19 赣州发展 MTN002”、“20 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 MTN002”、“21 赣州发展 MTN003”、“22 赣州发展 MTN001”、“21 赣州发展 SCP002”、“21 赣州发展 CP002”和“22 赣州发展 SCP001”到期不能偿还的风险仍极低。

附件一：截至 2022 年 3 月末公司股权结构和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	企业性质	担保金额	担保期限
安远县城市发展投资集团有限公司	国有企业	50000.00	2019/12/27~2022/12/27
安远县城市发展投资集团有限公司	国有企业	50000.00	2020/6/12~2023/6/12
大余县资产经营有限公司	国有企业	61000.00	2020/12/4~2022/12/4
定南城建投资集团有限公司	国有企业	80000.00	2021/8/27~2028/8/26
赣州华方房地产开发有限公司	民营企业	4960.00	2021.7.12~2024.7.12
赣州建控投资控股集团有限公司	国有企业	280000.00	2021/1/22~2024/1/21
赣州建筑工业化有限公司	国有企业	4500.00	2018/5/28~2022/11/27
赣州建筑工业化有限公司	国有企业	1000.00	2021/6/25~2023/6/25
赣州建筑工业化有限公司	国有企业	970.00	2021/7/5~2022/7/5
赣州建筑工业化有限公司	国有企业	600.00	2022/1/12~2024/1/12
赣州建筑工业化有限公司	国有企业	200.00	2021/11/17~2022/11/17
赣州蓉江新区锦源置业有限公司	国有企业	30000.00	2020/12/17~2035/12/16
赣州市赣县区城市建设投资集团有限公司	国有企业	100000.00	2019/12/4~2024/12/4
赣州市南康区城市建设发展集团有限公司	国有企业	110000.00	2020/12/4~2025/12/4
赣州市南康区口岸发展有限责任公司	国有企业	85000.00	2020/2/21~2023/2/21
赣州市章贡区嘉福发展房地产开发有限公司	民营企业	34000.00	2019/10/29~2022/10/28
赣州星智基置业有限公司	民营企业	27000.00	2020/10/14~2022/10/14
赣州星州润达建筑材料有限公司	民营企业	22500.00	2021/5/25~2024/5/25
华开（赣州）城市投资有限公司	公司持股 50%、 民营企业持股 50%	10000.00	2021/11/26~2022/11/25
会昌县国有资产经营有限责任公司	国有企业	80000.00	2020/11/27~2027/11/27
江西驿博教育科技有限公司	民营企业	2500.00	2021/11/17~2031/11/16
全南县发展投资集团有限公司	国有企业	40000.00	2020/11/17~2023/11/17
蓉源（赣州）城市投资有限公司	公司持股 50%、 民营企业持股 50%	24000.00	2020/10/12~2022/10/12
蓉源（赣州）城市投资有限公司	公司持股 50%、 民营企业持股 50%	23335.86	2019/12/6~2022/12/5
蓉源（赣州）城市投资有限公司	公司持股 50%、 民营企业持股 50%	20000.00	2021/6/22~2024/6/22
瑞金市城市发展投资集团有限公司	国有企业	100000.00	2021/3/15~2028/3/14
瑞金市城市发展投资集团有限公司	国有企业	48000.00	2016/9/5~2023/9/5
信丰县城市建设投资开发有限公司	国有企业	70000.00	2019/4/16~2026/4/15
信丰县城市建设投资开发有限公司	国有企业	40000.00	2018/12/5~2025/12/5
兴国城投工业发展有限责任公司	国有企业	70000.00	2021/4/20~2026/4/20
兴国县城市发展投资有限责任公司	国有企业	100000.00	2019/12/3~2026/12/3

被担保企业	企业性质	担保金额	担保期限
寻乌县扶贫投资发展有限公司	国有企业	22000.00	2020/9/21~2038/9/21
宜春中新房建设发展有限公司	民营企业	28000.00	2020/4/1~2023/4/15
合计	-	1619565.86	-

附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年3月
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	1791.91	2092.10	2519.25	2568.21
其中：存货	753.98	800.30	968.80	1031.31
固定资产	241.79	293.38	304.40	299.86
其他应收款	117.00	202.43	248.65	251.25
长期应收款	173.07	200.15	254.94	255.64
负债总额	1168.51	1448.96	1642.60	1632.15
其中：长期借款	473.51	551.78	571.70	536.09
应付债券	169.77	205.67	360.17	394.74
长期应付款	130.20	161.01	113.79	116.78
全部债务	948.43	1204.14	1392.63	1363.57
其中：短期有息债务	189.58	280.69	349.82	318.33
所有者权益	623.40	643.14	876.65	936.05
营业收入	75.51	102.76	123.87	29.39
利润总额	5.47	11.07	13.10	0.87
经营活动产生的现金流量净额	0.95	6.10	1.48	3.51
投资活动产生的现金流量净额	-104.52	-109.36	-62.51	-25.77
筹资活动产生的现金流量净额	129.92	197.45	88.92	0.64
主要财务指标				
营业利润率（%）	21.96	18.84	21.87	20.09
总资本收益率（%）	1.24	1.16	1.38	-
净资产收益率（%）	0.64	1.38	1.25	-
现金收入比率（%）	101.47	112.31	122.26	107.71
资产负债率（%）	65.21	69.26	65.20	63.55
长期债务资本化比率（%）	54.90	58.95	54.33	52.76
全部债务资本化比率（%）	60.34	65.18	61.37	59.30
流动比率（%）	364.85	318.82	313.89	334.28
速动比率（%）	105.83	110.99	114.09	112.24
现金比率（%）	48.62	39.46	40.78	34.98
经营现金流流动负债比率（%）	0.33	1.58	0.30	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.52	0.66	0.72	-
全部债务/EBITDA（倍）	36.23	37.44	34.15	-

附件四：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 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营现金流流动负债比率 (%)	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
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

附件五：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。