

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2023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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

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2023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，经济持续增长。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”）仍是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，其中代建及厂区租赁业务持续性仍较好，且仍能获得南康区政府部门及股东较大力度外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司在建项目资金支出压力仍较大，自营项目存在一定回收风险；受项目建设资金需求推动，债务规模持续增大，公司仍面临较大偿债压力，资产中受限及未办证土地及房产规模较大，并且仍存在一定的或有负债等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司代建及厂房租赁业务持续性仍较好，且有望持续获得南康区政府部门及股东较大力度的外部支持。

评级日期

2023年6月12日

联系方式

项目负责人：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

项目组成员：张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	410.23	353.04	313.71
所有者权益	164.39	139.30	130.64
总债务	193.71	176.42	143.73
资产负债率	59.93%	60.54%	58.36%
现金短期债务比	0.08	0.20	0.37
营业收入	37.67	17.49	8.87
其他收益	2.01	1.12	0.18
利润总额	1.78	1.31	1.58
销售毛利率	11.50%	15.64%	30.02%
EBITDA	4.53	3.22	2.55
EBITDA 利息保障倍数	0.44	0.37	0.31
经营活动现金流净额	-8.00	5.24	1.98

资料来源：公司 2020-2022 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，经济持续增长。**南康区隶属赣州市，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。南康区作为中国实木家居之都，家具产业为当地主导产业，2022 年实现 GDP443.90 亿元，经济总量居于全市前列。
- **公司业务结构保持多元化，代建及厂房出租业务持续性较好，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、工业厂区运营以及贸易业务。截至 2022 年末，资产端待结算代建投入超 20.00 亿元，工业厂区出租率较高且合同期限较长，仍能对未来公司未来收入形成有效支撑。
- **公司仍能获得南康区政府部门及股东资产划拨、资金注入及财政补贴等较大力度外部支持。**2022 年南康区政府部门及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”）给予公司货币增资及资产划转支持，叠加子公司股权划出影响，公司资本公积净增加额为 11.06 亿元，资本实力得以进一步增强。2022 年公司收到政府补贴 20,190.80 万元，对公司利润形成有效补充。

关注

- **受限及未办证土地及房产规模较大，整体资产流动性仍较弱。**公司资产主要由项目建设投入、待开发土地、应收往来款及借款和出租厂区及商铺构成。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，部分自营项目回收周期较长。往来款规模较大，仍对公司资金形成占用。截至 2022 年末，公司存货及投资性房地产受限金额分别为 45.84 亿元和 13.61 亿元，并且约有 5.66 亿元待开发土地和 16.17 亿元投资性房地产仍未办妥产证，相关资产较难实现快速变现。
- **在建项目资金支出压力仍较大，关注自营项目回收风险。**截至 2022 年末，公司各业务在建及拟建项目合计尚需投资金额较大，2022 年经营现金流净流出 8.00 亿元，仍面临较大资金筹措压力。考虑到部分自营项目回收周期较长，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，2022 年公司加大债务融资，财务杠杆维持较高水平。2023 年及 2024 年，公司需偿还总债务 53.57 亿元和 51.03 亿元（未包含应付票据和租赁负债），债务偿还较为集中。2022 年末现金短期债务比仅为 0.08，短期偿债压力很大，且 EBITDA 对债务利息保障程度仍较弱。
- **仍面临一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额合计为 61.41 亿元，占同期末所有者权益的比重为 37.36%。公司担保对象仍均为国有企业，无反担保措施。
- **曾存在募集资金使用不规范情况。**公司 2022 年 6 月发布公告称，2021 年 7 月公司“21 南康 01”债券募集资金违规使用，该事项已于 2021 年 8 月完成整改。

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	410.23	164.39	37.67
陆港集团	赣州国际陆港基础设施建设的重要主体	84.69	26.01	26.16

注：（1）陆港集团为赣州国际陆港发展集团有限公司的简称；（2）以上各指标选用 2022 年（末）数据；（3）赣州市南康区发展投资控股集团有限公司及赣州市南康区口岸发展有限责任公司无 2022 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
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
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

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

- 公司是南康区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，南康区政府提供特殊支持的意愿极强，主要体现为公司与南康区政府的联系非常紧密以及对南康区政府非常重要。同时，中证鹏元认为南康区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。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组 成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA/PR 南康 01/18 南康债 01; AA/PR 南康 02/18 南康债 02; AA/PR 南康 03/19 南康债	2022-06-22	张伟亚、 葛庭婷	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA/16 南康债/16 南康小微债	2016-06-29	肖彬俊、 刘志强	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0)	阅读全文

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	1.80	2022-06-22	2025-09-27

PR 南康 02/18 南康债 02	2.30	1.38	2022-06-22	2025-10-29
PR 南康 03/19 南康债	2.40	1.44	2022-06-22	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2022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”债券募集资金专项账户余额均为0.00元。

三、发行主体概况

2022年4月，根据康府办抄财字[2022]7号文件，公司股东区发控集团同意将所持10.00%股权无偿划转给江西省行政事业资产集团有限公司。截至2023年3月末，公司控股股东仍为区发控集团，实控人仍为南康区国资办，注册资本与实收资本仍均为10.00亿元。

2022年公司新增合并范围子公司2家，减少1家，合并范围一级子公司增至24家，详见下表和附录四。

表1 2022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	变动情况
赣州市南康区城发集团林业综合开发有限责任公司	100.00%	1,000.00	专用设备制造业	新增（投资设立）
赣州市南康区城发家具产业智联网系统科技有限责任公司	100.00%	3,000.00	家具制造业	新增（非同一控制下的企业合并）
赣州市南康区城发集团旅游开发投资有限责任公司	100.00%	20,000.00	商务服务业	减少（股权划出）

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

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指

标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发

[2022]20号), 要求加强地方政府债务管理, 明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级, 降低市县偿债负担, 有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”, 推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一, 并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”, “坚决遏制增量、化解存量”, “守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险, 加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看, 此政策背景下, 城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧, 优质地区、高级别城投债依然受市场追捧; 对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区, 以及其他低评级为主的地区, 未来融资难度上升, 或面临较大流动性和偿债压力; 而对于实力偏弱、债务高企地区而言, 非标违约事件可能持续增加, 非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

南康区隶属赣州市, 交通条件较为便利, 是重要的货物集散中心; 作为中国实木家居之都, 家具产业集群发展较好, 区域经济实力位于全市区县上游水平, 但财政自给能力较弱且政府债务增速较快

区位特征: 南康区隶属赣州市, 具有较为便利的交通条件, 是重要的货物集散中心。南康区是江西省赣州市辖区之一, 属原中央苏区县和罗霄山集中连片特困地区, 面积1,623平方公里, 辖16个乡镇、2个街道。南康区拥有较为便利的交通条件, 是重要的货物集散中心, 赣州黄金机场、赣州国际陆港均位于辖区内, 3条铁路、3条国道、4条高速公路穿过辖区, 其中赣州国际陆港开通了26条内贸和铁海联运班列、19条中欧班列线路, 是全国内陆唯一一个进口木材直通口岸。截至2021年末, 南康区常住人口为82.84万人, 较七普减少6.01万人。

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, 经济总量居赣州市下辖区县前列。2022年南康区实现地区生产总值443.9亿元, 同比增长5.7%, 经济总量居赣州市下辖区县前列。家具产业集群带动了区域物流运输、广告宣传、餐饮等第三产业的繁荣, 南康区形成了以第二、三产业为主的产业结构, 三次产业结构由2020年的7.3: 41.9: 50.8调整为2021年的6.5: 43.2: 50.3。近年来, 南康区固定资产投资增速保持较高, 2022年固定资产投资增速为15.4%。30个省大中型、89个市级重点调度项目, 年度投资完成率分别达149%、124%。2022年南康区社会消费品零售总额保持增长, 总额规模位列全市第三。依托赣州国际陆港的区位优势, 2022年南康区进出口总额首次突破100亿元, 同比增速达62%。南康区与德国威廉港签订合作协议, 在海外仓、多式联运等方面开展战略合作, 与法国达飞轮船、中远海运合作, 开行铁海联运全程提单班列, 实现FOB赣州和CIF赣州, 国际贸易通道进一步畅通。按照2021年末常住人口计算, 2022年南康区人均GDP为5.36万元, 为全国人均GDP的62.53%。

表2 2022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	661.02	5.8%	9.44	22.59	11.69
南康区	443.90	5.7%	5.36	25.58	14.53
信丰县	300.01	5.5%	4.45	15.96	23.06
宁都县	265.90	4.9%	3.79	9.58	10.74
龙南市	224.38	5.6%	7.02	17.20	27.10
瑞金市	208.41	5.0%	3.39	16.10	-
崇义县	110.86	4.9%	6.23	10.05	6.11
石城县	104.23	4.7%	3.68	7.75	9.36

注：“-”数据未公告；瑞金市人均GDP为公告数，龙南市和南康区人均GDP分别采用2022年及2021年常住人口计算，其余地区常住人口采用七普人口计算。

资料来源：各区县政府官网，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	2022		2021		2020	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	443.9	5.7%	409.8	9.4%	354.6	4.7%
固定资产投资	-	15.4%	-	12.7%	-	9.5%
社会消费品零售总额	-	6.5%	203.2	19.5%	157.4	6.8%
进出口总额	-	62.0%	68.7	23.9%	-	-
人均 GDP（元）		53,585		49,469		39,910
人均 GDP/全国人均 GDP		62.53%		60.80%		55.09%

注：“-”数据未公告；2021及2022年人均GDP采用2021年末常住人口计算，2020年人均GDP采用七普常住人口计算。资料来源：南康区政府官网，中证鹏元整理

产业情况：凭借区位优势，南康区以家具产业为主导产业，并积极发展有色金属产业。借助于赣州国际陆港在木材进口和家具出口上的优势，南康区以家具产业为主导产业，被誉为“中国实木家居之都”。南康区拥有全国最大的实木家具生产基地，美克家居、居然之家、月星集团、大自然家居等家居龙头企业落户南康。2022年南康家具成功入围国家先进制造业集群决赛，获评全省五星级产业集群，品牌价值超700亿元、居全国家具产业带首位。同年，“苏区造”格力空调顺利下线并通过“3C”认证，龙华数字软体家具产业园加快建设，区域家具、家电、家装产业正加速融合。2022年南康区规上工业增加值增长8.6%，实现规上工业营收576亿元。除家具产业外，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。2022年南康区规上有色金属产值达273亿元，增长35.8%。龙头企业赣州市开源科技有限公司实现产值182亿元、增长31.3%。此外，南康区电子信息产业发展迅速，2022年实现产值45.4亿元，同比增长65.7%。

发展规划及机遇：根据《赣州市南康区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》，南康区提出要推动工业倍增升级，实施产业“1+2+N”倍增计划，培育打造5,000亿元家具产业集群，以格力电器为龙头的智能制造、以“电商加物流”为主的现代服务业2个1,000亿元产业，矿产品、电子信息、新能源、无人机等若干个百亿产业集群。赣州市正在推进建设省域副中心城市、“一带一路”重要节点城市和对融入粤港澳大湾区的桥头堡，而南康区作为赣州黄金机场、赣州国际陆港所

在地，拥有较为便利的交通条件，在产业发展方面有较好的机遇。

财政及债务水平：2022年南康区综合财力¹有所减弱，财政自给能力较弱，且政府债务增速较快。2022年南康区实现一般公共预算收入25.58亿元，同口径增长13.5%，税收占比为71.65%，但财政自给能力仍较弱。南康区政府性基金收入规模波动较大，其中2021年政府性基金收入同比大幅增长102.98%，主要系当年出让给格力电器的土地收入大幅增长所致。2022年受土地出让情况和房地产市场情况影响，政府性基金收入有所回落。近年来南康区政府债务余额持续扩张，2022年地方政府债务余额同比增长45.98%，债务增速较快。

表4 南康区财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	25.58	24.82	23.99
税收收入占比	71.65%	73.79%	80.66%
财政自给率	36.04%	32.97%	32.04%
政府性基金收入	14.53	42.95	21.16
地方政府债务余额	114.27	78.28	67.13

资料来源：南康区政府官网，中证鹏元整理

投融资平台：区发控集团和陆港集团为南康区国资办下属一级平台，其中陆港集团是赣州国际陆港基础设施建设的重要主体，代表赣州市南康区政府进行港口运营。城发集团为区发控集团下属一级子公司，赣州市南康区口岸发展有限责任公司为陆港集团下属一级子公司，分别为负责南康区及赣州国际陆港口岸的建设和国有资产运营管理。

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。其中，代建业务收入持续增长，在手项目总投资规模较大，业务持续性仍较好；为配合当地家具产业发展，公司厂房租赁规模持续扩大，当前出租率仍较高且租期较长；因新增电解铜销售，贸易收入提升迅速，但业务盈利性仍较低，对公司利润贡献有限；房地产销售以尾盘为主，盈利持续弱化。此外，需注意公司各业务在建及拟建项目合计尚需投资金额较大，仍存在较大资金筹措压力

跟踪期内，公司仍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，营业收入仍主要来自代建、房地产销售、工业厂区运营、土地转让以及贸易业务，业务保持多样化，且整体收入大幅增长。

公司代建业务受建设及结算进度影响，收入有所增长。土地转让收入为公司将未开发的土地转让给

¹ 综合财力指一般公共预算收入加政府性基金收入。

第三方所得，业务后续开展受政府规划影响较大，存在一定不确定性。工业厂区出租规模不断扩大，2021年受宏观因素影响，公司实行减租、免租政策，2022年正常收租后，收入规模有所恢复。随着房地产项目逐渐建成交房，房地产销售收入相应增长，但受部分商业地产按照政府安排定向销售，以及尾房销售等因素影响，2022年该业务盈利持续弱化。公司贸易品种不断丰富，2022年新增电解铜销售收入，对收入形成重要补充。由于贸易业务整体毛利率较低且收入提升及房地产项目盈利弱化等因素影响，公司毛利率有所下降。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年			
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	
代建项目收入	3.90	10.36%	16.14%	1.93	11.03%	12.14%	
房地产销售收入	6.16	16.34%	16.88%	3.94	22.54%	18.73%	
土地转让收入	3.10	8.24%	5.62%	0.00	0.00%	-	
标准厂房租金收入	2.54	6.75%	54.49%	1.35	7.72%	39.34%	
贸易板块收入	电解铜销售收入	7.42	19.69%	0.08%	0.00	0.00%	-
	锡锭、粗锡矿、橡胶木销售收入	5.73	15.21%	0.82%	5.67	32.41%	3.94%
	建筑材料收入	3.18	8.44%	2.30%	2.22	12.69%	12.02%
	家具、设备等销售收入	1.41	3.74%	-11.14%	0.13	0.71%	15.05%
	电器销售收入	0.73	1.93%	5.12%	0.35	1.98%	12.98%
贸易板块收入小计	18.46	49.00%	0.03%	8.36	47.80%	6.63%	
其他收入	3.51	9.31%	31.32%	1.91	10.92%	35.48%	
合计	37.67	100.00%	11.50%	17.49	100.00%	15.64%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）代建业务

公司承担了南康区主要的城市基础设施建设任务，在手项目合计规模较大，业务持续性仍较好，但在建及拟建项目尚需投入规模较大，仍面临较大资金压力

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子公司佳宸建设负责，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。

2022年，公司确认收入代建项目为迎宾苑小区返迁房、滨江苑小区返迁房以及部分市政工程代建项目。其中迎宾苑小区返迁房、滨江苑小区返迁房仍按照成本加成方式结算，项目毛利率均为16.67%。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，故代建业务毛利率有所波动。

截至2022年末，公司主要在建及拟建代建项目如下表所示。在建及拟建项目尚需投入规模较大，代建业务持续性仍较好，但由于需要垫付资金用于项目建设，仍面临较大资金压力。

表6 截至2022年末公司主要在建及拟建代建项目情况（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	19.39
南康金融中心一期工程	20.77	28.32
东山街道棚户区改造安置房建设项目（窑边）工程	6.09	0.08
莲花村安置房	2.99	0.00
合计	67.38	47.79

注：1、南康金融中心一期工程项目已基本完成，目前在装修收尾工作；2、莲花村安置房为拟建项目，已获得立项批复。3、迎宾苑小区返迁房、滨江苑小区返迁房、家具产业园公租房及配套基础设施项目已完工。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）房地产销售业务

房地产销售业务以尾盘为主，业务持续性一般，且业务盈利能力持续弱化

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，进行住宅商品房项目开发。2022年所售项目包括南康区金融中心、东山之冠、东山之星、康顺花苑以及标准厂房B区7栋厂房。2022年房地产销售业务毛利率延续2021年下滑趋势。由于公司根据政府规划将代建项目南康金融中心一期工程中部分房产以成本价出售给入驻金融机构，项目毛利率较低，对房地产销售业务毛利率形成拖累。部分东山之冠房屋作为人才住房出售、尾盘售价较低亦是房地产销售毛利率下滑因素之一。截至2022年末，公司在手房地产项目剩余可售面积1.27万平方米，业务持续性一般。

表7 截至2022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	97,811.78	177,126.14	174,683.73
东山之星	30,000.00	34,214.09	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	142,698.82	257,525.75	244,835.83

注：1、已售面积包含预售面积；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

伴随区域家具产业集群发展，公司租赁规模持续扩大，目前家具产业集聚区厂区出租率较高，合同租期较长，预计仍能够对未来收入形成支撑

工业厂区运营业务主要由子公司佳宸建设负责，出租厂区包括南康区东山官坑家具集聚区和南康区唐江家具集聚区等。截至2022年末，工业厂区可供出租面积合计258.35万平米，较2021年末增长38.70万平方米。同期末，已出租面积合计256.65万平米，出租率为99.34%。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，业务持续性仍较好。2021年，受宏观因素影响，公司实行减租、免租政策，故工业厂区运营收入减少，且业务毛利率下降明显，2022年恢复较好。

表8 截至2022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
龙回半岭家具集聚区	10.56	10.56
三益 435 亩家具集聚区	27.47	27.47
官坑 333 亩家具集聚区	25.96	25.96
镜坝联民杉树下家具集聚区	12.47	12.1
镜坝 200 亩家具集聚区	24.64	24.64
唐江 605 亩家具集聚区	59.02	57.69
横寨 33 亩家具集聚区	4.25	4.25
龙回 150 亩家具集聚区	19.31	19.31
龙华 50 亩家具集聚区	7.15	7.15
龙华 98 亩家具集聚区	12.22	12.22
龙华 101 亩家具集聚区	6.58	6.58
龙岭家具产业园标准厂房	48.72	48.72
合计	258.35	256.65

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）贸易业务

2022年公司新增电解铜贸易，收入规模增长迅速，但电解铜贸易盈利性极低，对整体业务毛利率形成拖累

公司贸易业务仍由赣州市南康区域发集团皇冠贸易有限公司（以下简称“皇冠贸易”）和赣州市南康区域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。下游客户仍以中小微企业为主，存在一定资金回收风险。

电解铜销售业务为公司2022年新增贸易品种类，盈利性极低。锡锭、粗锡矿、橡胶木销售毛利率变动原因主要为产品结构影响，2022年较高盈利性的粗锡贸易量减少，并且较低盈利性的锡锭贸易量增加，因此该类别贸易业务毛利率降低。建筑材料类别具体包括河砂、钢筋、水泥、沥青和防水材料等，2021年，由于河砂、防水材料等利润较高的产品销售占比提高，叠加采购量加大，公司获得更低的成本价格，因此建筑材料业务毛利率较高。2022年受各建筑材料类商品市场价格波动影响，建筑材料贸易业务盈利回落。家具、设备类贸易业务处于起步阶段，2022年呈现亏损状态。皇冠贸易下属子公司为格力电器直营商，2022年，在政府号召下，格力增加部分促销产品，故电器销售业务毛利率回落。整体来看，尽

管公司贸易业务规模扩张迅速，但业务盈利性进一步弱化，对公司利润补充有限。

（五）自营业务

在建自营项目尚需投入规模较大，公司仍面临较大资金筹措压力。且部分自营项目回收期较长，需关注未来经营状况及款项回收情况

截至2022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项目及南康跨境电商产业园2期epc项目部分已在营运中。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）项目未来收入来自于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。仍需关注其未来经营状况及款项回收情况。此外，考虑到主要自营项目尚需投入规模较大，公司仍面临较大资金筹措压力。

表9 截至 2022 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
扪翠城小区返迁房 ³	18.96	4.04
赣州市南康区唐江示范镇建设项目（一期）	15.84	7.66
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	6.23
南康区无人机产业园项目	8.10	1.71
赣州市南康区乡村振兴建设项目（一期）	6.50	1.82
文化强国馆	4.90	2.19
泛家居生态体验馆项目	3.82	3.09
家居小镇南埜·灞上	3.80	0.69
赣南大道西延(epc)	3.55	3.05
南康跨境电商产业园 2 期 epc(金融中心 1#3#4#17#楼)	2.26	0.65
合计	87.00	31.36

注：家居小镇南埜·灞上预计总投资以此次数据为准。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仍能获得南康区政府部门及股东资产划拨、资金注入及财政补贴等较大力度外部支持

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，在资产注入和财政补贴方面持续得到当地政府支持。2022年因南康区政府部门及股东区发控集团货币增资及资产划转，公司资

² 归类在其他收入中。

³ 扪翠城小区返迁房为货币化安置项目，拆迁工作非城发集团负责，后续城发集团将返迁房出售给返迁户，故归类为自营项目。

本公积增加合计12.71亿元，叠加赣州市南康区域发集团旅游开发投资有限责任公司股权划出影响，同期公司资本公积净增加额为11.06亿元，资本实力得以进一步增强。政府补贴方面，2022年公司收到政府补贴20,190.80万元，对公司利润形成有效补充。

表10 2022年政府资产注入情况（单位：万元）

时间	支持类型	支持内容	支持金额
2022年	货币增资	资本金	98,509.00
	资产划转	南康区住房中心建设的7栋房产	28,517.93
	其他	资产移交	33.64
	小计	-	127,060.57

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2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新增合并范围子公司2家，减少1家，详见表1。

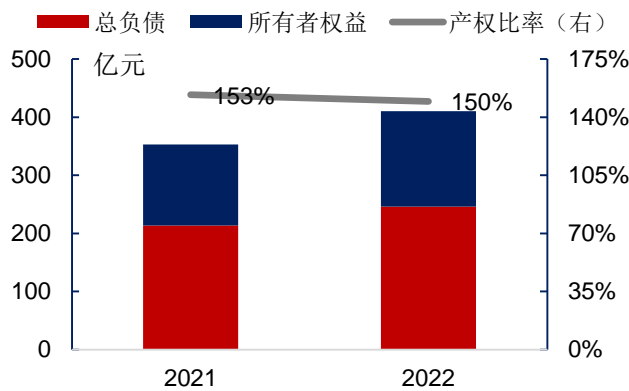
资本实力与资产质量

跟踪期内，公司资产规模增速较快，资本实力不断增强。增量资产主要来自于项目建设投入、出租用厂房和商铺以及对项目公司的股权投资，其他存量资产包括应收政府部门及国有企业往来款，考虑到部分建设项目及投资性房地产已抵押、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仍较弱

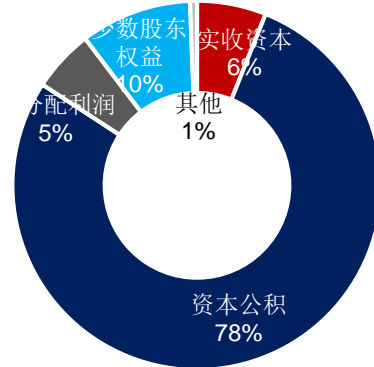
受益于南康区政府部门和股东资金注入及资产划拨影响，2022年公司所有者权益持续增长，但同期公司加大债务融资，产权比率仍较高。同期，由于新增少数股东江西省行政事业资产集团有限公司，公司少数股东权益增至16.08亿元，同期末公司所有者权益构成如下图所示。

图 1 公司资本结构

图 2 2022年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理



资料来源：公司 2022 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

获益于政府资产注入以及公司经营累积，2022年公司资产规模保持增长，流动资产仍是公司资产主要构成部分。

公司预付款项仍以预付赣州市南康区土地房屋征收管理办公室的项目征拆资金为主，截至2022年末，账面价值15.97亿元，目前尚无明确结算时间；同期末，另有6亿元为预付深圳市普泰投资发展有限公司的关于赣州市南康区金投基金管理有限公司（以下简称“金投基金”）的股权转让款⁴。其他应收款仍主要为区域内政府部门及国有企业往来款，回收时间存在不确定性，对营运资金形成较大占用。另有9.63亿元其他应收款为赣州发展美家家居产业基金合伙企业（有限合伙）所欠借款，账龄在2年以内，存在一定回收风险。

公司存货仍主要由开发成本及间接费用、开发产品和待开发土地构成。开发成本及间接费用以及开发产品主要为项目建设投入，截至2022年末，合计账面价值44.51亿元。待开发土地方面，截至2022年末，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，其他待开发土地均以出让方式取得。文化设施用地、科教用地和公共设施用地合计账面价值1.75亿元，其余为住宅用地、工业用地和商务用地等。待开发土地中尚未办理土地证部分合计账面价值5.66亿元。同期末，公司存货中借款费用资本化金额为32.34亿元。存货中受限部分账面价值45.84亿元，受限存货均用于银行借款担保。

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，2022年新增部分滨江苑商铺及自建产业园厂房。截至2022年末，投资性房地产中未办妥产权部分16.17亿元，并且有13.61亿元投资性房地产因用于抵押而受限。截至2022年末，其他非流动资产仍以1年期以上的合同履约成本（45.71亿元）为主，为代建及自营等项目建设投入。

长期股权投资增幅较大，主要增量为增加对中铁建投（赣州）城市开发有限公司（以下简称“中铁

⁴ 根据借款合同，金投基金将所获注资款出借给城发集团及下属子公司，用于支持当地产业发展，借款期满，城发集团将以出资额置换所欠金投基金债务。

建投”）⁵投资款10.50亿元。其他非流动金融资产中，公司对部分基金有溢价回购义务，仍存在一定表外负债。

总体来看，公司资产规模增速较快，资产仍以项目建设投入、待开发土地、应收往来款及借款和出租厂区及商铺为主，往来款规模较大，对公司资金形成占用，部分土地与投资性房地产已抵押，整体资产流动性仍较弱。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.33	1.30%	8.05	2.28%
预付款项	27.28	6.65%	23.23	6.58%
其他应收款	65.30	15.92%	59.31	16.80%
存货	131.19	31.98%	118.12	33.46%
流动资产合计	242.12	59.02%	216.25	61.26%
固定资产	10.61	2.59%	10.94	3.10%
在建工程	11.01	2.68%	12.42	3.52%
其他非流动金融资产	11.84	2.89%	11.99	3.39%
长期股权投资	22.14	5.40%	8.10	2.30%
投资性房地产	52.67	12.84%	49.09	13.90%
无形资产	2.86	0.70%	2.67	0.76%
其他非流动资产	47.40	11.56%	35.10	9.94%
非流动资产合计	168.11	40.98%	136.78	38.74%
资产总计	410.23	100.00%	353.04	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务保持多样化，2022年贸易品种继续丰富，营业收入迅速提升，代建项目投入及厂房租金仍能对收入形成较好支撑，但贸易业务利润较薄且规模不断扩大，导致公司整体盈利能力出现下滑

公司营业收入仍主要来自代建、房地产销售、工业厂区运营、土地转让以及贸易业务，业务结构保持多样化。2022年起，公司新增电解铜贸易产品，营业收入迅速提升。公司房地产销售业务以尾盘销售为主，土地转让收入受政策影响较大，存在一定不确定性；但考虑到资产端待结算代建项目投入超20.00亿元，厂房出租率较高且租期较长，仍能对营业收入形成较好支撑。公司销售毛利率持续下降，主要系业务结构变动影响。2022年公司获得政府补助1.98亿元，计入其他收益，仍对利润形成较大补充。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

⁵ 中铁建投为赣粤产业合作区项目(南康片区)项目公司，公司占股 10%。

指标名称	2022年	2021年
营业收入	37.67	17.49
营业利润	1.83	1.37
其他收益	2.01	1.12
利润总额	1.78	1.31
销售毛利率	11.50%	15.64%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务融资渠道包括银行融资、债券融资及非标融资，部分资金成本仍较高。跟踪期内，债务规模持续增长，财务杠杆维持较高。公司债务偿还集中于2023及2024年，2022年末现金短期债务比仅为0.08，短期偿债压力很大。公司经营业务仍存在较大的外债融资需求，或将持续推升未来债务压力。当前债务偿还仍有赖于外部支持及再融资

受项目建设资金需求推动，公司总债务规模持续增长。截至2022年末，公司总债务规模增至193.71亿元，规模较大。公司总债务主要由银行借款、债券融资和非标融资构成，加权融资成本分别约为5.58%、6.79%和7.20%，部分资金成本较高。从债务期限结构来看，2023年及2024年公司分别需要偿还53.57亿元和51.03亿元存量债务（未包含应付票据和租赁负债），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 2022 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	53.57
1-2（含）年	51.03
2-3（含）年	23.23
3-4（含）年	10.44
4-5（含）年	8.69
5 年以上	38.07
未约定还款期限	4.50
合计	189.54

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 4.50 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	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.22	2.53%	7.55	3.53%
应付票据	4.03	1.64%	0.51	0.24%
其他应付款	24.27	9.87%	18.42	8.62%

一年内到期的非流动负债	44.45	18.08%	27.37	12.80%
流动负债合计	102.16	41.55%	71.97	33.67%
长期借款	80.35	32.68%	67.65	31.65%
应付债券	40.66	16.54%	48.86	22.86%
长期应付款	21.34	8.68%	24.75	11.58%
非流动负债合计	143.68	58.45%	141.77	66.33%
负债合计	245.84	100.00%	213.74	100.00%
总债务	193.71	78.80%	176.42	82.54%
其中：短期债务	61.82	25.15%	39.75	18.60%
长期债务	131.89	53.65%	136.67	63.94%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产负债率维持较高水平，EBITDA对利息保障力度仍较弱。2022年末，公司短期债务比仅为0.08，短期偿债压力很大。2021-2022年，公司经营活动现金流净额分别为5.24亿元和-8.00亿元，2022年现金流表现较弱。当前公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，且部分自营项目投资回收周期较长，公司仍面临较大的建设资金需求，或将持续推升未来债务压力。当前债务偿还对外部支持及再融资较为依赖。截至2022年末，公司银行授信余额为113.25亿元，主要授信行包括农发行、赣州银行、江西银行、工商银行等。同期末，公司存货及投资性房地产受限金额分别为45.84亿元和13.61亿元，并且约有5.66亿元待开发土地和16.17亿元投资性房地产未办妥产证，未办证资产较难实现抵押或快速变现。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，预计公司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	2022年	2021年
资产负债率	59.93%	60.54%
现金短期债务比	0.08	0.20
EBITDA 利息保障倍数	0.44	0.37

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

公司ESG表现对其经营和信用水平未产生重大负面影响

以下分析基于公司于2023年5月9日出具的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》以及2023年5月30日进行的公开信息查询。

环境方面，公司过去一年未因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚，过去一年未因废水排放而受到政府部门处罚，过去一年未因废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会方面，公司过去一年不存在拖欠员工工资及社保、工作环境严重影响员工健康及员工安全事故。但 2022 年 9 月 16 日，赣州市自然资源局南康分局对公司对于公司未按规划审批内容进行建设作处罚金 8.63 万元。此外，根据公司于 2022 年 6 月 29 日发布的《赣州市南康区城市建设发展集团有限公司募集资金使用问题及整改的公告》，公司于 2021 年 7 月非公开发行的 5.00 亿元公司债券（简称“21 南康 01”）募集资金使用存在不规范情况。具体为：2021 年 7 月 28 日，公司将 1.2604 亿元募集资金从监管户划转至子公司账户，并于 2021 年 7 月 29 日划转至合并范围外赣州市南康区越发置业有限公司账户，用于支付项目摘牌土地保证金。公司称，在发现上述问题后第一时间制定整改方案，上述 1.2604 亿元已于 2021 年 8 月 11 日按照原金额转回监管户，完成整改。

治理方面，2022 年公司董事及监事层发生人员变更，具体如下表所示。目前公司已依据《公司法》及有关法律、行政法规的规定，制定了《公司章程》，建立了法人治理结构和内部控制制度，且近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

表16 2022 年公司董事会及监事会人员变化

变更事项	变更前	变更后
董事	吴云、彭飞、谢开盛、邓雪波、李华、刘玉莲	吴云、彭飞、袁昌云、谢开盛、李青松、邓雪波、李华、蓝贤普、刘玉莲、肖凌、刘立平
监事	刘康明、蓝贤普、肖志兰、刘健康、周作清	刘康明、朱中伟、肖志兰、刘健康、周作清

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月11日），公司本部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。

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月15日），子公司供应链公司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；从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月21日），子公司佳宸公司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；从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月15日），子公司皇冠贸易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。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额合计为61.41亿元，占同期末所有者权益的比重为37.36%。公司担保对象仍均为国有企业，无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表17 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保余额	担保终止时间
	85,500.00	2032/4/27
	87,513.66	2037/4/25
赣州市南康区众拓家具产业运营有限公司	57,000.00	2035/2/24
	39,260.00	2026/12/30
	32,000.00	2034/12/17
	23,500.00	2025/5/21
赣州市南康区群拓家具产业运营有限公司	48,616.00	2032/12/21
	48,920.00	2033/12/31
	3,430.00	2024/12/5
	40,000.00	2031/9/15
赣州市南康区口岸发展有限责任公司	20,000.00	2025/5/26
	20,000.00	2025/11/28
	13,500.00	2023/3/14
	9,650.00	2024/10/28
赣州市南康区城发家具产业智能制造有限责任公司	4,583.33	2025/5/30
	4,900.00	2025/9/23
	1,000.00	2023/3/29
	1,000.00	2023/3/24
	1,000.00	2023/5/24
	1,000.00	2025/5/17
	1,000.00	2023/6/27
	1,000.00	2023/8/29
	1,000.00	2023/12/19
	416.67	2025/5/27
赣州市南康区城发集团旅游开发投资有限责任公司	8,000.00	2032/11/14
	1,000.00	2027/8/7
赣州虔南置业有限公司	20,000.00	2027/3/18
	5,000.00	2027/1/28
赣州市南康区粮食收储公司	10,500.00	2032/2/13
赣州市南康区发展投资控股集团有限公司	10,000.00	2023/11/30
江西省城镇开发投资有限公司	6,340.00	2025/4/26
赣州市土地开发投资有限公司	7,428.80	2023/3/20
总计	614,058.46	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是南康区政府下属重要企业，南康区政府持有公司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。公司控股股东为区发控集团，持有公司90.00%股权，实际控制人为南康区国资办。南康区政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制权。公司的一大部分业务来源于政府及其相关单位。且近年持续获得资金注入、资产划拨等较大力度外部支持。预计公司与南康区政府联系比较稳定。

(2) 公司对南康区政府非常重要。尽管公司提供一些公共产品和服务，但其也有相当一部分业务是市场化的；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；公司在就业、税收、利润和基础设施建设的某一或多个方面，对南康区政府的贡献很大；公司的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。

九、结论

南康区为江西省赣州市市辖区，家具产业集群发展较好，对区域经济发展形成支撑。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、工业厂区运营以及贸易业务。公司在建的代建项目规模仍较大，截至2022年末，资产端待结算代建投入超20.00亿元，工业厂区出租率较高且合同期限较长，仍能对未来收入形成较好支撑，并且能持续获得南康区政府部门及股东资产划拨、资金注入等较大力度外部支持。同时中证鹏元也关注到，公司房地产销售业务以尾盘销售为主，2022年新增电解铜贸易业务，但利润仍较薄；受限及未办证土地及房产规模较大，整体资产流动性仍较弱。截至2022年末，在手项目合计尚需投资金额仍较大，财务杠杆仍较高，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，公司仍面临较大资金筹措压力以及较大偿债压力。

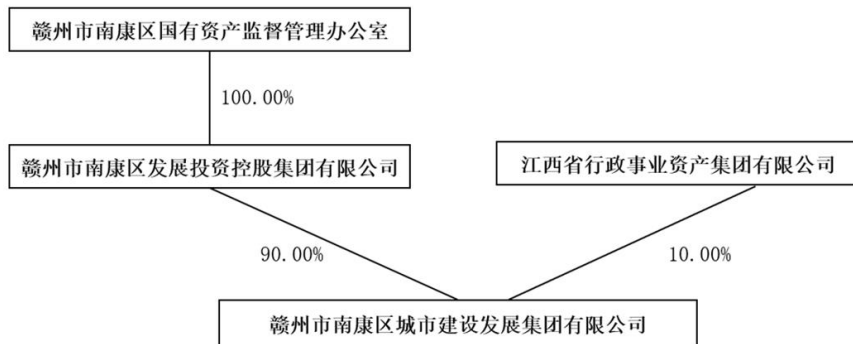
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“PR南康01/18南康债01”、“PR南康02/18南康债02”、“PR南康03/19南康债”的信用等级为AA。

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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	5.33	8.05	9.55
其他应收款	65.30	59.31	49.35
存货	131.19	118.12	140.85
流动资产合计	242.12	216.25	234.65
固定资产	10.61	10.94	9.33
在建工程	11.01	12.42	6.66
投资性房地产	52.67	49.09	35.13
其他非流动资产	47.40	35.10	2.99
非流动资产合计	168.11	136.78	79.07
资产总计	410.23	353.04	313.71
短期借款	6.22	7.55	4.85
应付账款	7.61	3.14	1.02
一年内到期的非流动负债	44.45	27.37	19.00
流动负债合计	102.16	71.97	57.17
长期借款	80.35	67.65	73.35
应付债券	40.66	48.86	26.44
长期应付款	11.23	20.45	18.27
非流动负债合计	143.68	141.77	125.91
负债合计	245.84	213.74	183.08
其中：短期债务	61.82	39.75	25.67
总债务	193.71	176.42	143.73
所有者权益	164.39	139.30	130.64
营业收入	37.67	17.49	8.87
营业利润	1.83	1.37	1.57
其他收益	2.01	1.12	0.18
利润总额	1.78	1.31	1.58
经营活动产生的现金流量净额	-8.00	5.24	1.98
投资活动产生的现金流量净额	-22.56	-26.37	-19.88
筹资活动产生的现金流量净额	27.45	22.64	14.59
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	11.50%	15.64%	30.02%
资产负债率	59.93%	60.54%	58.36%
短期债务/总债务	31.91%	22.53%	17.86%
现金短期债务比	0.08	0.20	0.37
EBITDA（亿元）	4.53	3.22	2.55
EBITDA 利息保障倍数	0.44	0.37	0.31

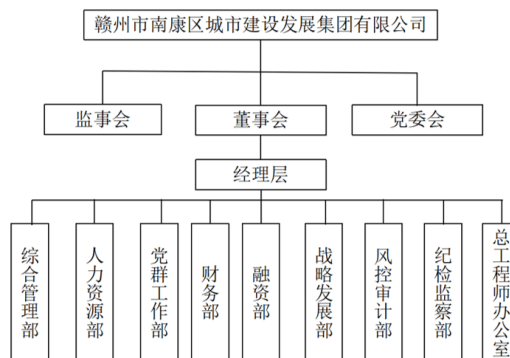
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 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 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 截至 2022 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中小企业投资发展有限责任公司	100.00%	房地产业
江西佳宸建设工程有限公司	100.00%	房屋建筑业
赣州市南康区城发集团市政管网投资经营有限公司	100.00%	建筑装饰、装修和其他建筑业
赣州市南康区城发集团金融投资有限公司	90.00%	商务服务业
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国有资产经营投资有限公司	70.14%	商务服务业
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供应链管理有限公司	66.00%	道路运输业
赣州市南康区城发集团乡村投资开发有限公司	100.00%	商务服务业
赣州市南康区兴康教育发展有限公司	100.00%	商务服务业
赣州市南康区城发家具产业互联网系统科技有限责任公司	100.00%	家具制造业
赣州市南康区迎宾馆有限责任公司	100.00%	餐饮业
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仓储运营管理有限公司	66.00%	装卸搬运和仓储业
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
江西城发尚源物业服务有限公司	51.00%	房地产业
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

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。