

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0433号

大余县资产经营有限公司：

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“20 大余债/20 大余债”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 AA-，评级展望为稳定，同时维持“20 大余债/20 大余债”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二三年六月二十二日

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”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评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。其中主体评级结果有效期自2023年6月22日至2024年6月21日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。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

2023年6月22日

大余县资产经营有限公司主体及“20 大余债/20 大余债” 2023 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		
AA-/稳定			2023/6/22	AA-/稳定	丛晓莉	吕碧和		
债项信用			评级模型					
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重	得分		
20 大余债	AAA	AAA	经营规模	所有者权益	35%	15.8		
/20 大余债			业务运营	业务稳定性与持续性	10%	10.0		
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			盈利与获现能力	净利润	15%	6.8		
				净资产收益率	5%	3.5		
			债务负担和保障程度	现金收入比	5%	3.0		
				全部债务资本化比率	15%	9.0		
				货币资金短债比	5%	2.3		
				EBITDA 利息倍数	5%	2.3		
				全部债务/EBITDA	5%	3.0		
主体概况			基础评分输出结果					
公司是赣州市大余县重要的基础设施建设主体，主要从事大余县内的基础设施建设业务。大余县城市与乡村发展投资集团有限责任公司是公司唯一股东，大余县财政局为公司实际控制人。			调整因素					
			个体信用状况（BCA）					
			外部支持评价		外部支持能力		G4	
					外部支持意愿		S2	
			评级模型结果		AA-			
			外部支持调整子级					
			注 1：外部支持能力档位分为 G1~G19，表示支持能力由强至弱的程度					
			注 2：外部支持意愿档位分为 S1~S5，表示支持意愿由强至弱的程度					
			注 3：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					

公司是赣州市大余县重要的基础设施建设主体，主要从事大余县内的基础设施建设业务。大余县城市与乡村发展投资集团有限责任公司是公司唯一股东，大余县财政局为公司实际控制人。

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，其下辖的大余县经济实力仍较强；公司主营业务区域专营性仍较强，继续获得实际控制人及相关各方的有力支持；赣州发投为“20 大余债/20 大余债”提供担保的增信作用依然很强。同时，东方金诚关注到，公司仍面临较大的资本支出压力，资产流动性依然较差，现金流状况欠佳。综上所述，公司的主体信用风险很低，偿债能力依然很强，“20 大余债/20 大余债”到期不能偿还的风险仍极低。

同业对比

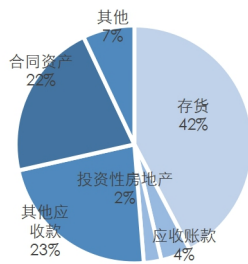
项目	大余县资产经营有限公司	石门县城市建设投资开发有限公司	嘉禾铸都发展集团有限公司	信丰县城市建设投资开发有限公司
地区	赣州市大余县	常德市石门县	郴州市嘉禾县	赣州市信丰县
GDP 总量 (亿元)	136.12	360.32	169.13	300.01
人均 GDP (元)	51484*	64405*	49285*	44528*
一般公共预算收入 (亿元)	9.31	14.03	13.02	15.96
政府性基金收入 (亿元)	10.07	11.45	10.19	23.06
地方政府债务 (亿元)	42.38	63.69	53.24	77.66
资产总额 (亿元)	170.64	159.48	236.77	163.63
所有者权益 (亿元)	65.02	39.88	152.33	101.10
营业收入 (亿元)	12.64	10.16	10.23	12.01
净利润 (亿元)	1.46	0.67	0.97	1.00
资产负债率 (%)	61.90	74.99	35.66	38.21

注 1：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA- 的同行业企业，表中数据年份均为 2022 年，标“*”人均 GDP 系估算值（下文同）

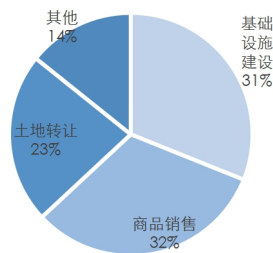
注 2：对比组中的经济财政数据来源于各地政府官网公开披露的统计公报、预决算报告等；经营财务数据来源于各公司公开披露的审计报告等，东方金诚整理

主要指标及依据

公司资产构成 (2022 年)



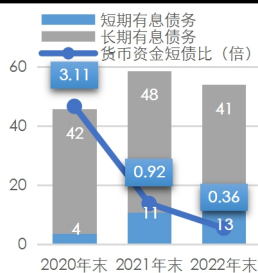
公司营业收入构成 (2022 年)



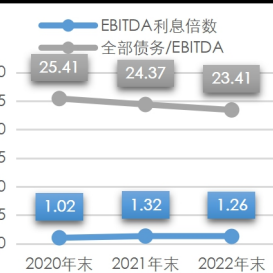
公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额	139.47	159.50	170.64
所有者权益	61.89	63.45	65.02
营业收入	8.06	10.16	12.64
净利润	1.28	1.41	1.46
全部债务	45.71	58.58	53.94
资产负债率	55.62	60.22	61.90
全部债务资本化比率	42.48	48.01	45.35

公司债务构成 (单位: 亿元、倍)



公司偿债指标 (单位: 倍)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2020 年	2021 年	2022 年
地区	赣州市大余县		
GDP 总量	110.94	126.33	136.12
人均 GDP (元)	37066*	47673*	51484*
一般公共预算收入	9.62	9.25	9.31
政府性基金收入	12.90	15.09	10.07
财政自给率	27.83	30.66	31.94
政府负债率	20.67	25.43	31.13

优势

- 跟踪期内，赣州市经济实力依然很强，其下辖的大余县地区经济保持增长，经济实力仍较强；
- 公司继续从事大余县内的基础设施建设业务，区域专营性仍较强；
- 公司作为大余县重要的基础设施建设主体，在资金注入和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；
- 赣州发投综合财务实力极强，为“20 大余债/20 大余债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

关注

- 跟踪期内，公司在建和拟建基础设施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占比较高，资产流动性依然较差；
- 公司现金及现金等价物净增加额仍为负，现金流状况欠佳。

评级展望

预计赣州市及大余县经济将保持增长，公司主营业务将保持较强的区域专营性，能够继续得到实际控制人及相关各方的持续有力支持，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 (RTFU002202208)》

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
AA-/稳定	AAA (20 大余债/20 大余债)	2022/06/12	孟洁 纪炜	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文
AA-/稳定	AAA (20 大余债/20 大余债)	2020/8/17	张晨曦 杨丹	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	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	存续期	增信措施	增信方
20 大余债/20 大余债	2022/6/12	6.10 亿元	2020/12/8~2027/12/8	连带责任保证担保	赣州发展投资控股集团有限责 任公司/AAA/稳定

注：“20 大余债/20 大余债”设置本金提前偿付条款

跟踪评级说明

根据监管相关要求及大余县资产经营有限公司（以下简称“大余资产”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

公司是由赣州市大余县人民政府（以下简称“大余县政府”）于 2006 年 9 月批准设立的国有独资公司，初始注册资本为人民币 200 万元，由大余县国有资产监督管理局（以下简称“大余县国资局”）以实物资产出资。截至 2022 年末，公司注册资本和实收资本均为人民币 13350 万元，较上年末未发生变化；公司唯一股东仍为大余县城市与乡村发展投资集团有限责任公司（以下简称“城发集团”），公司实际控制人仍为大余县财政局。

跟踪期内，公司作为大余县重要的基础设施建设主体，继续从事大余县范围内的基础设施建设业务。

截至 2022 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共 7 家，详见下图表所示。2022 年，公司减少 1 家直接控股子公司，系原直接控股子公司大余县林盛木业有限责任公司（以下简称“林盛木业”）股权划拨至城发集团所致。

图表 1 截至 2022 年末公司纳入合并范围的直接控股子公司情况（单位：亿元、%）

子公司全称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
大余县工业发展投资有限公司	大余工投	2.20	61.36	划拨
大余县城市建设开发投资有限公司	大余城投	5.55	54.05	划拨
大余发展投资有限责任公司	大余发投	2.90	82.76	划拨
大余县水利发展投资有限公司	大余水投	1.00	100.00	划拨
大余县章江钨业有限公司	章江钨业	0.30	100.00	投资设立
江西省星动力科技有限责任公司	星动力科技	0.10	100.00	投资设立
江西坤宁建设工程有限公司	坤宁建工	0.10	100.00	投资设立

资料来源：公司审计报告附注，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月末，公司发行的“20 大余债/20 大余债”已按期支付利息，尚未到本金兑付日。同期末，“20 大余债/20 大余债”募集资金已使用 5.03 亿元，全部用于大余县棚户区（城中村）改造项目，剩余 1.07 亿元尚未使用。

“20 大余债/20 大余债”由赣州发展投资控股集团有限责任公司（以下简称“赣州发投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

个体信用状况

行业分析

在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投监管呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点，叠加基建稳增长预期仍存，预计城投债净融资或将止跌企稳

2022年城投行业强监管延续，同时在“稳增长”基调下，政策呈现支持合理融资、打破兜底预期双轨并行的特点。受城投债审核偏严、批文减少及下半年风险事件增多、年底城投利差普遍走扩等影响，2022年城投债发行有所减少，同时叠加到期回售规模较大等因素，城投债净融资规模降幅明显。在行业监管维持整体偏严、融资环境趋紧的多重背景下，城投债发行的结构性分化特征更为明显。具体来看，高级别主体发行规模逆势增长，但低级别主体发行进一步收紧；区县级城投发债额占比略有下滑；新发主体数量亦有所减少。

2023年，经济复苏将是政策主基调，基建稳增长的预期仍然存在。预计城投市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，以保障城投平台最基本的运营需求。同时在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投债发行监管扶优限劣的思路或仍将延续。

城投公司信用风险分化愈发显著，重点区域化债思路日益明确，城投转型势在必行

2023年，中央经济工作会议定调经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”，外加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。但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道收紧及到期债务压力的影响下，城投企业信用风险结构性分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力上升。

债务化解方面，“国发2号文”、“财政部114号文”以及对山东地方债务管理的发文指导都明确了重点地区的化债思路，即通过协商展期、债务重组、强化专项债券管理等方式，逐步降低高风险地区债务风险水平。随着监管政策变化、土地市场低迷及经济下行压力加大，城投传统投资模式已难以延续，通过市场化转型寻找新的增长点对于城投公司势在必行。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入有所增长，但毛利润和综合毛利率有所下降

跟踪期内，公司仍是大余县重要的基础设施建设主体，继续从事大余县范围内的基础设施建设等业务。

2022年，公司营业收入有所增长，分业务来看，受项目结算进度影响，基础设施建设业务收入有所下滑；土地转让收入增幅较小；商品销售业务收入大幅增长，主要产品为电解铜、白银、通用球墨铸铁等，采购模式为以销定采，销售模式为现货现结和预付订单；公司其他业务收入有所增长，主要系工程施工收入和销售房产收入增加所致。

2022年，公司毛利润和综合毛利率有所下降，其中，基础设施建设和土地转让业务毛利率均保持稳定，商品销售和其他业务毛利率有不同程度下降。跟踪期内，公司商品销售业务毛利率下降的主要系商品价格波动所致；公司其他业务毛利率下滑主要系安装劳务、教育服务和物

业服务业务毛利率下降所致。

图表 2 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	8.06	100.00	10.16	100.00	12.64	100.00
基础设施建设	4.89	60.66	5.59	55.04	3.93	31.10
土地转让	2.72	33.73	2.78	27.41	2.87	22.71
商品销售	-	-	0.71	7.01	4.04	31.95
其他	0.45	5.61	1.07	10.55	1.80	14.24
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
合计	1.11	13.75	1.40	13.80	1.16	9.17
基础设施建设	0.44	9.09	0.51	9.09	0.36	9.09
土地转让	0.45	16.67	0.46	16.67	0.48	16.67
商品销售	-	-	0.19	26.58	0.03	0.70
其他	0.21	46.61	0.24	22.40	0.30	16.43

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

基础设施建设

跟踪期内，公司作为大余县重要的基础设施建设主体，继续从事大余县内基础设施项目建设，业务仍具有较强的区域专营性

跟踪期内，公司作为大余县重要的基础设施建设主体，继续从事大余县内市政道路、管网、棚户区改造等基础设施项目建设，业务仍具有较强的区域专营性。公司基础设施建设业务模式未发生重大变化。

2022 年，公司就大余县自来水厂改扩建工程和黄龙叶墩乡村振兴产业基地等项目确认基础设施建设收入 3.93 亿元，实现毛利润 0.36 亿元，毛利率仍保持在 9.09%。

公司在建和拟建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 年末，公司主要在建项目包括大余县棚户区（城中村）改造项目、县城环城路建设项目、大余县易地扶贫搬迁安置房项目等，计划总投资 46.70 亿元，已投资 25.08 亿元，尚需投资 21.62 亿元。

图表 3 截至 2022 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计投资	尚需投资
大余县棚户区（城中村）改造项目*	14.73	5.51	9.22
县城环城路建设项目	7.60	5.92	1.68
农基基础设施提升工程	6.04	3.58	2.47
大余县新城示范镇片区人居环境改善提升项目工程	6.65	1.47	5.18
大余县易地扶贫搬迁安置房项目	3.50	2.43	1.07
大余县第二自来水厂及相关管网延申工程	3.20	2.04	1.16
梅山红色旅游区、梅关古驿道景区建设工程	2.79	2.20	0.59
南方红军三年游击战争纪念馆	1.98	1.77	0.21

图表3 截至2022年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计投资	尚需投资
城南片区棚户区改造及异地扶贫安置房（原食品三厂）	0.20	0.16	0.04
合计	46.70	25.08	21.62

资料来源：公司提供，标“*”项目为“20 大余债/20 大余债”募投项目，东方金诚整理

截至2022年末，公司主要拟建项目包括大余县人民医院整体搬迁建设项目、江西省赣州乡村振兴环境综合治理项目（大余县子项目）和大余县矿山生态修复等，计划总投资19.30亿元。总体来看，公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资本支出压力。

图表4 截至2022年末公司主要拟建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资
大余县人民医院整体搬迁建设项目	5.60
江西省赣州乡村振兴环境综合治理项目（大余县子项目）	3.96
大余县矿山生态修复	3.07
大余县职业教育公共培训基地项目	2.25
大余县医养（康养）中心建设项目	1.45
大余县青梅幼儿园（西门示范性托育服务机构）梅国小学项目（一期）	1.08
大余县中医院建设项目	0.72
大余县妇幼保健院（含妇幼保健院公共卫生业务用房）建设项目	0.72
大余县“十四五”期间城镇老旧小区改造项目	0.26
大余县红色文化教育基地提升项目	0.15
工业园区新安河盖板涵及工业三路、Y169乡道、宝山东路道路改造工程	0.04
合计	19.30

资料来源：公司提供，东方金诚整理

土地转让

跟踪期内，公司继续开展土地转让业务，为营业收入的重要组成部分，但该业务的可持续性暂不确定。

跟踪期内，公司继续从事土地转让业务，业务模式未发生重大变化。2022年，根据公司与大余县政府签订的《国有土地使用权收购合同》，大余县政府收购公司3宗土地，面积合计9.41万平方米，成本为2.39亿元，政府收购价款为2.87亿元，公司据此确认收入并结转成本。但大余县政府根据城市规划建设需要，每年年末确定收购地块，暂无法确定未来收购地块情况，公司该业务的可持续性暂不确定。

企业管理

截至2022年末，公司注册资本和实收资本均为人民币13350万元，较2021年末未发生变化。公司唯一股东仍为城发集团，公司实际控制人仍为大余县财政局。

跟踪期内，公司董事、总经理人员发生变动。除此之外，公司治理结构及组织架构均未发生重大变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2022 年合并财务报表。中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年度合并财务报表数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未更换审计机构。

截至 2022 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共有 7 家（详见图表 1）。2022 年，公司合并范围的直接控股子公司减少林盛木业 1 家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产构成仍以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货及应收类款项占比较高，资产流动性依然较差

跟踪期内，公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主。2022 年末，公司流动资产占比 93.97%，仍主要以存货、其他应收款、合同资产和应收账款为主。

2022 年末，公司存货小幅下降，主要系存货中的土地使用权减少所致；公司其他应收款有所增加，仍主要为政府及关联方款项，同期末，前五名应收对象分别为大余县财政局（往来款，12.56 亿元）、城发集团（往来款，10.32 亿元）、大余县水利局（往来款，2.38 亿元）、大余县新城示范镇片区人居环境改善提升项目办公室（往来款，1.44 亿元）和大余县农业农村局（往来款，0.94 亿元），合计余额占全部其他应收款的 70.62%，集中度较高；公司合同资产小幅增加，仍主要为项目工程施工成本，流动性仍较弱；公司应收账款规模保持稳定，仍主要为应收大余县财政局的工程款，占全部应收账款的比重为 67.88%。

图表 5 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
存货	67.55	74.44	72.14
其他应收款	18.84	24.27	38.82
合同资产	29.72	34.61	36.64
应收账款	4.59	6.95	6.95
流动资产合计	132.26	151.13	160.36
投资性房地产	3.37	4.01	4.07
其他非流动资产	2.52	2.52	2.52
固定资产	0.99	1.32	2.29
其他权益工具投资	0.00	0.06	1.09
非流动资产合计	7.21	8.37	10.29
资产总计	139.47	159.50	170.64

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，东方金诚整理

跟踪期内，公司非流动资产小幅增加。2022 年末，公司非流动资产主要由投资性房地产、其他非流动资产、固定资产和其他权益工具投资构成。同期末，公司投资性房地产略有增加，主要系公允价值变动所致；其他非流动资产较上年末无变化，仍主要为保障性用房、污水管网、水库等资产；固定资产有所增加，主要系购置房屋及建筑物所致；其他权益工具投资同比增幅较大，主要系对赣州银行股份有限公司的投资增加所致。

2022 年末，公司受限资产合计为 41.91 亿元，主要为用于抵质押的土地使用权、房屋建筑物及作为保证金、监管资金的货币资金等，占公司资产总额的 24.56%。

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，仍主要由资本公积构成

2022 年末，公司所有者权益小幅增长。同期末，公司实收资本较上年末无变化；资本公积略有增长，主要系收到股东城发集团的投资款及林盛木业股权划出综合影响所致；未分配利润有所增长，为公司经营活动产生的净利润累积。

图表 6 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
实收资本	1.34	1.34	1.34
资本公积	54.00	54.02	54.29
未分配利润	6.13	7.39	8.74
所有者权益合计	61.89	63.45	65.02

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司负债总额有所增长，以流动负债为主

2022 年末，公司负债总额同比有所增长，以流动负债为主。同期末，公司流动负债主要由其他应付款、应付账款、一年内到期的非流动负债、应交税费和短期借款构成。

2022 年末，公司其他应付款同比增幅较大，主要系应付大余县财政局的往来款增加所致，期末余额占比 95.72%。同期末，公司应付账款小幅增加，仍主要为应付施工单位的工程款；一年内到期的非流动负债上升，主要系一年内到期的长期应付款增加所致；2022 年末，一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的银行借款 3.86 亿元、应付债券 0.40 亿元和长期应付款 2.12 亿元；应交税费小幅增长，主要为应交增值税增加所致；短期借款有所增长，贷款行仍主要包括工商银行、赣州银行、农业银行、江西银行、大余农商行等。

图表 7 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
其他应付款	16.49	19.94	32.09
应付账款	11.45	11.91	12.82
一年内到期的非流动负债	3.20	4.18	6.39
应交税费	3.40	3.78	4.62
短期借款	0.37	3.60	4.50
流动负债合计	35.14	46.81	63.14
长期借款	25.76	31.60	28.10
长期应付款	9.95	9.57	6.68
应付债券	6.43	6.47	6.08
非流动负债合计	42.44	49.24	42.49
负债合计	77.58	96.05	105.63

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，东方金诚整理

2022 年末，公司非流动负债有所上升，仍主要由长期借款、长期应付款和应付债券构成。

2022 年末，公司长期借款同比有所减少，仍主要为银行借款，主要借款银行包括中国农业发展银行、农业银行、赣州银行、九江银行及光大银行、工商银行等；长期应付款有所下降，主要系偿还中航信托股份有限公司的借款所致；同期末，公司长期应付款主要包括对中国农发重点建设基金有限公司和赣州发展融资租赁有限责任公司的借款。2022 年末，公司应付债券略有减少，主要系一年内到期的部分转出所致。

跟踪期内，公司全部债务有所减少，负债率水平小幅上升；短期有息债务占比提高，面临一定的集中偿付压力

2022 年末，公司全部债务为 53.94 亿元，较 2021 年末有所减少，其中短期有息债务进一步增加，占比提高至 24.26%，面临一定的集中偿债压力。从债务构成来看，公司债务中银行借款约占 81.36%、债券占比约为 11.85%、非银金融机构借款占比约为 6.79%。同期末，公司资产负债率小幅上升。

图表 8 公司债务及债务率情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
全部债务	45.71	58.58	53.94
长期有息债务	42.14	47.65	40.86
短期有息债务	3.57	10.93	13.09
资产负债率	55.62	60.22	61.90

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司对外担保金额为 21.85 亿元，占净资产比重为 33.61%，担保对象主要为当地国企（19.77 亿元），亦有少量对民营企业（2.08 亿元）担保。总体来看，公司对外担保金额较高，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，营业利润率有所下降，主要盈利指标仍处于较低水平，盈利能力仍较弱

2022 年，公司营业收入有所增长，主要系商品销售和其他业务收入增加及基础设施建设业务确认收入减少综合影响所致。同年，公司营业利润率有所下降，利润总额与上年基本持平。同年，公司期间费用略有下降，仍主要为财务费用和管理费用；补贴收入占利润总额的比重较大，公司利润对财政补贴的依赖程度有所上升。同期，公司总资本收益率和净资产收益率与上年均基本持平。总体来看，公司主要盈利指标仍处于较低水平，盈利能力仍较弱。

图表 10 公司主要盈利数据及指标情况 (单位: 亿元、%)

指标名称	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入	8.06	10.16	12.64
营业利润率	12.31	12.37	7.93
期间费用	0.42	0.94	0.89
利润总额	1.49	1.67	1.62
补贴收入	0.97	0.95	1.52
净利润	1.28	1.41	1.46
总资本收益率	1.41	1.65	1.64
净资产收益率	2.07	2.23	2.25

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

现金流

跟踪期内, 公司现金及现金等价物净增加额仍为负, 现金流状况欠佳

2022 年, 公司经营活动现金流入规模有所增加, 仍主要为收到的主营业务回款、政府补助款和往来款形成的现金流入; 经营活动现金流出规模略有减少, 现金收入比率较 2021 年大幅上升, 主营业务回款能力有所提高。2022 年, 公司经营活动现金流仍为净流出。

2022 年, 公司投资活动现金流入规模同比增幅较大, 主要系履约保证金退回所致; 投资活动现金流出小幅增长, 公司投资活动现金流仍为净流出状态。

2022 年, 公司筹资活动现金流入大幅下降, 仍主要是取得借款形成的资金流入; 筹资活动现金流出有所增加, 主要为公司偿还借款本息所形成。公司筹资活动现金流转为净流出。

图表 11 公司主要现金流数据及指标情况 (单位: 亿元)

科目	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入	37.53	36.73	45.92
现金收入比率 (%)	66.12	34.65	90.61
经营活动现金流出	44.17	47.31	46.73
投资活动现金流入	0.02	0.29	3.02
投资活动现金流出	0.13	3.13	3.89
筹资活动现金流入	15.78	16.61	8.82
筹资活动现金流出	6.65	6.97	10.54
现金及现金等价物净增加额	2.38	-3.78	-3.40

资料来源: 公司合并财务报表, 东方金诚整理

2022 年, 公司现金及现金等价物净增加额仍为负, 现金流状况欠佳。总体来看, 公司资金来源对筹资活动依赖仍较大。

偿债能力

考虑到公司承担了大余县范围内的基础设施建设, 业务区域专营性较强, 业务稳定性及可持续性很强, 具备一定的备用流动性, 整体来看, 公司自身的偿债能力较强

从短期偿债能力指标看, 2022 年末, 公司流动比率、速动比率和现金比率均有所下降, 公

司流动资产中变现能力较弱的存货及应收类款项占比较大，资产流动性较差，对流动负债的实际保障能力一般。同期末，公司货币资金对短期有息债务的覆盖仍较弱。同时，考虑到公司经营现金流对波动性较大的项目结算款、往来款和政府补助依赖较大，存在一定的不确定性，对流动负债的保障缺乏稳定性。

从长期偿债能力指标看，跟踪期内，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率有所下降，EBITDA 对利息的保障程度有所下滑，对全部债务的覆盖能力仍较弱。

图表 12 公司偿债能力指标（单位：%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
流动比率	376.39	322.84	253.96
速动比率	184.14	163.82	139.72
现金比率	31.56	21.51	7.55
货币资金短债比（倍）	3.11	0.92	0.36
经营现金流动负债比率	-18.91	-22.60	-1.27
长期债务资本化比率	40.50	42.89	38.59
全部债务资本化比率	42.48	48.01	45.35
EBITDA 利息倍数（倍）	1.02	1.32	1.26
全部债务/EBITDA（倍）	25.41	24.37	23.41

资料来源：公司合并财务报表及公司提供，东方金诚整理

从债务期限结构来看，公司 2023 年到期债务规模为 13.09 亿元，主要包括短期借款（4.50 亿元）、应付票据（2.20 亿元）和一年内到期的非流动负债（6.39 亿元），面临一定的集中偿付压力，公司计划通过自有资金、主营业务回款、外部融资等方式偿还。2022 年末，公司非受限货币资金为 3.50 亿元；同时，公司基础设施建设等主营业务回款和政府补助将带来一定规模的现金流，可对公司短期有息债务偿还形成一定支撑。公司具备一定的备用流动性，间接融资方面，截至 2022 年末，公司获得金融机构综合授信 75.00 亿元，尚未使用额度 5.00 亿元；直接融资方面，公司暂无储备的债券批文。

图表 13 2022 年末公司全部债务期限结构（单位：亿元）

年份	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年及以后
应偿还债务金额	13.09	5.01	5.00	4.10	8.67	18.08

资料来源：公司提供，东方金诚整理

尽管公司主要偿债能力指标相对较弱，但考虑到公司仍是大余县重要的基础设施建设主体，业务区域专营性较强，业务稳定性及可持续性仍很强，具备一定的备用流动性。整体来看，公司自身的偿债能力仍较强。

过往债务履约和其他信用记录

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 2023 年 3 月 23 日，公司本部已结清贷款中有 1 笔关注类款项¹，无不良类款项；未结清贷款中无不良或关注类款项。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的“20 大余债/20 大余债”已按期偿付利息，尚未到

¹ 根据中国农业银行股份有限公司大余县支行出具的说明，公司向该行贷款 3000 万元，到期日为 2018 年 1 月 6 日，公司于 2011 年 8 月 4 日提前结清，该笔贷款列为关注类贷款为银行系统原因，非不良贷款。

本金兑付日。

外部支持

支持能力

宏观经济和政策环境

2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023 年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为 0.5%，大幅低于上年全年的 7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP 基数明显偏低。综合以上，预计二季度 GDP 同比增速有望升至 8.0% 左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的 GDP 有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中 3 月 CPI 同比仅为 0.7%，PPI 同比则连续 6 个月处于通缩状态。2023 年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有利条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023 年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到 10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023 年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及 3 月新安排 1.2 万亿元减税降费措施等，都显示 2023 年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策支持力度有望进一步加码。

区域经济和财政状况

1. 赣州市

跟踪期内，赣州市经济快速增长，主导产业发展情况良好，经济实力仍很强

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，经济实力仍很强。2022年，赣州市地区生产总值为4523.63亿元，同比增长5.2%，经济总量和增速均位居江西省第二位；三次产业结构为10.0: 40.3: 49.7，第二、三产业是赣州市经济发展的主要力量。2022年，赣州市工业经济发展态势良好，有色金属、新材料产业规上工业营业收入均首次突破2000亿元，高技术制造业、装备制造业增加值增幅均达到20%左右；稀土新材料及应用集群跻身全省唯一国家先进制造业集群，规上工业企业达到2680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，2022年，赣州市接待旅游总人数0.95亿人次，同比增长2.8%；实现旅游总收入1045.5亿元，同比增长2.9%；三百山晋级国家5A级旅游景区，丫山入选国家级旅游度假区。商贸服务业方面，2022年，赣州市进出口总值达1033亿元，首次突破千亿大关，同比增长39.9%。金融业方面，2022年末，赣州市金融机构人民币各项存款余额7306.15亿元，各项贷款余额7456.17亿元，同比分别增长13.5%和12.6%。

图表 14 赣州市主要经济指标情况（单位：亿元、%）

主要指标	2020 年		2021 年		2022 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	3645.20	4.2	4169.37	9.1	4523.63	5.2
三次产业结构	11.4: 38.1: 50.5		10.3: 39.6: 50.1		10.0: 40.3: 49.7	
规模以上工业增加值	-	4.6	-	11.6	-	8.8
第三产业增加值	1841.37	4.6	2089.51	9.8	2250.21	4.5
固定资产投资	-	9.2	-	11.6	-	9.7
社会消费品零售总额	1684.48	2.8	1987.68	18.0	2100.01	5.7

资料来源：2020年~2022年赣州市国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

2022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，财政实力仍很强

2022年，赣州市一般公共预算收入同比增长4.1%，增幅居江西省第三位。其中，税收收入占比为57.02%，占比较上年有所下降。同期，受土地市场不景气导致国有土地使用权出让收入大幅减少的影响，赣州市政府性基金收入规模有所下降，同时需注意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。

2022年，赣州市一般公共预算支出及政府性基金支出均有所增长，其中政府性基金支出增长主要系2022年获得的政府专项债券资金对应的支出增加所致；财政自给率为29.78%，略有下降，地方财政自给程度仍较低。

图表 15 赣州市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
1 地方财政收入	677.02	754.49	604.29
一般公共预算收入	285.82	294.07	306.06
其中：税收收入	203.79	200.07	174.52
政府性基金收入	391.20	460.42	298.23
2 上级补助收入	566.98	533.17	-
列入一般公共预算的上级补助收入	523.93	525.25	-
列入政府性基金的上级补助收入	43.05	7.92	-
财政收入（1+2）	1244.00	1287.66	-
1 地方财政支出	1568.50	1470.31	1646.94
一般公共预算支出	976.89	961.09	1027.65
政府性基金支出	591.61	509.22	619.29
2 上解上级支出	-	-	-
财政支出（1+2）	-	-	-
地方债务限额	1093.80	1330.10	1733.57
地方债务余额	931.69	1188.86	1590.69
政府负债率（%）	25.56	28.51	35.16

资料来源：2020 年~2021 年赣州市财政决算情况及 2022 年赣州市财政预算执行情况，表中“-”为未获取数据，东方金诚整理

截至 2022 年末，赣州市地方政府债务余额为 1590.69 亿元，其中一般债务余额为 494.85 亿元，专项债务余额为 1095.84 亿元。

2.大余县

跟踪期内，大余县地区经济保持增长，工业及现代服务业保持较快发展，综合经济实力仍较强

2022 年，大余县实现地区生产总值 136.12 亿元，同比增长 5.3%，地区生产总值在赣州市 18 个区（市、县）中居第 12 位，综合经济实力仍较强。同期，大余县 181 个“八大行动”项目完成投资 167 亿元，22 个省大中型项目完成投资 101.7 亿元，新增注册资金 30.4 亿元。

图表 16 大余县主要经济指标（单位：亿元、%）

主要指标	2020 年		2021 年		2022 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	110.94	3.5	126.33	9.0	136.12	5.3
人均地区生产总值（元）	37066	-	47673*	-	51484*	-
三次产业结构	12.8: 41.2: 46		11.9: 42.7: 45.4		-	
规模以上工业增加值	-	4.3	-	11.5	-	9.7
第三产业增加值	51.03	-	57.70	10.4	60.59	4.0
全社会固定资产投资	-	7.5	-	10.6	-	9.7
社会消费品零售总额	-	5.1	-	18.7	59.69	4.3
进出口总额	-	-	-	65.0	-	-

资料来源：2020 年~2021 年大余县国民经济和社会发展统计公报及 2023 年大余县政府工作报告，标“*”按“地区生产总值/常住人口”估算，东方金诚整理

2022年，大余县积极打造钨及有色金属、锂电新能源、微纳粉体新材料等3个产业集群，首位产业集聚度位居赣州市前列。同期，大余县规模以上工业增加值同比增长9.7%，位列赣州市第一；翔鹭钨业、悦安新材分别被认定为国家专精特新“小巨人”企业、国家第六批制造业单项冠军，与富华米业均获评省级两化融合示范企业，并通过国家智能制造能力成熟度二级评估；盛源新材、东宏锡制品、松瀛化工、南安板鸭、长立建筑荣获江西省专精特新中小企业称号；盛源新材智能制造技术改造项目获批江西省工业发展专项项目；富华米业被列入2022年省级工业互联网平台培育名单，与翔鹭钨业均获评赣州市智能制造示范（标杆）企业。

跟踪期内，大余县现代服务业保持较快发展。2022年，大余县全年接待游客991万人次，实现文旅综合收入95.4亿元，分别同比增长16.8%和39.5%，文旅产业加快复苏。同期，大余县丫山旅游度假区获评国家级旅游度假区、2021年度中国体育旅游精品项目，梅关景区获评国家4A级旅游景区；丫山森林康养基地入选国家级森林康养试点建设基地，丫山小镇被列为全国特色小镇标杆和中国乡村旅游创客示范基地，均为江西省唯一；成功创建省级生态园林城市，获评省级全域旅游示范区。金融服务业方面，2022年，大余县兑现惠企政策资金6019.8万元，帮助181家企业获得“五通”融资贷款5.6亿元；普惠金融改革试验区建设稳步推进。

跟踪期内，大余县一般公共预算收入略有增长，继续获得上级政府较大力度的财政支持，财政实力仍较强

跟踪期内，大余县实现一般公共预算收入9.31亿元，同比略有增长，其中税收收入占比为49.85%。同期，大余县政府性基金收入有所下降，主要系房地产市场景气度下行，土地出让收入下降所致。上级补助收入有所减少，仍为财政收入的重要补充。

2022年，大余县一般公共预算支出小幅下降，政府性基金支出有所增长。同期，大余县地方财政自给率为31.94%，财政自给程度仍较低。

2022年末，大余县政府债务余额为42.38亿元，其中一般债务余额为12.06亿元，专项债务余额为30.32亿元，政府负债率有所增长但总体处于较低水平。

图表 17 大余县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年
1 地方财政收入	22.52	24.34	19.38
一般公共预算收入	9.62	9.25	9.31
其中：税收收入	4.90	4.72	4.64
政府性基金收入	12.90	15.09	10.07
2 上级补助收入	26.97	22.66	17.55
列入一般公共预算的上级补助收入	26.66	22.48	17.12
列入政府性基金的上级补助收入	0.31	0.18	0.43
财政收入（1+2）	49.49	47.00	36.94
1 地方财政支出	52.38	47.74	47.17
一般公共预算支出	34.57	30.16	29.15
政府性基金支出	17.81	17.58	18.02
2 上解上级支出	0.25	0.71	1.25
财政支出（1+2）	52.63	48.45	48.41
地方债务限额	26.21	35.55	47.06

图表 17 大余县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
地方债务余额	22.93	32.13	42.38
政府负债率（%）	20.67	25.43	31.13

资料来源：2020 年~2022 年大余县财政预算执行情况，东方金诚整理

综上所述，东方金诚对赣州市及大余县的地区经济及财政实力进行了综合判断，认为公司所在地方政府具有较强的综合实力，其对公司业务的开展和债务的偿还仍具备较强的支持能力。

支持意愿

跟踪期内，公司在资金注入、财政补贴等方面继续得到了实际控制人及相关各方的有力支持

根据大余县国企改革优化重组行动，目前大余县主要的基础设施建设主体包括城发集团和大余县旅游投资发展有限公司（以下简称“大余旅投”）。其中，城发集团作为大余县重大产业、重大项目投融资服务平台和国有资本投资运营公司，主要负责县国有资产管理、运营和资本运营，市政基础设施建设开发、市政设施附属资产开发经营，房地产开发，土地收储、整理开发经营、企业项目投资管理、资产管理及运营，市政公用工程施工等工程承包，国内贸易等业务；大余旅投主要负责旅游产业投资业务，对大余县旅游文化资源进行整合、包装、招商、投资、开发、建设、经营和管理等。公司作为城发集团的重要子公司，主要负责大余县范围内的基础设施建设等业务。

2022 年，公司作为大余县重要的基础设施建设主体，在大余县基础设施建设等领域仍具有重要地位，继续得到了实际控制人及相关各方的有力支持。资金注入方面，2022 年，公司收到股东城发集团 0.80 亿元投资款，增加资本公积。财政补贴方面，2022 年，公司收到政府补助收入 1.52 亿元。

考虑到公司在大余县的基础设施建设领域中发挥重要作用，实际控制人及相关各方将继续给予公司有力支持，其对公司有很强支持意愿。

基于上述支持能力和支持意愿的分析，东方金诚对赣州市、大余县的地区经济及财政实力、实际控制人及相关方对公司的具体支持进行了综合判断，认为实际控制人及相关方对公司的支持作用较强。

增信措施

赣州发投为“20 大余债/20 大余债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用

赣州发投前身为赣州地区信托投资公司，系由赣州地区财政局于 1991 年 7 月 21 日出资设立的国有独资公司，初始注册资本为 600.00 万元。截至 2022 年 9 月末，赣州发投注册资本和实收资本均为 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%，赣州市国资委仍为公司控股股东，赣州市人民政府（以下简称“赣州市政府”）为公司实际控制人。

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，赣州发投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、房地产开发与销售和融资租赁等金融业务等。近年来赣州发投营业收入主要来自于基础设施及保障房建设和高速公路收费等业务，随着毛利率相对较高的其他业务收入增长较快，近年来赣州发投营业收入及毛利润逐年增长。赣州发投其他收入主要来自于投资收入以及物业租赁、融资租赁、委托贷款、道路养护等业务，是营业收入的有益补充。2019年~2021年及2022年1~9月，赣州发投营业收入分别为75.51亿元、102.76亿元、123.87亿元和71.83亿元，毛利率分别为22.55%、19.36%、22.81%和23.75%。

外部支持方面，赣州发投在资产划拨、财政补贴和税收优惠等方面得到了赣州发投实际控制人及相关方的有力支持。资产划拨方面，赣州发投作为赣州市最重要的基础设施建设及国有资本运营主体，获得政府无偿注入的股权、土地使用权及资本金等资产。财政补贴方面，2019年~2021年，公司分别获得财政补贴5.13亿元、5.33亿元和5.63亿元。税收优惠方面，依据财政部国家税务总局《关于赣州市执行西部大开发税收政策问题的通知》（财税【2013】4号）的规定，赣州发投子公司赣州城市开发投资集团有限责任公司2013年度至2020年度执行西部大开发企业所得税税收优惠政策，减按15%优惠税率征收企业所得税。

2021年末，赣州发投资产总额为2519.25亿元，其中流动资产为1522.01亿元；所有者权益为876.65亿元，以资本公积为主；全部债务为1392.63亿元，以长期有息债务为主。同期末，赣州发投资产负债率为65.20%，全部债务资本化比率为61.37%。2021年，赣州发投利润总额为13.10亿元，经营性净现金流为1.48亿元，投资性净现金流为-62.51亿元，筹资性净现金流为88.92亿元。

东方金诚认为，赣州市是国家扶持的重点区域、江西省积极打造的省域副中心城市，具有区位优势、政策及资源优势，经济总量居江西省第二位，近年来经济稳健发展，工业经济和第三产业增势良好，经济实力很强；赣州发投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，赣州发投在资产划拨和财政补贴方面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，赣州发投在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力；赣州发投流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款等占比很高，资产流动性较弱；全部债务和债务率有所增长，短期有息债务规模较大，面临一定的集中偿付压力。

综上所述，东方金诚评定赣州发投主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。赣州发投为“20大余债/20大余债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

抗风险能力及结论

东方金诚认为，公司主要从事大余县的基础设施建设，业务仍具有较强的区域专营性。同时，东方金诚也关注到，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占比较高，资产流动性依然较差；公司现金及现金等价物净增加额仍为负，现金流状况欠佳。

跟踪期内，赣州市经济实力依然很强，其下辖的大余县地区经济保持增长，经济实力仍较强；公司作为大余县重要的基础设施建设主体，在资金注入和财政补贴等方面继续得到了实际控制人及相关各方的有力支持。赣州发投综合财务实力极强，为“20大余债/20大余债”提供

的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

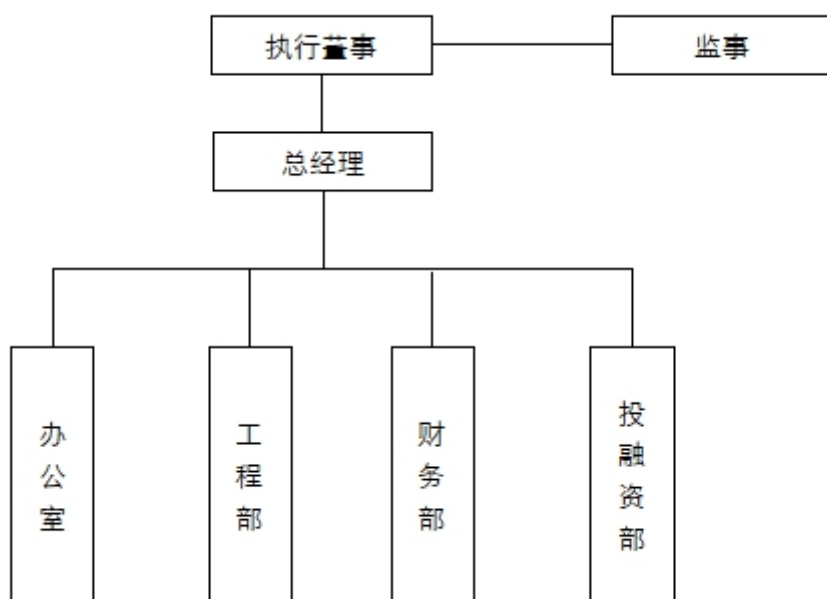
综上所述，公司自身偿债能力较强，实际控制人及相关方对公司的外部支持作用较强，公司的主体信用风险很低，抗风险能力很强，“20 大余债/20 大余债”到期不能偿还的风险依然极低。

附件一：截至 2022 年末公司股权结构图和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
主要财务数据（单位：亿元）			
资产总额	139.47	159.50	170.64
存货	67.55	74.44	72.14
其他应收款	18.84	24.27	38.82
合同资产	29.72	34.61	36.64
应收账款	4.59	6.95	6.95
负债总额	77.58	96.05	105.63
其他应付款	16.49	19.94	32.09
长期借款	25.76	31.60	28.10
应付账款	11.45	11.91	12.82
长期应付款	9.95	9.57	6.68
全部债务	45.71	58.58	53.94
其中：短期有息债务	3.57	10.93	13.09
所有者权益	61.89	63.45	65.02
营业收入	8.06	10.16	12.64
净利润	1.28	1.41	1.46
经营活动产生的现金流量净额	-6.64	-10.58	-0.80
投资活动产生的现金流量净额	-0.11	-2.84	-0.88
筹资活动产生的现金流量净额	9.13	9.65	-1.72
主要财务指标			
营业利润率（%）	12.31	12.37	7.93
总资本收益率（%）	1.41	1.65	1.64
净资产收益率（%）	2.07	2.23	2.25
现金收入比率（%）	66.12	34.65	90.61
资产负债率（%）	55.62	60.22	61.90
长期债务资本化比率（%）	40.50	42.89	38.59
全部债务资本化比率（%）	42.48	48.01	45.35
流动比率（%）	376.39	322.84	253.96
速动比率（%）	184.14	163.82	139.72
现金比率（%）	31.56	21.51	7.55
货币资金短债比（倍）	3.11	0.92	0.36
经营现金流动负债比率（%）	-18.91	-22.60	-1.27
EBITDA 利息倍数（倍）	1.02	1.32	1.26
全部债务/EBITDA（倍）	25.41	24.37	23.41

附件三：赣州发投主要财务数据及指标

项目名称	2019 年（末）	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年 9 月（末）
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	1791.91	2092.10	2519.25	2792.61
存货	753.98	800.30	968.80	1129.20
固定资产	241.79	293.38	304.40	302.84
长期应收款	173.07	200.15	254.94	254.51
其他应收款	117.00	202.43	248.65	297.49
负债总额	1168.51	1448.96	1642.60	1794.89
长期借款	473.51	551.78	571.70	553.55
应付债券	169.77	205.67	360.17	456.01
长期应付款	130.20	161.01	113.79	114.77
全部债务	948.43	1204.14	1392.63	1467.55
其中：短期有息债务	189.58	280.69	349.82	343.21
所有者权益	623.40	643.14	876.65	997.72
营业收入	75.51	102.76	123.87	71.83
净利润	3.99	8.90	10.97	3.76
经营活动产生的现金流量净额	0.95	6.10	1.48	9.56
投资活动产生的现金流量净额	-104.52	-109.36	-62.51	-39.38
筹资活动产生的现金流量净额	129.92	197.45	88.92	17.25
主要财务指标				
营业利润率（%）	21.96	18.84	21.87	-
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	123.77
资产负债率（%）	65.21	69.26	65.20	64.27
长期债务资本化比率（%）	54.90	58.95	54.33	52.98
全部债务资本化比率（%）	60.34	65.18	61.37	59.53
流动比率（%）	364.85	318.82	313.89	327.81
速动比率（%）	105.83	110.99	114.09	112.00
现金比率（%）	48.62	39.46	40.78	33.45
货币资金短债比（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	-
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（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
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（%）	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
货币资金短债比（倍）	$\text{货币资金} / \text{短期有息债务}$
经营现金流流动负债比率（%）	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
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。