信用评级公告

联合〔2022〕4156 号

联合资信评估股份有限公司通过对瑞金市城市发展投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持瑞金市城市发展投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA^-，“16 瑞金债/PR 瑞金债”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

瑞金市城市发展投资集团有限公司
2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
瑞金市城市发展投资集团有限公司	AA⁻	稳定	AA⁻	稳定
16 瑞金债/PR 瑞金债	AA⁺	稳定	AA⁺	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 瑞金债/PR 瑞金债	12.00 亿元	4.80 亿元	2023/09/06

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA⁻
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	4
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

瑞金市城市发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）是瑞金市及瑞金经济技术开发区（以下简称“瑞金经开区”）的重要基础设施投资建设主体。跟踪期内，瑞金市经济持续发展，公司持续获得政府在财政补贴方面的支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内公司在建项目尚需投资规模较大、资产流动性较弱、利润总额对政府补助依赖程度较高等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

“16 瑞金债/PR 瑞金债”设置了分期偿还本金条款，同时赣州发展投资控股集团有限责任公司（以下简称“赣州发投”）对“16 瑞金债/PR 瑞金债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。联合资信确定维持赣州发投的主体长期信用等级为 AA^{+}_{pi}，评级展望稳定，赣州发投提供的担保有效提升了“16 瑞金债/PR 瑞金债”本息偿还的安全性。

未来随着瑞金市基础设施建设项目的推进，公司业务有望保持稳定发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，维持“16 瑞金债/PR 瑞金债”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. **经营环境良好。**2021 年，瑞金市实现地区生产总值 195.23 亿元，按可比价格计算增长 3.7%；一般预算收入 15.83 亿元，增长 8.9%（同口径增长 21.2%）。
2. **公司业务保持区域专营优势，持续获得政府支持。**跟踪期内，公司仍是瑞金市及瑞金经开区的重要基础设施投资建设主体，在瑞金市范围内业务专营性和重要性突出。2021 年，公司获得政府补助 1.20 亿元。
3. **担保有效提升了债券本息偿付的安全性。**赣州发投对“16 瑞金债/PR 瑞金债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了“16 瑞金债

分析师：迟腾飞　车兆麒
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

/PR 瑞金债”的偿付安全性；“16 瑞金债/PR 瑞金债”设定分期偿付条款，有助于降低公司集中偿付压力。

关注

1. **资产流动性较弱。**2021 年底，公司资产中以项目投入和土地使用权为主的存货占比 80.42%，资产流动性较弱，整体资产质量一般。
2. **资本支出压力较大。**公司在建项目投资规模较大，截至 2021 年底，主要在建项目尚需投资 48.49 亿元。
3. **公司利润总额对政府补助依赖程度较高。**2021 年，公司获得政府补助 1.20 亿元，计入“其他收益”，相当于公司利润总额的 59.09%，公司利润总额对政府补助依赖程度较高。
4. **公司经营活动现金流持续净流出。**2021 年，公司经营活动现金流量净额为-5.18 亿元，持续为负，资金缺口有所收缩。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产(亿元)	15.92	21.40	15.62
资产总额(亿元)	181.40	214.75	251.37
所有者权益(亿元)	60.09	96.48	98.23
短期债务(亿元)	5.77	13.24	13.22
长期债务(亿元)	78.10	76.07	92.25
全部债务(亿元)	83.87	89.31	105.46
营业总收入(亿元)	5.60	8.39	11.84
利润总额(亿元)	1.82	2.04	2.03
EBITDA(亿元)	2.47	2.89	3.06
经营性净现金流(亿元)	1.80	-20.83	-5.18
营业利润率(%)	25.90	23.13	18.38
净资产收益率(%)	2.28	1.82	1.78
资产负债率(%)	66.87	55.07	60.92
全部债务资本化比率(%)	58.26	48.07	51.78
流动比率(%)	381.20	492.09	395.87
经营现金流动负债比（%）	4.17	-52.57	-8.88
现金短期债务比(倍)	2.76	1.62	1.18
EBITDA 利息倍数(倍)	0.62	0.59	0.64
全部债务/EBITDA(倍)	33.95	30.93	34.50
公司本部/母公司			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	89.89	104.80	118.54
所有者权益(亿元)	53.33	74.50	76.08
全部债务(亿元)	19.09	19.37	24.63
营业收入(亿元)	2.80	3.07	4.17

利润总额(亿元)	1.53	1.28	1.68
资产负债率(%)	40.67	28.91	35.82
全部债务资本化比率(%)	26.36	20.64	24.46
流动比率(%)	351.24	545.64	498.67
经营现金流动负债比(%)	23.57	-118.91	-18.65

注：1. 其他流动负债中有息部分已调整至短期债务计算；其他非流动负债中有息部分已调整至长期债务计算；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司审计报告和所提供资料整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 瑞金债/PR 瑞金债	AA+	AA-	稳定	2021/6/25	迟腾飞 章 进	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
16 瑞金债/PR 瑞金债	AA+	AA-	稳定	2016/05/25	陈茜 喻宙宏 张宁	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受瑞金市城市发展投资集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

瑞金市城市发展投资集团有限公司
2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于瑞金市城市发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

2021 年，根据《关于印发瑞金市国有企业信用等级提升实施方案的通知》（瑞府字〔2021〕104 号）、瑞府办抄字〔2021〕1542 号及瑞府办抄字〔2021〕1543 号文件，公司出资人由瑞金市国有资产监督管理办公室（以下简称“瑞金市国资办”）、瑞金经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）变更为瑞金市国控建设投资有限公司（以下简称“瑞金国控建设”，唯一股东和实际控制人均为瑞金市国资办）。截至 2021 年底，公司注册资本、实收资本均为 5.00 亿元，瑞金国控建设持有公司 100.00%股权，瑞金市国资办为公司实际控制人。

2021 年，公司经营范围较 2020 年未发生变动。

截至 2021 年底，公司合并范围内拥有一级子公司 12 家。

截至2021年底，公司资产总额251.37亿元，所有者权益98.23亿元（少数股东权益0.32亿元）；2021年，公司实现营业总收入11.84亿元，利润总额2.03亿元。

公司注册地址：江西省瑞金市经济技术开发区金龙大道东侧国资公司标准厂房 B 栋 2 楼；法定代表人：邱海山。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

“16 瑞金债/PR 瑞金债”募投项目瑞金市商贸物流园项目已投资 15.27 亿元，建设进度为 100%，已使用募集资金 9.00 亿元；瑞金经济开发区现代电子商务产业园建设项目已投资 5.56 亿元，建设进度为 100%，已使用募集资金 3.00 亿元。“16 瑞金债/16 瑞金债”募集资金已全部使用，2021 年瑞金市商贸物流园项目产生净收益 11286 万元，瑞金经济开发区现代电子商务产业园项目产生净收益 4687 万元。

表 1　截至 2022 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
16 瑞金债/PR 瑞金债	12.00	4.80	2016/09/06	7 年

资料来源：联合资信整理

“16瑞金债/PR瑞金债”设置了分期偿还本金条款，同时赣州发展投资控股集团有限责任公司（以下简称“赣州发投”）对“16瑞金债/PR瑞金债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长

4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘

[1] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021 年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年开始，国内经济下行压力加大，2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021 年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申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，城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月，银保监发〔2021〕15 号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022 年 4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022 年 5 月，财政部通报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的

态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022 年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济环境

2021 年，瑞金市经济持续发展，一般公共预算收入有所上升，财政自给能力差。

根据《瑞金市 2021 年国民经济和社会发展统计公报》，2021 年，瑞金市实现地区生产总值 195.23 亿元，按可比价格计算增长 3.7%。其中，第一产业增加值 28.25 亿元，同比增长 7.3%；第二产业增加值 74.26 亿元，同比增长 10.8%；第三产业增加值 92.73 亿元，同比增长 6.6%。三次产业结构调整为 14.5:38:47.5。

2021 年，瑞金市固定资产投资同比增长 11.4%。分产业看，一、二、三产业投资分别增长 58.0%、-24.8%、38.9%；分经济类型看，基础设施投资同比增长 46%。

根据《关于瑞金市 2021 年全市和市本级预算执行情况及 2022 年全市和市本级预算草案的报告》等文件，2021 年，瑞金市一般预算收入为 15.83 亿元，增长 8.9%（同口径增长 21.2%），其中税收收入占比 79.9%；一般公共预算支出 63.96 亿元，财政自给率为 24.75%。2021 年，瑞金市政府性基金收入 37.58 亿元，其中土地出让收入 35.63 亿元。

2021 年底，瑞金市地方政府债务余额 66.13 亿元，其中一般债务余额 21.99 亿元，专项债务余额 44.15 亿元。

根据《2022 年一季度瑞金市经济运行情况》，2022 年 1－3 月，瑞金市实现地区生产总值 47.1 亿元，同比增长 6.3%；其中第一产业增加值 4.2 亿元，增长 8%；第二产业增加值 18.4 亿元，增长 9.2%；第三产业增加值 24.5 亿元，增长 4%。三产结构比 8.9:39.2:51.9。同期，瑞金市固定资产投资同比增长 16.4%，其中，基础设施投资增长 36.2%。2022 年 1－3 月，瑞金市实现一般公共预算收入 5.6 亿元，同比增长 20.3%，其中税收收入占比 72.6%；一般公共预算支出 12.5 亿元。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年底，瑞金国控建设持有公司 100.00%股权，为公司唯一股东；瑞金市国资办为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是瑞金市及瑞金经开区重要的基础设施投资建设主体，业务专营性和重要性突出。

公司是瑞金市及瑞金经开区重要的基础设施投资建设主体，业务专营性和重要性突出。公司自成立以来受瑞金市政府指示持续对瑞金市及瑞金经开区范围内的基础设施进行开发建设。

除公司外，瑞金市基础设施建设主体还包括公司股东瑞金国控建设，其基础设施建设业务主要由公司负责。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91360781763377543P），截至2022年5月27日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，但存在31笔已结清的关注类贷款；根据国家开发银行江西省分行出具的说明，国家开发银行根据内部分类方法与标准将上述贷款列为关注类贷款，并非因为公司偿还能力不足或存在违约风险。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91360781051612314K），截至2022年5月27日，瑞金市房产置业有限公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91360781060781646B），截至2022年5月27日，瑞金市红都市政工程管理有限公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年6月14日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司控股股东变更为瑞金国控建设，实控人仍为瑞金市国资办；公司董事、监事、高管有所变动，属于正常人事调整；管理制度未发生重大变化。

跟踪期内，公司股东由瑞金市国资办和经开区管委会变更为瑞金国控建设，瑞金市国资办仍为公司实际控制人。

公司原董事钟立荣、刘瑞华、钟瑞明、陈杰、曾瑞林、杨诚、刘楠退出董事会，新增董事刘盛、谢炳辉、陈泽茂、钟仁慧、谢锦辉、谢上钰、刘孝民。公司原监事会主席由杨运发变更为杨阗境；新增副经理钟子华。公司管理制度未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，受商品销售收入增长影响，公司营业总收入同比大幅增长；工程施工、商品销售和光伏发电业务成为公司的主要收入来源，公司收入结构有所调整；公司综合毛利率同比有所下降。

2021年，公司实现营业总收入11.84亿元，同比增长41.04%，主要系公司商品销售收入同比大幅增长所致。从收入构成看，2021年，工程施工收入、商品销售收入和光伏发电收入分别占营业总收入的66.48%、19.22%和4.8%，是公司营业总收入的主要来源。其中，工程施工收入同比增长9.05%，主要系工程结算量增加所致；担保费收入同比增长60.93%，主要系子公司瑞金市振兴融资担保有限公司（以下简称“担保公司”）2020年受疫情影响，收入规模较小所致；光伏发电收入同比略有下降；商品销售收入同比大幅增长主要系公司商品销售业务为2020年新增业务，2020年实际开展业务时间较短所致。

毛利率方面，2021年，公司综合毛利率同比下降4.58个百分点，主要系公司光伏发电业务毛利率下降和毛利率较低的商品销售业务在营业总收入中占比大幅上升所致。其中，工程施工业务毛利率与2020年持平；光伏发电业务毛利率同比下降9.51个百分点，主要系光伏发电站维修费用等逐年增长所致；担保业务毛利率同比下降6.02个百分点，主要系毛利率较低的履约保函收入占比上升所致。

表 3　2020－2021 年公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年		
	收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）
工程施工	72178.28	85.98	22.00	78713.75	66.48	22.00
担保费	259.43	0.31	97.50	417.50	0.35	91.48
光伏发电收入	5755.04	6.86	60.06	5685.94	4.80	50.55
商品销售	2560.71	3.05	2.98	22758.40	19.22	7.75
其他	3194.76	3.81	16.32	10824.96	9.14	6.62
合计	**83948.22**	**100.00**	**24.05**	**118400.55**	**100.00**	**19.47**

注：1. 尾差系数据四舍五入所致；2. 其他业务主要包括劳务派遣、物业管理和出租运营等
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

（1）工程施工业务

跟踪期内，公司工程施工业务收入有所增长，当年回款情况一般，毛利率保持稳定。由于在建项目未来投资支出大，公司未来仍面临较大的资金压力。

公司受瑞金市人民政府委托建设基础设施项目，政府每个年度按期间项目建设成本出具项目完工进度确认单，并按照项目建设成本加上项目合理利润（一般项目毛利率为 22%）进行回款，回款一般根据财政预算安排逐期拨付。跟踪期内，公司工程施工业务账务处理未发生变化，根据政府出具的项目完工进度确认单确认收入。

2021 年，公司工程施工收入主要来自食品产业园项目、经开区及市政工程项目和农副产品加工小区基础设施等；同期，公司工程施工业务回款 5.85 亿元。

2021年底，公司主要在建代建项目情况见表4，项目总投资205.30亿元，已完成投资156.81亿元，项目均已和政府签订了相关代建协议。

表 4　截至 2021 年底公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至 2021 年底已投资额	是否签订代建协议
“一江两岸”棚户区改造项目	278710.05	266761.53	是
经开区及市政工程项目	432111.00	329365.53	是
2018 年棚户区改造	259900.97	238541.60	是
东升危屋八一居委会段棚改项目	88761.00	92248.93	是
滨江北大道周边、经开区等四个地块棚户区改造项目	144700.00	116588.38	是
经开区商贸物流园项目	152679.52	57135.21	是
经开区电子商务产业园项目	55593.03	33124.03	是
保障性住房工程	135269.21	104867.79	是
食品产业园项目	47284.26	50036.51	是
白面坝返迁房	42680.59	31159.29	是
红色旅游沙洲等景区建设项目	48836.00	43791.23	是
城东农贸市场项目建设	25147.63	22636.76	是
农副产品加工小区基础设施	21430.00	26068.24	是
城市防洪绵江河右岸工程	70795.47	34266.23	是
象湖湿地公园返迁房项目	23300.00	18075.03	是
石井廉租房	8181.83	8084.00	是
一江两岸城市防洪工程	39600.00	10752.50	是
经开区胜利大道行政服务中心	7200.00	10427.01	是

贫困村基础设施建设项目	29800.00	8521.10	是
绿草湖生态湿地公园	12000.00	16998.48	是
九堡镇清溪水库及渠系配套工程	8833.43	6431.03	是
城市水利防洪工程	39593.00	20775.92	是
中小学教育园区	45500.00	5283.95	是
瑞金市经开区食品产业园标准厂房建设一期（EPC)项目	25000.00	10993.31	是
纪念园北侧 A1 地块	10099.95	5172.84	是
合计	**2053006.94**	**1568106.43**	--

注：1、经开区商贸物流园项目、经开区电子商务产业园项目已完成全部投资，审计报告中将其部分投资重分类计入经开区及市政工程项目；2、“一江两岸”棚户区改造项目、经开区及市政工程项目、2018 年棚户区改造、保障性住房工程等项目在建设过程中工程量不断增加，预计总投资额根据实际情况进行了调整
资料来源：公司提供

（2）光伏发电、担保业务

2021 年，光伏发电和担保业务收入对公司营业总收入形成一定补充；毛利率同比均有所下降；公司出现代偿事件，相关款项追回有待持续关注。

公司光伏发电项目总装机容量 50 兆瓦，已安装容量为 50 兆瓦，全年发电量为 5722.32 万度（其中每度电获得政府补贴 0.57 元），公司委托第三方公司运营，年运营成本为 266.37 万元。2021 年，公司光伏发电收入 5685.94 万元，毛利率为 50.55%，毛利率同比下降 9.51 个百分点，主要系光伏发电站维修费用等逐年增长所致。

公司担保费业务运营主体为担保公司，2021 年公司实现担保费收入 417.50 万元，截至 2021 年底，担保公司对外担保金额为 5838.86 万元。2021 年，担保公司代偿本息合计 1283.69 万元，被担保单位为民营企业和个人，均设置了反担保措施（工程款质押承诺、资产抵押、个人信用反担保、股东及其配偶承担无限连带责任等）；公司均已提起诉讼。截至目前，公司已追回款项合计 626.48 万元。

（3）商品销售业务

2021 年，公司商品销售业务同比大幅增长，在公司营业总收入中占比快速上升，成为公司的主要收入来源之一；毛利率水平较低。

公司商品销售业务主要由公司子公司瑞金市金恒供应链管理有限公司（以下简称“供应链公司”）负责。供应链公司系公司于 2020 年 6 月出资成立，其销售商品类型包括水泥、钢材、机制砂、粉煤灰、混凝土。

公司商品销售业务上游企业主要为原材料供应商，下游企业主要为建筑施工企业等，账期均为 2~3 个月。2021 年，公司前五大供应商分别为瑞金市泰华建材有限公司、江西省赣南闽光实业有限责任公司、瑞金市盈顺建材有限公司、瑞金市华业建材有限公司和赣州瑞海新型建材有限公司，采购额在总采购额中占比为 49.70%。同期，公司前五大客户分别为赣州海昌建设工程有限公司、江西中盟建筑工程有限公司瑞金市分公司、赣州瑞海新型建材有限公司、瑞金市源昌建材贸易有限公司和江西齐号建材有限公司，销售额在总销售额中占比合计 68.00%。

2021 年，公司商品销售收入同比大幅增长，主要系公司商品销售业务为 2020 年新增业务，2020 年实际开展业务时间较短所致。

3. 未来发展

公司将继续发挥瑞金市及瑞金经开区的重要基础设施投资建设主体职能；同时，整合现有资源，拓展市场化业务。

公司作为瑞金市及瑞金经开区的重要基础设施投资建设主体，在稳步推进现有项目建设的基础上，将继续承担有利于民生的基础设施建设相关工作。在城市基础设施投资建设方面，公司将围绕瑞金市城市建设目标和经开区发展规划，继续加大城市基础设施投资力度，全力推动经开区基础设施建设。同时，公司整合现有资

产、资源，进行业务拓展，进行市场化转型；拓宽融资渠道，为项目建设提供资金保障。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2021年，公司合并范围内拥有一级子公司12家。从合并范围变动来看，2021年，公司无新增或减少一级子公司，财务数据可比性强。

截至2021年底，公司资产总额251.37亿元，所有者权益98.23亿元（少数股东权益0.32亿元）；2021年，公司实现营业总收入11.84亿元，利润总额2.03亿元。

2. 资产质量

2021年底，公司资产规模较2020年底有所增长，以流动资产为主；以项目投入和土地使用权为主的存货占比高；其他应收款存在一定回收风险；资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2021年底，公司资产总额较2020年底增长17.05%，主要系存货增加所致。其中，流动资产占91.80%，非流动资产占8.20%。公司资产以流动资产为主，资产结构较2020年底变化不大。

表 5　2020－2021 年公司资产主要构成

科目	2020 年底		2021 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**194.98**	**90.79**	**230.76**	**91.80**
货币资金	21.40	9.97	15.62	6.22
应收账款	5.57	2.59	5.31	2.11
其他应收款	5.28	2.46	5.90	2.35
存货	158.42	73.77	202.15	80.42
非流动资产	**19.77**	**9.21**	**20.61**	**8.20**
固定资产	15.36	7.15	16.04	6.38
资产总额	**214.75**	**100.00**	**251.37**	**100.00**

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2021年底，公司流动资产较2020年底增长18.35%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

2021年底，公司货币资金较2020年底下降27.00%，主要系项目投入所致；其中，受限资金占比21.33%，全部为用于担保的定期存款或通知存款。2021年底，公司应收账款较2020年底下降4.60%；按账龄进行信用风险组合计提坏账准备的应收账款余额1.58亿元，账龄均在1年以内；按政府及事业单位组合计提坏账准备的应收账款账面余额3.73亿元；未计提坏账准备；前五名欠款单位合计占比93.11%，欠款单位主要为当地政府、国有企业和少量商品销售客户，账龄均在1年以内，集中度高。2021年底，公司其他应收款较2020年底增长11.74%，坏账准备余额0.71亿元；前五名欠款单位账面余额合计占比为74.01%，欠款单位主要为当地政府、国有企业和民营企业，其中应收民营企业款项2.10亿元（1.72亿元账龄2年以内；0.38亿元账龄2~5年），坏账准备余额0.20亿元，相关回款情况有待关注。2021年底，公司存货较2020年底增长27.60%，主要系委托代建基础设施项目持续投入和购买土地所致。存货主要由委托代建基础设施项目持续投入形成的合同履约成本（占64.43%）和土地使用权（占35.57%，均为出让取得）构成；其中用于抵押的土地使用权32.66亿元，暂未办证的土地使用权12.91亿元。

（2）非流动资产

2021年底，公司非流动资产较2020年底增长4.25%；公司非流动资产主要为固定资产。

2021年底，公司固定资产较2020年底增长4.42%，主要系公司购置固定资产、在建工程转入固定资产等所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占76.23%）和机器设备（占22.13%）构成，累计计提折旧2.06亿元。

截至2021年底，公司所有权受到限制的资产合计39.44亿元，包括质押存单、保证金，用于抵押的存货和固定资产。

表 6　截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	3.33	1.33	存单质押、保证金
存货	32.66	12.99	抵押
固定资产	3.45	1.37	抵押
合计	**39.44**	**15.69**	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

3. 资本结构

（1）所有者权益

2021 年底，公司所有者权益有所增长，仍以实收资本和资本公积为主。

2021年底，公司所有者权益98.23亿元，较2020年底增长1.81%。公司所有者权益主要由实收资本（占5.09%）、资本公积（占81.84%）和未分配利润（占11.52%）构成。其中，2021年底，公司实收资本和资本公积与2020年底持平；公司资本公积主要由政府拨款、政府债务置换资金和划拨的资产等构成。2021年底，公司未分配利润较2020年底增长16.34%至11.32亿元，主要来自留存收益的累积。

（2）负债

2021年底，公司债务规模有所增长，以长期债务为主，整体债务负担尚可；随着在建项目推进，公司债务规模或将进一步扩大。

2021年底，公司负债总额较2020年底增长29.48%，主要系外部融资增加所致。其中，流动负债占38.06%，非流动负债占61.94%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较2020年底变化不大。

表 7　2020－2021 年公司负债主要构成

科目	2020 年底		2021 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	**39.62**	**33.50**	**58.29**	**38.06**
短期借款	2.94	2.48	4.36	2.85
其他应付款	19.93	16.85	37.54	24.51
一年内到期的非流动负债	5.58	4.71	8.30	5.42
其他流动负债	4.73	4.00	0.55	0.36
非流动负债	**78.65**	**66.50**	**94.85**	**61.94**
长期借款	57.43	48.56	62.47	40.79
应付债券	7.15	6.04	15.33	10.01
其他非流动负债	14.07	11.90	17.05	11.14
负债总额	**118.27**	**100.00**	**153.14**	**100.00**

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

2021年底，公司流动负债较2020年底增长47.11%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。其中，2021年底，公司短期借款较2020年底增长48.63%，主要系保证借款增加所致；公司短期借款主要由质押借款（占22.41%）和保证借款（占70.95%）构成。2021年底，公司其他应付款较2020年底增长88.38%，主要系公司应付瑞金市财政局款项大幅增加所致；账龄主要集中在1年以内和1~2年；公司应付瑞金市财政局款项占比86.33%，集中度高。2021年底，公司一年内到期的非流动负债较2020年底增长48.93%，主要由一年内到期的长

期借款5.21亿元和一年内到期的其他借款3.09亿元构成。2021年底，公司其他流动负债较2020年底下降88.37%，主要系融资租赁款到期偿还所致；公司其他流动负债全部为融资租赁款，调整至公司短期债务计算。

2021年底，公司非流动负债较2020年底增长20.60%，主要系公司银行借款、发行债券和融资租赁款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。2021年底，公司长期借款较2020年底增长8.76%，主要系外部融资增加所致；公司长期借款主要由质押借款（占65.93%）和抵押借款（占11.66%）和保证借款（占18.99%）构成。2021年底，公司应付债券较2020年底增长114.50%，主要系公司发行“21瑞金债”所致。2021年底，公司其他非流动负债较2020年底增长21.21%，主要系融资租赁款增加所致；公司其他非流动负债中有息部分调整至长期债务计算。

有息债务方面，2021年底，公司全部债务105.46亿元，较2020年底增长18.08%，主要系长期借款和应付债券增加所致。债务结构方面，短期债务占12.53%，长期债务占87.47%，以长期债务为主，从债务指标来看，2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为60.92%、51.78%和48.43%，较2020年底分别上升了5.85个百分点、3.71个百分点和4.34个百分点。公司整体债务负担尚可。

表 8　截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年及以后	合计
偿还金额（亿元）	13.22	10.13	11.08	70.40	104.83
占比（%）	12.61	9.66	10.57	67.16	100.00

资料来源：公司提供

截至报告出具日，公司存续债券 14.80 亿元，其中，于 2022 年到期的债券规模为 2.4 亿元。

表 9　截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额（亿元）
21 瑞金债/21 瑞金债	2028/03/18	10.00
16 瑞金债/PR 瑞金债	2023/09/06	4.80
合计	--	14.80

资料来源：Wind

4. 盈利能力

2021 年，公司营业总收入大幅增长，营业利润率有所下降；利润总额对政府补助依赖程度较高；整体盈利能力有待提升。

2021 年，公司营业总收入和营业成本分别同比增长 41.04%和 49.54%，主要系公司商品销售业务规模扩大所致。同期，公司营业利润率同比下降 4.75 个百分点。

从期间费用看，2021年，公司费用总额为1.07亿元，同比增长64.63%，主要系公司受业务拓展、外部融资增加影响，相应增加管理费用和财务费用所致。公司费用总额主要由管理费用（占68.05%）和财务费用（占29.24%）构成。2021年，公司期间费用率为9.07%，同比提高1.30个百分点。

非经营性损益方面，2021年，公司获得政府补助1.20亿元，计入“其他收益”，相当于公司利润总额的59.09%，公司利润总额对政府补助依赖程度较高。

表 10　公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年
营业收入（亿元）	8.39	11.84
利润总额（亿元）	2.04	2.03
营业利润率（%）	23.13	18.38
总资本收益率（%）	1.15	0.86
净资产收益率（%））	1.82	1.78

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 0.07 个百分点、下降 0.04 个百分点。公司盈利能力有待提升。

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金流量净额持续为负，资金缺口有所收缩；筹资活动净流入量同比大幅下降；随着在建项目的推进和存量债务的逐步到期，公司存在较大的融资需求。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入47.79亿元，同比增长79.00%，主要系往来款规模增加所致；其中销售商品、提供劳务收

到的现金同比下降23.58%，主要为业务回款；收到其他与经营活动有关的现金同比大幅增长，主要为往来款等；同期，公司现金收入比为109.28%。2021年，受项目投入规模增加影响，经营活动现金流出52.96亿元，同比增长11.43%，主要为项目投入和往来款流出。受上述综合影响，同期，公司经营活动现金净流出5.18亿元；公司经营活动现金流量净额持续为负，缺口有所收缩。

表 11　公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	26.70	47.79
经营活动现金流出小计	47.53	52.96
经营活动现金流量净额	**-20.83**	**-5.18**
投资活动现金流入小计	0.05	0.35
投资活动现金流出小计	1.61	0.91
投资活动现金流量净额	**-1.56**	**-0.57**
筹资活动现金流入小计	50.09	24.02
筹资活动现金流出小计	22.37	23.90
筹资活动现金流量净额	**27.72**	**0.12**
现金收入比	201.68%	109.28%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入和流出规模很小。同期，公司投资活动现金流量净额为-0.57亿元。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入同比下降52.05%，主要系公司2020年收到政府拨款所致，公司筹资活动现金流入主要为银行借款、债券资金和融资租赁款等。同期，公司筹资活动现金流出同比增长6.84%，为偿还债务本息支付的现金。2021年，公司筹资活动现金净流入额大幅下降。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标较弱，融资渠道有待拓宽，或有负债风险较小。

表 12　公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	492.09	395.87
	速动比率（%）	92.29	49.08
	经营现金/流动负债（%）	-52.57	-8.88
	经营现金/短期债务（倍）	-1.57	-0.39
	现金类资产/短期债务（倍）	1.62	1.18
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	2.89	3.06
	全部债务/EBITDA（倍）	30.93	34.50
	经营现金/全部债务（倍）	-0.23	-0.05
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.59	0.64
	经营现金/利息（倍）	-4.28	-1.08

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2021 年底，公司流动比率与速动比率较 2020 年底分别下降 96.22 个和 43.20 个百分点。2021 年，经营活动现金流量净额为负，对流动负债不具备保障能力。2021 年底，公司现金短期债务比 1.18 倍，较 2020 年底有所下降。公司短期偿债能力指标一般。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA同比增长5.86%。2021年，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA同比均有所增长；经营活动现金流量净额为负，对全部债务和利息支出不具备保障能力。公司长期偿债能力指标较弱。

对外担保方面，截至2021年底，公司对外担保余额2.64亿元（不包含子公司担保公司的对外担保余额），占净资产的比重为2.68%，被担保单位以地方国有企业为主，经营情况正常。或有风险较小。

未决诉讼方面，截至2021年底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2021年底，公司共计获得银行授信额度104.83亿元，已使用86.48亿元。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司资产和收入占合并口径比重一般；负债总额占合并口径比重较低。2021年底，母公司资产总额和负债总额均有所增长；整体债务负担较轻。

2021年底，母公司资产总额118.54亿元，较2020年底增长13.12%，占合并口径的47.16%。其中，流动资产占比83.34%，非流动资产占比16.66%，母公司资产结构以流动资产为主。从构成看，流动资产主要由其他应收款和存货构

成；非流动资产主要由其他权益工具投资和长期股权投资构成。

2021年底，母公司负债总额42.46亿元，较2020年底增长40.16%，占合并口径的27.73%。其中，流动负债占比46.65%，非流动负债占比53.35%，母公司债务结构较为均衡。从构成看，流动负债主要由短期借款和其他应付款构成；非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。2021年底，母公司全部债务24.63亿元。其中，短期债务占8.02%、长期债务占91.98%。2021年底，母公司资产负债比率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为35.82%、24.46%和22.94%；母公司现金短期债务比为0.48倍。母公司债务负担较轻。

2021年底，母公司所有者权益为76.08亿元，较2020年底增长2.12%，占合并口径的77.45%；母公司所有者权益主要由实收资本（占6.57%）、资本公积（占78.47%）和未分配利润（占13.38%）构成。

2021年，母公司营业总收入为4.17亿元，占合并口径的35.19%；利润总额为1.68亿元。

现金流方面，2021年，母公司经营活动现金流净额为-3.70亿元，投资活动现金流净额-0.79亿元，筹资活动现金流净额3.55亿元。

十、外部支持

公司是瑞金市及瑞金经开区重要的基础设施投资建设主体，跟踪期内持续获得政府支持。

2021 年，公司获得政府补助 1.20 亿元，计入“其他收益”。

十一、债券偿还能力分析

1. 担保债券

截至2022年3月底，公司存续期担保债券为“16瑞金债/PR瑞金债”，债券余额4.80亿元；其设置了分期偿还本金条款，同时赣州发投对“16瑞金债/PR瑞金债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 担保方信用分析

赣州发投是赣州市最大的投融资主体，承担了赣州市市本级城市基础设施建设职能，是赣州市重要高速公路项目的投融资及建设主体，同时赣州发投借用资源及资金优势发展商品房业务，逐步形成了市政建设、高速公路和商品房销售三大板块的业务格局。截至2021年底，赣州发投注册资本和实收资本均为11.81亿元，赣州市人民政府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（以下简称“江西资产集团”）分别持有公司90.00%和10.00%股权，赣州市国资委为赣州发投实际控制人。

赣州发投作为赣州市重要的基础设施建设及国有资本运营主体，业务区域专营性很强。

2021 年底，赣州发投资产总额 2519.25 亿元，较 2020 年底增长 20.42%，主要系货币资金、其他应收账款、存货、长期应收款、长期股权投资和投资性房地产增加所致。其中，流动资产占 60.42%，非流动资产占 39.58%；资产以流动资产为主，资产结构较 2020 年底变化不大。赣州发投流动资产主要由货币资金（占 12.99%）、其他应收款（占 16.45%）和存货（占 63.65%）构成。赣州发投非流动资产主要由长期应收款（占 25.56%）、长期股权投资（占 15.35%）、投资性房地产（占 5.94%）、固定资产（占 30.52%）、无形资产（占 8.19%）和其他非流动资产（占 7.23%）构成。

2021 年底，赣州发投所有者权益 876.65 亿元，较 2020 年底增长 36.31%，主要系资本公积增加所致。赣州发投所有者权益主要由实收资本（1.35%）、资本公积（78.90%）和未分配利润（7.36%）构成。

2021年底，赣州发投负债总额1642.60亿元，较2020年底增长13.36%。其中，流动负债占29.52%，非流动负债占70.48%。赣州发投负债以非流动负债为主，负债结构较2020年底变化不大。赣州发投流动负债主要由短期借款（占7.55%）、应付账款（占9.00%）、其他应付款（占17.26%）、一年内到期的非流动负债（占51.68%）

和其他流动负债（占7.65%）构成。赣州发投非流动负债主要由长期借款（占49.38%）、应付债券（占31.11%）和长期应付款（占18.32%）构成。

2021年底，赣州发投全部债务1265.62亿元，较2020年底增长22.00%。债务结构方面，短期债务占26.37%，长期债务占73.63%，以长期债务为主，从债务指标来看，2021年底，赣州发投资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为65.20%、59.08%和51.53%，较2020年底分别下降4.06个百分点、下降2.65个百分点和下降2.55个百分点。赣州发投债务负担较重。

2021年，赣州发投实现营业总收入123.87亿元，同比增长20.55%；营业成本95.61亿元，同比增长15.39%；营业利润率为21.87%，同比提高3.04个百分点。

2021年，赣州发投经营活动现金净流入1.48亿元，投资活动现金净流出62.51亿元，筹资活动现金净流入88.92亿元。

从短期偿债指标看，2021年底，赣州发投流动比率和速动比率分别为313.89%和114.09%。同期，现金短期债务比0.60倍。

从长期偿债能力指标来看，2021年，赣州发投EBITDA为40.49亿元，同比增长20.65%；同期，全部债务/EBITDA为31.25倍，EBITDA利息倍数为0.58倍。

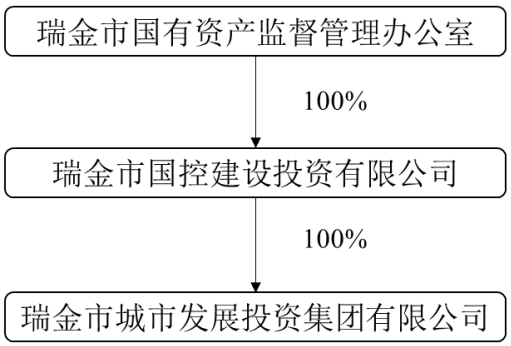
截至2021年底，赣州发投对外担保余额为212.50亿元，担保比率为24.24%，被担保企业主要为国有企业，对外担保规模较大。

综合评估，联合资信评定赣州发投主体长期信用等级为AA^{+}_{pi}，评级展望为稳定。赣州发投对“16 瑞金债/PR 瑞金债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了其偿付的安全性。

十二、结论

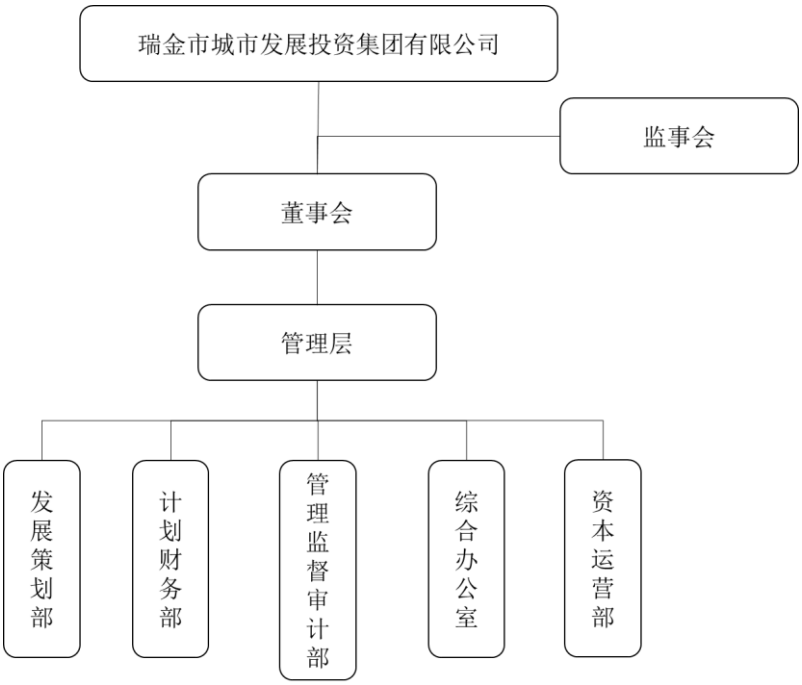
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{-}，维持“16瑞金债/PR瑞金债”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年底公司一级子公司情况

企业名称	业务性质	持股比例（%）	取得方式
瑞金市国有资产经营有限公司	基础建设	84.67	设立
瑞金市房产置业有限公司	基础建设	71.55	设立
瑞金市红都市政工程管理有限公司	基础建设	86.24	设立
瑞金市振兴融资担保有限公司	融资性担保；担保	100.00	设立
瑞金市工业投资发展有限公司	基础建设	100.00	设立
瑞金市红井水利投资经营有限公司	水利开发	51.00	设立
瑞金市丰安技术开发有限公司	专业技术服务	100.00	设立
瑞金市红都交通发展有限公司	道路运输业	100.00	设立
瑞金市瑞兴建设投资有限公司	商务服务业	100.00	设立
瑞金市城投房地产经营服务有限公司	房地产业	100.00	设立
瑞金市金恒供应链管理有限公司	道路运输业	100.00	设立
瑞金市城市发展建筑规划设计有限公司	专业技术服务业	100.00	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	15.92	21.40	15.62
资产总额（亿元）	181.40	214.75	251.37
所有者权益（亿元）	60.09	96.48	98.23
短期债务（亿元）	5.77	13.24	13.22
长期债务（亿元）	78.10	76.07	92.25
全部债务（亿元）	83.87	89.31	105.46
营业总收入（亿元）	5.60	8.39	11.84
利润总额（亿元）	1.82	2.04	2.03
EBITDA（亿元）	2.47	2.89	3.06
经营性净现金流（亿元）	1.80	-20.83	-5.18
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.44	0.92	2.18
存货周转次数（次）	0.03	0.04	0.05
总资产周转次数（次）	0.03	0.04	0.05
现金收入比（%）	108.99	201.68	109.28
营业利润率（%）	25.90	23.13	18.38
总资本收益率（%）	1.17	1.15	1.08
净资产收益率（%）	2.28	1.82	1.78
长期债务资本化比率（%）	56.52	44.09	48.43
全部债务资本化比率（%）	58.26	48.07	51.78
资产负债率（%）	66.87	55.07	60.92
流动比率（%）	381.20	492.09	395.87
速动比率（%）	85.43	92.29	49.08
经营现金流动负债比（%）	4.17	-52.57	-8.88
现金短期债务比（倍）	2.76	1.62	1.18
EBITDA 利息倍数（倍）	0.62	0.59	0.64
全部债务/EBITDA（倍）	33.95	30.93	34.50

注：其他流动负债中有息部分已调整至短期债务计算；其他非流动负债中有息部分已调整至长期债务计算

资料来源：公司审计报告和所提供资料

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	2.25	1.87	0.94
资产总额（亿元）	89.89	104.80	118.54
所有者权益（亿元）	53.33	74.50	76.08
短期债务（亿元）	2.88	4.83	1.98
长期债务（亿元）	16.21	14.55	22.65
全部债务（亿元）	19.09	19.37	24.63
营业收入（亿元）	2.80	3.07	4.17
利润总额（亿元）	1.53	1.28	1.68
EBITDA（亿元）	/	1.31	2.34
经营性净现金流（亿元）	4.80	-18.73	-3.70
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.40	0.55	0.94
存货周转次数（次）	0.04	0.05	0.06
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	0.04
现金收入比（%）	182.86	131.23	140.41
营业利润率（%）	20.93	21.00	20.87
总资本收益率（%）	1.72	1.25	2.19
净资产收益率（%）	2.33	1.58	2.07
长期债务资本化比率（%）	23.31	16.34	22.94
全部债务资本化比率（%）	26.36	20.64	24.46
资产负债率（%）	40.67	28.91	35.82
流动比率（%）	351.24	545.64	498.67
速动比率（%）	111.56	202.63	226.15
经营现金流动负债比（%）	23.57	-118.91	-18.65
现金短期债务比（倍）	0.78	0.39	0.48
EBITDA 利息倍数（倍）	/	0.86	2.20
全部债务/EBITDA（倍）	/	14.82	10.52

注：其他流动负债中有息部分已调整至短期债务计算；其他非流动负债中有息部分已调整至长期债务计算；公司本部 2019 年资本化利息数据未获取，相关指标用“/”表示

资料来源：公司审计报告和所提供资料

附件 2-3 担保方主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	141.55	156.19	199.39
资产总额（亿元）	1791.91	2092.10	2519.25
所有者权益（亿元）	623.40	643.14	876.65
短期债务（亿元）	189.60	279.98	333.71
长期债务（亿元）	643.28	757.45	931.91
全部债务（亿元）	832.88	1037.43	1265.62
营业总收入（亿元）	75.51	102.76	123.87
利润总额（亿元）	5.47	11.07	13.10
EBITDA（亿元）	26.89	33.56	40.49
经营性净现金流（亿元）	0.95	6.10	1.48
财务指标			
销售债权周转次数（次）	5.72	4.86	3.56
存货周转次数（次）	0.08	0.11	0.11
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.05
现金收入比（%）	101.47	112.31	122.26
营业利润率（%）	21.96	18.84	21.87
总资本收益率（%）	1.38	1.36	1.45
净资产收益率（%）	0.64	1.38	1.25
长期债务资本化比率（%）	50.78	54.08	51.53
全部债务资本化比率（%）	57.19	61.73	59.08
资产负债率（%）	65.21	69.26	65.20
流动比率（%）	364.85	318.82	313.89
速动比率（%）	105.83	110.99	114.09
经营现金流动负债比（%）	0.33	1.58	0.30
现金短期债务比（倍）	0.75	0.56	0.60
EBITDA 利息倍数（倍）	0.54	0.64	0.58
全部债务/EBITDA（倍）	30.97	30.91	31.25

注：其他流动负债中有息部分已调整至短期债务计算；因未取得资本化利息数据，EBITDA 利息倍数=EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金

资料来源：公开资料

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=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

短期债务=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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 4-4　主体主动评级（公开评级）长期信用等级设置及含义

联合资信主体主动评级或公开评级长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除 AAA_{pi} 级、CCC_{pi} 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA_{pi}	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA_{pi}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A_{pi}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB_{pi}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB_{pi}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B_{pi}	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC_{pi}	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC_{pi}	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_{pi}	不能偿还债务