



佛山市建设发展集团有限公司2023年面向 专业投资者公开发行永续期公司债券（第 一期）信用评级报告

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：

佛山市建设发展集团有限公司2023年面向专业投资者公开发行 可续期公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
债券信用等级	AA+
评级日期	2023-3-3

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：佛山市建设发展集团有限公司（简称“佛山建发集团”或“公司”）实际控制人为佛山市国有资产监督管理委员会（以下简称“佛山市国资委”），是佛山市重要的城市建设平台，平台重要性较高，佛山市经济发展水平较高，有利于公司业务发展，此外公司三旧改造、住房租赁等业务多元化发展较好；同时中证鹏元也关注到，公司杠杆水平较高，债务负担较重，存在较大的资金压力，受地产行业低迷影响，三旧改造、建材贸易业绩面临一定的市场波动风险，此外子公司深圳文科园林股份有限公司（以下简称“文科园林”，证券代码：002775.SZ）存在一定的经营风险。

债券概况

发行规模：不超过7亿元（含）

发行期限：基础期限为2年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，于公司行使续期选择权时延长一个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期

偿还方式：在公司不行使续期选择权、递延支付利息权的情况下，每年付息一次，到期一次还本；附公司续期选择权、递延支付利息权、赎回选择权

发行目的：拟全部用于偿还到期债务及补充流动资金

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，公司在未来较长一段时间内仍将作为佛山市重要的城市建设平台，三旧改造、住房租赁等业务可以保持一定规模，且有望继续获得外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.9	2021	2020	2019
总资产	327.91	248.13	166.12	133.18
所有者权益	84.76	76.52	53.58	50.27
总债务	199.95	130.60	65.73	45.04
资产负债率	74.15%	69.16%	67.75%	62.25%
现金短期债务比	0.49	0.54	0.61	0.59
营业收入	149.07	140.13	108.47	82.07
其他收益	0.06	0.07	0.07	0.93
利润总额	2.92	5.10	4.62	7.72
销售毛利率	6.71%	10.24%	11.38%	18.65%
EBITDA	--	8.21	7.57	10.12
EBITDA 利息保障倍数	--	1.81	2.24	4.25
经营活动现金流净额	-7.67	-0.31	-5.99	1.43

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：蒋晗
 jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：刘惠琼
 liuhq@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **佛山市工业基础扎实，经济发展水平较高，政府信用状况稳定。**佛山市地处珠三角腹地，是我国重要的制造业基地，经济发展水平在广东省内相对领先；在粤港澳大湾区国家发展战略下，佛山市将为湾区建设提供重要极点支撑。2022年佛山市GDP达1.27万亿元，同比增长2.1%，政府综合财力亦稳步提升。
- **公司平台重要性较高，业务较为多元。**公司是佛山市2022年8月确立的八大市属国有企业集团之一，主要以城市更新方式承担佛山市国资体系内土地开发建设任务，并承担佛山市住房租赁改革试点任务。截至2022年9月末，公司三旧改造、住房租赁项目储备充足，业务持续性较好。此外，近年公司有色金属及金属制品贸易、销售预制装配单位等业务亦发展较快。
- **佛山市政府过往强有力的支持记录。**公司在过去获得佛山市政府通过资产注入、政府补贴等方式支持其业务运营，2017年至2022年9月末累计增加实收资本6.95亿元，一定程度上提升了公司的资本实力，此外近年公司获得一定规模佛山市政府给予的政府补助，改善了公司的利润水平。

关注

- **公司财务杠杆攀升，债务负担较重，叠加项目建设资本开支需求，面临较大的资金压力。**近年公司三旧改造、住房租赁等项目建设资金沉淀较多，房屋销售去化放缓，此外有色金属及金属制品贸易等业务占用较多营运资金，使得经营及投资活动现金流面临缺口，公司通过外部融资平衡资金缺口，由此近年债务规模快速攀升，截至2022年9月末资产负债率达74.15%，现金对短期债务覆盖程度弱，叠加主要在建项目的资本开支需求仍较大，未来仍需通过再融资平衡；此外，公司有一定规模的对外担保余额，在流动性困难时，可能会削弱其融资能力。
- **三旧改造和有色金属及金属制品贸易业务面临一定的市场波动风险。**近年房地产市场持续低迷，三旧改造业务的房屋销售去化压力加大，有色金属及金属制品贸易需求下滑、客户回款难度增大，此外铝原料价格波动对公司贸易业务的盈利能力影响较大。
- **新并购上市公司存在一定经营风险。**2022年4月公司协议收购文科园林23%股权并实现控制，此次收购形成了4.96亿元商誉，此外文科园林因前第一大客户中国恒大集团（3333.HK）相关应收账款及存货大幅减值而导致大额经营亏损、流动性恶化，叠加地产行业景气不佳，2022年度业绩继续亏损，公司通过对外担保、借款等方式向文科园林提供流动性支持。若未来文科园林经营困境未能缓解，公司将面临较大的投资损失、或有负债风险及商誉减值风险。

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
佛山控股集团	佛山市重要的公用事业及国有资产运营主体	582.88	183.01	289.86
佛山建发集团	佛山市城市建设平台	248.13	76.52	140.13

注：佛山控股集团为佛山市投资控股集团有限公司的简称；以上各指标均为2021年数据。

资料来源：wind，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	评分要素	评分		
区域状况	区域状况评分	7/7	经营状况	5/7	
	区域状况初始评分	7/7	城投经营&财务状况	财务状况	4/7
	行政层级	3/5			
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				aa	
外部特殊支持				1	
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 **aa**，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是佛山市重要的城市建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，佛山市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与佛山市政府的联系非常紧密以及对佛山市政府非常重要。同时，中证鹏元认为佛山市政府提供支持的能力极强，主要体现在极强的经济实力、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+/22 佛建 Y1	2022-6-9	蒋晗、刘惠琼	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

一、发行主体概况

公司成立于2012年2月，系经中国共产党佛山市委员会办公室、佛山市人民政府办公室《关于印发<佛山市“大国资、全覆盖”总体工作方案>的通知》（佛办发〔2011〕13号）批准设立，初始注册资本为0.20亿元，由佛山市国资委全额出资。

2013年6月佛山市国资委印发《佛山市国资委关于市公控公司对彩管公司改制债务转移和债权转让的批复》（佛国资改〔2013〕35号），同意公司通过债务转移方式承接佛山彩色显像管公司（以下简称“彩管公司”）对佛山市新元资产管理有限公司（以下简称“佛山新元”）、佛山市工贸集团有限公司（以下简称“佛山工贸集团”）等4家债权企业的债务。2017年2月，佛山市国资委同意公司实施债转股工作，将佛山新元、佛山工贸集团等4家企业对公司债权转为股权，并于2017年5月完成工商登记变更；至此公司注册资本增至5.31亿元，其中佛山工贸集团持有公司50.78%的股权，系公司的控股股东，公司的实际控制人仍为佛山市国资委。

后经多次增资、资本公积转增股本及股权转让，截至2022年10月末，公司认缴的注册资本及实收资本增至12.63亿元，公司第一大股东为佛山工贸集团，持股比例为40.20%，第二大股东佛山市国资委直接持有公司37.81%的股权，此外佛山市投资控股集团有限公司（原“佛山市公用事业控股有限公司”，以下简称“佛山控股集团”）、广东财政厅分别持有公司19.76%、2.23%的股权。此外根据佛山工贸集团、佛山控股集团与佛山市国资委签署的《授权委托书》，上述股东委托佛山市国资委代为行使全部股东权利；公司控股股东及实际控制人均为佛山市国资委；公司产权结构如附录二所示。2022年8月，公司名称由佛山市建设开发投资有限公司改为现名。

公司为佛山市城市建设平台，是佛山市2022年8月确立的八大市属企业集团之一，主要以城市更新方式承担佛山市国资体系内的土地开发建设任务，并从事住房租赁、铝制品及有色金属材料贸易等业务。截至2022年9月末，公司纳入合并范围的一级子公司共6家，具体如附录四所示。

表1 公司主要一级子公司 2021 年末/度财务数据（单位：亿元）

子公司名称	主营业务	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
佛山建发城市发展有限公司	房屋销售	100.00%	116.89	29.94	15.87	3.39
佛山建发绿色建材有限公司	有色金属贸易业务	100.00%	73.11	7.73	121.45	1.81
佛山建发智慧城市科技有限公司	住房租赁	100.00%	31.13	13.81	1.95	-0.19
佛山建发产业园区开发有限公司	房屋销售	100.00%	12.64	0.34	0.11	-0.25
佛山市城市建设工程有限公司	建筑工程	60.00%	1.49	0.30	0.92	0.00

资料来源：公司提供

二、本期债券概况

债券名称：佛山市建设发展集团有限公司2023年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）；

发行规模：不超过7亿元（含）；

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司的普通债务；

债券期限和利率：本期债券基础期限为2年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，于公司行使续期选择权时延长一个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期；本期债券采用单利按年计息，首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差；如果公司行使续期选择权，则本期债券后续每个周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点；

还本付息方式：若在本期债券的某一续期选择权行权年度，公司选择全额兑付本期债券，则该计息年度的付息日即为本期债券的兑付日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个交易日，顺延期间兑付款项不另计息），公司于兑付日向投资者支付票面总额的本金；在公司不行使递延支付利息选择权的情况下，每年付息一次；

公司续期选择权：本期债券以每2个计息年度为1个周期，在每个重新定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延长1个周期（即延长不超过2年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制。公司将本次约定的续期选择权行使日前至少30个交易日，披露续期选择权行使公告；

递延支付利息权：本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，将于付息日前10个交易日披露递延支付利息公告；

公司赎回选择权：除以下两种情况外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券：

1、公司因税务政策变更进行赎回

公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回；

2、公司因会计准则变更进行赎回

根据《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》（财会〔2017〕7号）、《企业会计准则第37号——金融工具列报》（财会〔2017〕14号）和《关于引发〈金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定〉的通知》（财会〔2014〕13号），公司将本期债券计入权益。若未来因会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过7亿元（含），扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期债务及补充流动资金。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济持续复苏，2022年以来经济顶住压力运行在合理区间，坚持稳中求进工作总基调，财政货币政策着力扩需求

2021年，我国经济呈稳健复苏态势，实现国内生产总值（GDP）114.4万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，经济增长全球领先，主要预期目标全面实现。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，经济运行总体平稳。

2022年以来，我国经济发展面临的形势更趋复杂严峻。国际方面，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，主要经济体货币政策快速收紧，不确定性和新挑战增多。国内方面，疫情多发散发，叠加高温干旱少雨极端天气，有些因素超出预期，经济发展仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，尤其是需求不足的矛盾突出，企业生产经营困难较多，经济恢复的基础不牢固。

2022年1-8月，稳经济一揽子政策出台及时，接续政策又果断推出，国内经济总体延续恢复发展态势，但有小幅度波动。供给端，工业生产虽小幅波动但总体稳健，采矿业增速较快，高技术制造业和汽车制造业表现亮眼；疫情扰动下，服务业复苏基础不牢固，地产服务业快速回落拖累服务业整体增速，复苏略显乏力。需求端，出口增速整体维持高景气但有下滑压力，8月受高基数和外需走弱影响，出口增速大幅回落；专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，基建投资实现高增长，是稳增长的重要抓手；实施大规模留抵退税，确定设备更新专项贷款，制造业投资保持强劲；房地产开发投资持续走弱，尤其在三季度断供危机和“保交楼”压力下，新增投资积极性较低，居民购房意愿和信心不足；受疫情干扰，消费整体表现低迷。在全球高通胀背景下，我国通胀水平偏低，今年以来通胀水平温和上涨但整体可控。失业率较高但近期有所回落，青年人失业率持续突破历史新高，结构性就业压力较大。

宏观政策在扩大需求上积极作为。人民银行加大稳健的货币政策实施力度，发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，降准降息并下调中长期LPR利率，保持流动性合理充裕，有效支持实体经济融资需求，稳住宏观经济大盘。积极的财政政策靠前发力，注重精准、可持续。加大减负纾困力度，实施大规模增值税留抵退税，延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。加快专项债发行和使用进度，适度超前开展基础设施投资，用足用好专项债务限额。通过调增政策性开发性金融工具额度、能源保供特别债等措施助力稳增长。

我国继续坚持稳中求进工作总基调，狠抓稳经济一揽子政策和接续政策措施落地见效，财政货币政策积极作为，用足用好各类政策工具箱，发挥组合效应，大力扩大有效需求，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，实现回稳复苏。

2019-2020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年以来经济下行压力加大，城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2019年，在控制隐性债务风险前提下，城投公司合理融资需求得到保障，整体融资环境有所改善。2019年5月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资。

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，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。具体来看，自2月起，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

2021年，随着2020年疫情影响的缓解，经济形势好转，稳增长压力减轻，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。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得新提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。

2022年以来，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。

目前国内外经济形势仍较为复杂严峻，后续政策重心仍是稳增长，同时平衡好风险防范和处置工作，

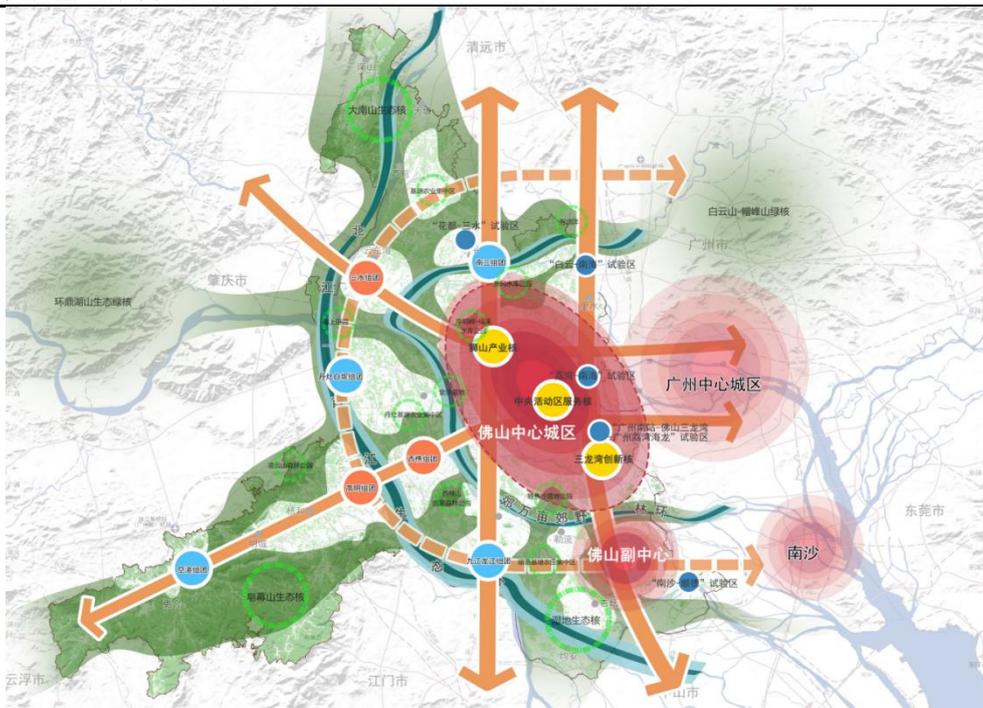
预计城投融资监管将保持合理适度，城投公司合理融资需求仍有一定保障。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约和技术违约等风险事件时有发生，城投区域分化加剧，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

行业及区域经济环境

佛山市地处珠三角腹地，是我国重要的制造业基地，经济发展水平在广东省内相对领先；在粤港澳大湾区国家发展战略下，佛山市将为湾区建设提供重要极点支撑

区位特征：佛山市地处珠三角腹地，毗邻深港澳，为珠三角地区西翼经贸中心、综合交通枢纽及粤港澳大湾区重要节点城市。佛山市系广东省下辖地级市，地处广东省中部、珠三角腹地，毗邻深港澳、东接广州、南邻中山，是我国国家历史文化名城、重要的制造业基地、粤港澳大湾区重要节点城市、珠三角地区西翼经贸中心和综合交通枢纽，与广州市共同构成“广佛都市圈”和粤港澳大湾区三大极点之一。佛山市现辖禅城区、南海区、顺德区、高明区和三水区，全市总面积3,797.72平方公里。截至2021年末，佛山市常住人口为961.26万人，较2011年净增加199.81万人，人口呈持续净流入状态。截至2021年末，佛山市城镇化率达95.21%，显著高于全省平均水平。佛山市地理位置优越，交通运输便利，截至2021年末，佛山市已建成国家铁路5条、城际铁路2条，在建及近期拟建国家铁路6条（段）、城际铁路3条；境内拥有通航河流78条，通航里程1,084公里，2021年佛山市主要港口货物吞吐量达9,340.89万吨；建成高速公路通车里程560公里，与大湾区各城市之间基本实现2小时内通达。

图1 佛山市域空间结构规划图



资料来源：《佛山市国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》

经济发展水平：佛山市经济发展水平良好，民营经济发展活跃，2022年经济总量（GDP）在广东省21个地级市中排名第3位。依托良好的区位优势及发展强劲的制造业，近年来佛山市经济稳健发展，2019年佛山市GDP规模首次突破万亿，成为全国第17个、广东省第3个经济总量超万亿元的城市。2022年人均GDP为全国人均GDP的1.54倍。2021年佛山市三次产业结构比为1.7:56.0:42.3，第二产业占据主导地位。2020-2022年佛山市固定资产投资同比增速分别为0.8%、7.6%和-3.6%，2022年受房地产等第三产业投资明显下滑影响，当年固定资产投资增速转负。佛山市民营经济发展活跃，在2022年发布的佛山企业100强、制造业100强、民营企业100强三大榜单共153家入选企业中，其中民营企业123家，占比超八成，总营收达19,507.36亿元，占比87%，2022年佛山市共有8家企业入选中国民营企业500强。2022年受疫情导致餐饮收入下降影响，社会消费品零售总额增速1.0%。受益于良好的制造业基础，佛山市对外经济亦继续保持较快发展，外贸有力支撑了2022年佛山市区域经济增长。

表2 2021年广东省部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
深圳市	30,664.85	6.7%	173,663	4,257.76	1,373.70
广州市	28,231.97	8.1%	150,366	1,842.00	2,388.59
佛山市	12,156.54	8.3%	126,465	808.26	1,159.90
湛江市	3,559.93	8.5%	50,814	160.35	150.73
汕头市	2,929.87	6.1%	53,106	145.1	223.5
梅州市	1,308.01	5.5%	33,764	95	65.03
河源市	1,273.99	8.0%	44,886	84.29	-
云浮市	1,138.97	8.1%	47,685	75.23	36.24

注：“-”表示未获取该数据；深圳市人均GDP系根据第七次全国人口普查数据计算，佛山市人均GDP系根据2021年末常住人口数据计算；其余各地市人均GDP来自各市国民经济和社会发展统计公报。

资料来源：河源市一般公共预算收入、政府性基金收入数据来自广东省2021年预算执行情况和2022年预算草案；各市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站数据，中证鹏元整理

表3 佛山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	12,698.39	2.1%	12,156.54	8.3%	10,816.47	1.6%
固定资产投资	-	-3.6%	-	7.6%	-	0.8%
社会消费品零售总额	3,593.57	1.0%	3,556.66	8.1%	3,289.09	-10.8%
进出口总额	6,637.80	7.7%	6,160.70	21.7%	5,060.30	4.8%
人均GDP（元）		132,102		126,465		113,871
人均GDP/全国人均GDP		154.15%		156.18%		157.18%

注：“-”表示未获取该数据；2021-2022年人均GDP根据2021年常住人口数据计算，2020年人均GDP根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：佛山市2020-2021年国民经济和社会发展统计公报、佛山市人民政府网站，中证鹏元整理

产业情况：佛山制造业基础雄厚，拥有电器、机械制造、陶瓷建材、金属材料加工及制造、纺织

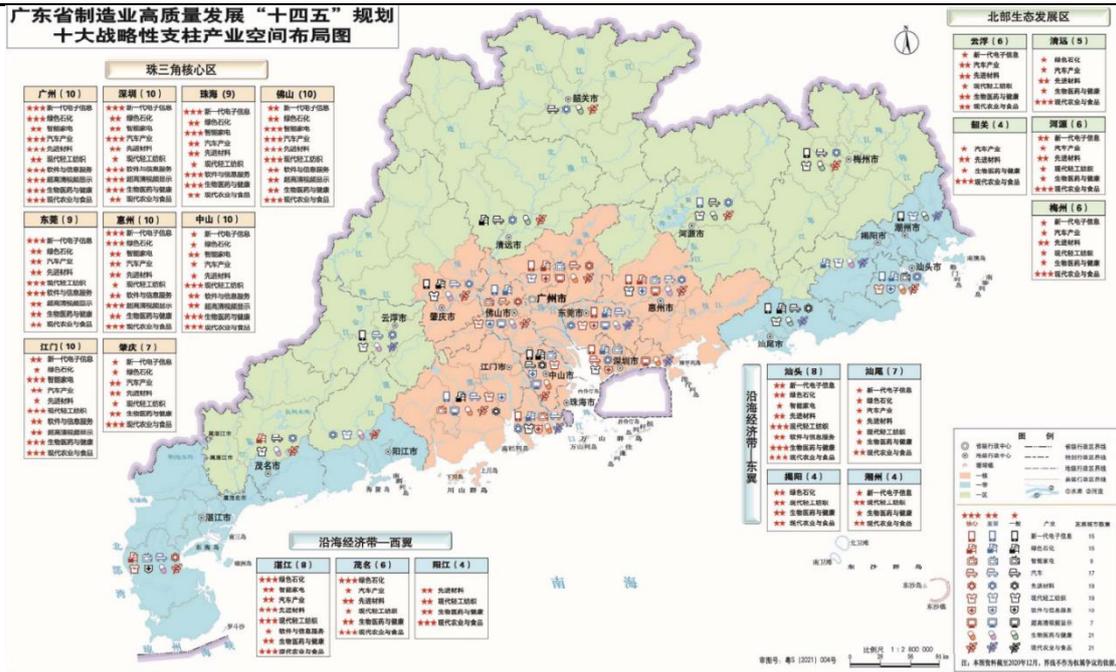
服装、电子信息、食品饮料、塑料制品、精细化工及医药、家居用品制造等十大优势行业，制造业集群化、规模化特征明显。佛山市拥有国家级特色产业基地26个，中国产业名都、名镇41个，其中广佛惠超高清视频和智能家电产业集群、广深佛莞智能装备产业集群成为国家先进制造业集群，制造业集群化、规模化特征明显。佛山市制造业规模庞大、门类齐全，依托于基础雄厚的家电家具、机械装备、食品饮料、陶瓷建材等传统优势产业，当地培育了美的集团股份有限公司（股票代码：000333）、中国联塑集团控股有限公司（股票代码：2128.HK）、佛山市海天调味食品股份有限公司（股票代码：603288）等重点企业。此外，随着佛山市全面实施制造业高质量发展，巩固提升新一代电子信息、智能家电、先进材料、软件与信息服务、生物医药与健康等战略性支柱产业，近年新兴产业发展较快。2022年全市规模以上工业实现增加值同比增长1.6%，其中汽车制造业、通用设备制造业、化学原料和化学制品制造业、电气机械和器材制造业均实现较好增长。

发展规划及机遇：在粤港澳大湾区发展国家战略下，佛山市把握“双区”¹建设、“双城”联动和构建“一核一带一区”²区域发展格局等机遇，发挥产业、区位、交通等优势，协同广州为粤港澳大湾区建设提供极点支撑，同时加强与深圳等其他城市合作，加速资本、技术等要素集聚。根据佛山市《十四五规划》，佛山市定位为粤港澳大湾区极点城市、全省地级市高质量发展领头羊、面向全球的国家制造业创新中心，“十四五”期间将巩固提升装备制造、泛家居两个超万亿元产业集群发展水平；提升汽车及新能源、军民融合及电子信息两个产业集群辐射带动能力。

¹“双区”即粤港澳大湾区、深圳中国特色社会主义先行示范区。

²“一核”即珠三角地区，是引领全省发展的核心区和主引擎，强调产业发展的“高端化”；“一带”即沿海经济带，是新时代全省发展的主战场，重点打造粤东粤西沿海产业；“一区”即北部生态发展区，是全省重要的生态屏障，重点关注产业绿色化。

图2 “十四五”时期广东省制造业总体空间布局图



资料来源：广东省人民政府

财政及债务水平：近年来佛山市财力稳步提升，财政自给能力较好。近年来佛山市一般公共预算收入持续增长，其中2022年扣除留抵退税因素后，一般公共预算收入增长2.32%。近年佛山市财政自给率逐年提升，2022年佛山市财政自给率为78.04%。近年佛山市政府性基金收入规模较大，但受房地产行业低迷导致土地市场成交惨淡影响，2022年佛山市政府性基金收入可能有所下降。区域债务方面，近年来佛山市地方政府债务余额持续增长，2021年佛山市地方政府债务限额为2,155.48亿元，截至2021年末，全市地方政府债务余额为1,856.58亿元。

表4 佛山市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	796.94	808.26	753.56
税收收入占比	-	-	-
财政自给率	78.04%	77.58%	75.13%
政府性基金收入	-	1,159.90	1,125.38
地方政府债务余额	-	1,856.58	1,526.77

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；“-”表示数据未披露。

资料来源：佛山市2020-2021年政府决算公开、2022年佛山市本级政府预算公开、佛山市财政局，中证鹏元整理

2022年以来中央层面延续“房住不炒”的调控总基调，房地产调控政策优化节奏及调整力度加大，叠加房企暴雷影响消费者购房意愿等，地产行业景气持续低迷，2022年佛山市房地产市场投资明显回落

2022年以来中央层面延续了“房住不炒”的总基调，先后出台“三道红线”、银行业金融机构房地产贷款集中管理制度等调控政策，房企融资管控趋严，楼市资金供给端收紧，多家民营房地产上市公司

发生债券违约等；而在销售端，2021年以来商品房销售增速逐月回落，叠加房企信用风险事件频发导致地产项目烂尾等事件影响，购房者信心及购房意愿下降，综合影响下，2022年全国地产行业景气持续低迷。

2022年佛山市房地产市场投资明显回落。从项目开发情况看，受房地产行业景气相对低迷影响，2022年佛山市商品房施工面积下降12.3%，其中本年新开工面积下降38.9%，房地产开发进度有所放缓。土地成交方面，根据中指数据，2022年佛山市土地出让金收入312亿元，同比下降64%。

表5 佛山市房地产主要经济指标及同比变化情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
竣工面积	635.99	46.9%	432.81	9.1	-	-
施工面积	8,280.32	-12.3%	9,438.91	-3.2	-	-
房地产开发投资	1,956.52	-16.5%	2,342.88	2.3%	2,290.10	6.67%

资料来源：佛山市统计局，中证鹏元整理

我国铝型材需求以建筑铝型材为主，受房地产行业景气度影响较大；近年上游铝原料价格大幅上涨，铝加工企业面临较大成本管控压力

铝型材是通过对铝合金铸锭进行加热、挤压等工序，生产得到的具有不同截面与表面的铝合金型材；目前我国铝型材主要用于房地产及建筑装饰领域的门窗、幕墙及建筑结构材料等用途，建筑铝型材占全部铝型材产量的70%左右，因此房地产行业景气度对铝型材的需求影响较大；工业铝型材则主要用于光伏、家用电器、轨道交通等领域；而随着节能环保及铝加工技术的升级，铝型材在汽车轻量化、新能源汽车、机械设备等领域的应用也不断深入。

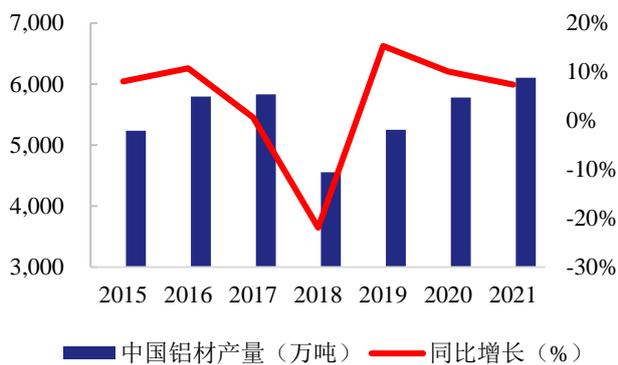
近年铝型材的产销量有所波动。2018年我国推动铝工业行业供给侧结构性改革，严控电解铝新增产能，推进电解铝产能置换，铝材产量增速同比大幅下降；但随着光伏产业的复苏及铝型材在汽车轻量化、电子电力、及高端装备制造领域应用的逐步深入，市场对铝型材的需求逐步扩大，2019年以来铝材产量恢复增长。根据中国有色金属加工工业协会的数据，2021年中国铝挤压材产量为2,202万吨，其中，铝型材产量为2,059万吨，同比增长2.8%；在铝型材中，工业铝型材产量为679万吨，同比上一年增长10.9%；建筑铝型材产量为1,380万吨，同比减少0.7%。2022年1-11月中国铝材累计产量达到5656.2万吨，累计下降1.1%。

铝型材加工制造业位于铝加工产业链下游，进入壁垒较低。国内在产的铝型材企业众多，但大中型企业数量少，行业集中度低，国内最大的铝型材生产企业中国忠旺2019年市场占有率不足2%，行业内多数中小企业只能面向市场处于相对饱和的低端市场，普遍盈利能力不强，抗风险能力较差；整体上国内铝型材行业产业结构不合理、低端产品产能过剩、而高端产品生产能力不足等问题较为突出。未来随着行业的发展，行业内规模小、设备落后、产品质量低劣的企业将逐步被淘汰，市场份额将逐步向以上

市公司为主的大型企业聚集。

铝型材加工行业一般采用“铝锭价格+加工费”的定价模式，盈利来源于主要收取加工费。加工费主要由产品工艺、产品规格、技术质量要求等决定，铝锭价格波动对加工费影响较小；但值得注意的是，在铝锭价格剧烈波动期，若企业无法在接到销售订单后的较短时间内采购原料，将面临一定的铝锭价格波动风险。

图3 近年国内铝材产量有所波动



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

图4 2020年以来铝原料价格持续上涨



资料来源：wind，中证鹏元整理

原材料供应方面，由于铝锭占铝制品生产成本的70%以上，其价格波动对企业的生产成本和占用资金数额具有较大的影响。另外，由于低弹性供给和高弹性需求导致供求不平衡以及大宗商品属性，铝原料价存在较强的周期性和波动性；以南储网公布的铝锭价格为例，2020年以来，受疫情反复及部分地区限产导致供给趋紧、而疫后需求恢复以及通胀等多重因素叠加影响，使得铝锭价格持续上涨，而2022年第二季度以来随着国内需求企稳、俄铝等供给增加影响，国内铝锭供需矛盾有所缓解，2022年全年铝锭价格呈现大幅波动态势。

五、经营与竞争

公司是佛山市重要的城市建设平台，主要以城市更新方式承担佛山市国资体系内的土地开发建设任务，并从事住房租赁、生态工程、有色金属及金属制品贸易等多样化业务，近年各项主营业务整体增长较快，但盈利能力偏弱

公司作为佛山市重要的城市建设平台，主要从事三旧改造项目建设、住房租赁、有色金属及金属制品贸易等业务，2019-2021年公司收入呈持续增长态势，从收入结构看，近三年有色金属及金属制品贸易收入占比均大于70%，此外三旧改造业务形成的房屋销售规模亦较大，物业管理及安保等业务收入规模偏小；毛利润主要来自有色金属及金属制品贸易、房屋销售业务。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2022年1-9月			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入	148.40	99.55	6.41	139.39	99.47	10.28
其中：有色金属及金属制品贸易	118.61	79.93	3.55	118.17	84.33	4.43
房屋销售	17.29	11.6	16.39	15.75	11.24	48.35
生态工程	3.59	2.41	13.98	-	-	-
建筑工程	3.29	2.21	5.80	1.15	0.82	15.63
销售预制装配单位	2.00	1.34	14.74	1.76	1.26	10.24
租赁及仓储	1.78	1.19	64.77	0.52	0.37	82.39
物业管理及安保	1.03	0.69	22.87	1.30	0.93	26.63
设计服务	0.28	0.19	29.60	0.72	0.52	47.14
其他业务收入	0.67	0.45	72.19	0.75	0.53	2.52
营业收入合计	149.07	100	6.71	140.13	100	10.24
项目	2020年			2019年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入	108.05	99.61	11.29	81.95	99.87	18.56
其中：有色金属及金属制品贸易	86.59	79.83	4.36	58.24	70.97	11.45
房屋销售	18.34	16.91	40.74	21.40	26.07	36.14
生态工程	-	-	-	-	-	-
建筑工程	0.12	0.11	-68.83	0.15	0.18	20.3
销售预制装配单位	0.48	0.45	7.29	0.10	0.12	-25.38
租赁及仓储	0.47	0.43	80.55	0.44	0.54	83.36
物业管理及安保	1.18	1.09	34.28	1.07	1.3	37.96
设计服务	0.53	0.49	16.82	0.56	0.69	6.29
其他业务收入	0.42	0.39	35.05	0.11	0.13	78.44
营业收入合计	108.47	100	11.38	82.07	100	18.65

资料来源：公司提供

（一）房屋销售业务

公司以城市更新方式承担佛山市国资体系内的土地开发建设任务，该业务通过出售商品房实现项目收益，目前项目储备充足，但受地产景气低迷影响部分项目销售进度缓慢，存在一定的去化压力，并给公司带来了一定的资金压力

公司房屋销售收入来自公司城市更新业务开发的商品房、公寓等地产项目销售。公司在成立之初主要依托佛山市国资系统内较为丰富的土地储备，以城市更新方式承担佛山市国资体系存量土地的开发建设任务，项目来源主要以政府无偿划拨为主；随着项目建设经验的积累，公司开始通过招拍挂、收并购项目公司股权等方式获取部分城市更新项目。公司城市更新业务主要由下属子公司佛山建发城市发展有

限公司（以下简称“建发城发”）、佛山建发产业园区开发有限公司负责经营，业务形式包括三旧改造、土地整理和产业园开发等，目前主要以三旧改造为主。

公司三旧改造业务模式为利用所拥有或划拨的土地资产，向佛山市政府申请三旧改造、协议出让，改变土地的性质与功能，补缴土地出让金进行项目开发建设。近年公司开发的三旧改造项目除恒俪湾广场位于湛江市外，其余均位于佛山市内。项目开发方面，近年公司竣工面积小幅增长，而由于三旧改造项目开发节奏须与当地政府规划相匹配，前期审批流程较长，因此近年新开工面积波动较大。2019-2021年公司房屋销售收入呈逐年下降趋势，主要系规模较大的彩管项目和花曼丽舍项目商品房销售接近尾声，剩余未销售面积主要为去化周期较长的公寓、商铺等，且其他在建项目暂未形成较大收入所致。

公司部分在售三旧改造项目位于佛山市非核心区域或剩余较多公寓、商业办公等市场需求偏弱的非住宅面积，考虑到房地产市场景气持续低迷，未来相关项目可能面临一定的去化压力。截至2022年9月末，公司在售三旧改造项目已获预售证的面积合计111万平方米，销售进度为89.69%；其中已完工的花曼丽舍剩余单价较高的部分车位、少量商铺未实现销售；开盘时间较早的彩管项目剩余可售面积主要为公寓、商铺和车位等，受市场景气影响，目前尚未实现销售。截至2022年9月末，公司2020年以来预售/开盘的花曼沁园等3个项目已取得预售证的面积合计18.20万平方米，销售进度为62.97%，去化速度一般。

表7 截至 2022 年 9 月末公司主要在售三旧改造项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	预售/开盘时间	总建筑 面积	累计可售 面积	已取得预 售证面积	剩余可 售面积	累计合同 销售面积	累计合同 销售金额
彩管项目	2016/3/23	117.00	105.14	78.53	26.61	74.74	110.33
誉湖	2020/11/21	12.37	10.69	8.87	3.23	5.64	9.71
建投榕华锦苑	2022/3/30	15.12	11.78	2.52	11.02	0.76	1.05
花曼丽舍*	2018/6/9	15.50	13.16	13.16	0.50	12.66	17.76
花曼沁园	2020/4/17	9.26	7.92	7.92	2.16	5.76	9.35
合计	-	169.25	148.69	111.00	43.52	99.56	148.20

注：“*”为已完工项目，其余均为在建项目；累计合同销售金额合计数差异由四舍五入导致。

资料来源：公司提供

公司在建或拟建三旧改造项目规模较大，业务持续性较好，但面临一定的建设资金压力，此外若后续行业环境持续趋紧，在建及拟建项目能否实现预期收益存在不确定性。公司三旧改造项目开发周期通常需要3-4年，收益实现周期较长，且受去化速度放缓影响，2022年以来公司三旧改造业务开发投资额、竣工面积同比均有所下降。截至2022年9月末，公司主要在建及拟建三旧改造项目包括彩管项目、城发中心项目等8个，主要在建及拟建项目计划总投资262.83亿元，累计已投资146.55亿元，业务收入持续性较好，但随着建设进度推进，亦存在一定的建设资金压力。此外受地产行业景气持续低迷影响，项目去化速度有所下降影响。

表8 公司三旧改造业务发展情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	2022年1-9月	2021年	2020年	2019年
新开工面积	21.16	42.46	10.69	25.10
竣工面积	8.80	28.55	23.10	22.62
开发投资额	9.01	37.99	35.19	12.64
合同销售面积	6.51	10.21	11.72	19.94
合同销售金额	6.65	15.62	16.03	15.78
确认收入金额	17.29	15.75	18.34	21.40

资料来源：公司提供

表9 截至2022年9月末公司主要在建及拟建三旧改造项目情况（单位：亿元）

项目名称	权益比例	项目土地来源	项目类别	总投资	已投资金额	建设期间
彩管项目	51%	无偿划拨	住宅、商业	126.00	88.92	2015年-2024年
周记地块 ³	51%	合作开发	住宅、商业	48.75	18.14	2021年-2026年
水镇逢涌“文头岭”片区村级工业园	51%	招拍挂	住宅、厂房	20.00	-	-
建投榕华锦苑	77%	合作开发	住宅、商业、地下室	18.35	11.26	2021年-2024年
沙口水厂项目	100%	招拍挂	住宅、商业	18.00	4.81	2022年-2025年
誉湖	51%	招拍挂	住宅、商业	15.48	13.74	2020年-2022年
城发中心项目	100%	招拍挂	商业、办公	8.38	2.86	2021年-2024年
花曼沁园	70%	合作开发	住宅、商铺	7.87	6.82	2019年-2021年
合计	-	-	-	262.83	146.55	-

资料来源：公司提供

公司通过租售结合或参股模式建设产业园项目，其中参股的产业园项目完工交房后，将获得一定投资收益。截至2022年9月末，公司正在开发的产业园项目包括佛山国家高新区云东海生物港科创中心项目（以下简称“生物港项目”）、广佛里智慧慢城项目两个。其中生物港项目由公司与佛山当地国企合作开发，项目用地共108亩（兼容40%居住），盈利模式为开发建设住宅、公寓、办公楼等，建成后进行销售或出租，取得销售收入或租赁收入；广佛里智慧慢城项目由公司与碧桂园合作开发，截至目前公司已完成对该项目的投资、后续无需再投入资金。

表10 截至2022年9月末公司在建产业园项目情况（单位：亿元）

项目名称	权益比例	项目土地来源	总投资	已投资
佛山国家高新区云东海生物港科创中心	70%	招拍挂	12.28	5.02

³ 周记地块的土地性质为集体土地，项目主体为集体所有企业佛山建投恒裕房地产开发有限公司（以下简称“建投恒裕”）；根据当地政府安排，公司间接持股51%的佛山市建悦恒房地产开发有限公司（以下简称“建悦恒”）向建投恒裕支付13.62亿元的履约保证金以获得周记地块项目65%的收益权，且建悦恒与建投恒裕签订委托管理协议，参与周记地块项目的操盘开发。

广佛里智慧慢城项目	30%	招拍挂	96.88	50.63
-----------	-----	-----	-------	-------

资料来源：公司提供

（二）住房租赁业务

公司承担佛山市住房租赁改革试点任务，且目前在建住房租赁项目预计总投资规模较大，未来住房租赁收入持续性较好，但项目运营回收周期较长、资金沉淀重

佛山市是全国14个纳入首批租赁住房改革试点的城市之一，根据2016年10月佛山市政府《关于成立佛山市建鑫住房租赁有限公司事项》文件，公司设立佛山市建鑫住房租赁有限公司（简称“建鑫公司”）作为佛山市市级国有专业化住房租赁平台企业，建设及运营租赁住房业务。公司住房租赁业务以“公益化为主、市场化运营”的方式，通过自筹资金购置、新建、改建、长期租赁库存商业物业及整合城中村租赁住房等方式，多渠道筹集较低成本房源作为人才公寓推出市场，且收取的租金一般不高于区域平均租金水平。会计处理方面，公司将在建住房租赁项目的开发成本计入“在建工程”，项目建成后转入“投资性房地产”，并采用公允价值模式进行后续计量。

表11 截至 2022 年 9 月末公司已投入运营的住房租赁项目情况（单位：套、平方米）

项目名称	取得方式	套数	可出租面积	投入运营时间
佛山富力广场	购置	108	5,214.98	2017 年
越秀岭南隽庭	购置	410	21,715.93	2018 年
大良建鑫乐家 都荟广场	购置	232	8,027.90	2020 年
农行三处物业-祖庙路	购置	整栋出租	14,506.50	2020 年
南约桂城广场项目	租赁	275	9,951.01	2021 年
乐从葛岸村项目	自建	1,856	113,426.11	2021 年
合计	-	-	172,842.43	-

资料来源：公司提供

公司住房租赁项目建设资金主要来源于自有资金及银行借款，当前项目租金收入较低，运营回收周期整体较长，对资金占用较大。截至2022年9月末，公司已有6个住房租赁项目投入运营，可出租面积合计17.28万平方米；近年公司已投入运营的住房租赁项目出租情况整体较好，其中农行三处物业-祖庙路为整体出租，乐从葛岸村项目向当地政府整体出租用作健康驿站⁴。

⁴ 根据建鑫公司与乐从葛岸村项目承租方佛山市国际健康驿站管理有限公司（以下简称“健康驿站公司”）签订的租赁合同，租赁期限为2年（2021年12月至2023年11月），租赁期总租金1.07亿元（暂定，后续根据政府审核商定金额多退少补），租金每半年支付一次。

表12 近年公司住房租赁项目运营情况（单位：万元）

项目	2022年1-9月		2021年		2020年		2019年	
	金额	出租率	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率
佛山富力广场	106.48	86.11%	155.51	91.67%	144.97	88.89%	138.4	81.48%
越秀岭南隽庭	516.13	91.46%	695.85	95.12%	654.43	88.05%	620.1	82.44%
大良建鑫乐家·都荟广场	153.53	98.28%	123.7	69.83%	16.07	70.00%	-	-
农行三处物业-祖庙路文昌	510.85	100.00%	672.51	100.00%	256.65	100%	-	-
南约桂城广场项目	243.93	99.64%	151.27	61.82%	-	-	-	-
乐从葛岸村项目	3,694.12	100.00%	410.46	100.00%	-	-	-	-
合计	5,225.04	-	2,209.3	-	1,072.12	-	758.5	-

资料来源：公司提供

公司在建住房租赁项目较多，存在一定的建设资金压力，但未来随着在建项目陆续完工并投入运营，住房租赁业务收入规模预计将有所增长，住房租赁业务持续较好。截至2022年9月末，公司共有3个在建住房租赁项目，其中乐从葛岸村项目系公司通过租赁村集体土地直接建设为租赁住房，项目分两期开发，目前该项目一期工程已经投入使用。截至2022年9月末，公司在建住房租赁项目计划总投资金额17.61亿元，累计已投资9.76亿元。

表13 截至2022年9月末公司在建住房租赁项目情况（单位：套、万平方米，亿元）

项目名称	取得方式	套数	可出租面积	计划总投资	累计已投资
乐从葛岸村项目	租赁集体土地新建住房	3,980*	25.28	11.94	4.70
大良雅居乐物业收购项目	收购存量酒店物业改建	396	3.06	2.49	2.33
佛山农行三处物业改造项目	收购存量商办物业改建	643	3.90	3.18	2.73
合计	-	5,019	32.24	17.61	9.76

注：“*”表示该数量包含项目已经建成并已出租的数量。

资料来源：公司提供

（三）有色金属及金属制品贸易业务

公司有色金属及金属制品贸易业务规模较大且近年增长较快，但受原材料价格波动影响，金属制品贸易毛利率呈下降趋势；此外金属制品贸易业务供应商集中度较高、货款回收期较长，对营运资金形成较大占用

公司有色金属及金属制品贸易业务包括铝制品贸易业务和电解铜等有色金属材料贸易业务，其中铝制品贸易业务由公司持股51%的孙公司肇庆新亚铝铝业有限公司（以下简称“新亚铝”）负责经营，业务模式为：新亚铝通过公司子公司佛山建发绿色建材有限公司（以下简称“建发绿材”）统一采购铝棒、铝锭等原材料，委托肇庆亚洲铝厂有限公司（简称“肇庆亚铝”）及肇庆高新区森原铝业有限公司（以下简称“森原公司”）加工生产并支付加工费，加工成铝制品后由新亚铝进行销售。

公司向铝制品贸易客户提供较长的信用账期，对营运资金形成了较大占用；此外铝制品贸易经销客

户数量较多、销售占比较高，且部分客户以商业承兑汇票回款，截至目前存在一定规模的商业承兑汇票逾期，存在一定的客户信用风险。公司铝制品的销售价格以铝原料价格及加工费确定，其中铝原料价格按照南储商务网约定日期的价格为基准并加上一定的上贴水确定，加工费则根据不同铝制品种类、加工难度进行调整；铝制品销售模式包括买断式经销及直销，其中经销占比65%左右，目前公司在全国授权了300多家经销商。公司向铝制品直销及经销客户均提供一定的信用账期，账期一般为对账后30-60天。

公司铝制品贸易业务供应商集中度较高，若主要供应商发生不利变动，将对公司铝制品贸易业务造成影响。公司根据工厂产及订单情况确定铝锭、铝棒等铝原料采购量，并通常会预先采购约一天的铝原料作为委托加工厂的安全生产库存量；采购价格主要以南储商务网约定日期的价格为基准并加上一定升贴水确定，在结算方面建发绿材主要以货到付款的方式与铝原料供应商结算。由于销售订单约定的铝原料定价日期与实际采购日期存在一定差异，因此公司需要承担一定的铝原料价格波动风险，若铝原料采购价格剧烈波动，将对公司铝制品贸易业务的毛利率产生重大影响。近年公司铝制品贸易业务的前五大供应商情况见附录五。

近年公司铝制品贸易业务增长较快，但原料价格波动对毛利率有较大不利影响。目前，新亚铝通过“南亚”和“AAG 亚铝”等品牌销售铝制品，受益于销售网络的扩大，近年公司铝制品贸易业务增长较快；但2020年受疫情影响，委托加工商肇庆亚铝开工延后，铝制品销量有所减少；此外，2020年以来受加工费相对稳定、但铝原料采购价格大幅上涨影响，铝制品销售业务毛利率呈逐年下降态势。

表14 公司主要铝制品贸易产品产销情况（单位：吨、万元/吨）

项目	2022年1-9月	2021年	2020年	2019年
委托加工量	26.09	36.53	29.68	30.39
销量	25.76	36.61	29.58	30.56
产销率	98.72%	100%	99.66%	100.56%
销售均价	2.72	2.60	2.12	2.09

资料来源：公司提供

近年公司有色金属材料贸易业务客户集中度较高（前五大客户情况详见附录六），若主要客户需求发生变动，将对公司有色金属材料贸易业务产生不利影响。建发绿材除代新亚铝采购铝锭、铝棒外，还开展电解铜等有色金属材料贸易业务，在结算方面，除少数特殊产品外，公司对有色金属材料贸易的客户及供应商均采用货到付款方式结算。

（四）生态工程业务

公司通过收购主营生态工程业务的文科园林获得上市平台，但目前文科园林存在一定经营困境，公司通过借款、提供对外担保等方式提供流动性支持，若未来文科园林经营状况未能好转，公司将面临较大的投资损失、或有负债风险及商誉减值风险

为规划打造公司资产上市平台，2022年4月公司通过协议收购方式，以6.34亿元对价收购深圳文科园林股份有限公司（以下简称“文科园林”，证券代码：002775.SZ）23.00%的股份，合计拥有文科园林26.80%的表决权，公司对文科园林实现控制。同时公司拟出资2.92亿元认购文科园林定向增发的1.00亿股股份。2022年5月21日文科园林召开2021年年度股东大会并对董事会提前换届，换届后董事会成员共10名，其中4名非独立董事、2名独立董事，均由公司提名，公司对文科园林董事会、监事会形成实质控制。

公司收购的文科园林目前面临一定经营困境，2022年净利润预计继续亏损。文科园林主营地产园林、市政园林等生态工程业务，其客户集中度高，2019-2020年对第一大客户恒大集团的销售占比均超过50%，2021年以来受恒大集团经营异常影响，应收账款、存货产生大幅度减值，经营净现金流明显恶化，2021年净利润为-16.70亿元。受疫情及房地产调控影响，2022年文科园林净利润预计继续亏损2.5-3.7亿元。

为缓解文科园林的经营困境，公司已向文科园林提供一定流动性及业务支持，若文科园林经营状况未能好转，公司对文科园林提供的借款、对外担保将存在较大的坏账及或有负债风险，且商誉亦存在减值风险。公司为文科园林向金融机构申请授信等提供不超过20亿元的连带责任担保，以及不超过2.92亿元的一年期借款；此外公司将结合自身在佛山国资体系中的业务定位，为文科园林在市政园林等领域的业务发展提供一定支持。截至2022年9月末，公司已向文科园林提供2.9亿元借款，向文科园林提供的总额8.9亿元借款担保已提款7.5亿元。中证鹏元注意到，截至2022年9月末文科园林的净资产为5.44亿元，公司因收购文科园林形成4.96亿元商誉。文科园林生态工程业务以地产园林类项目为主，当前较多民营房地产企业存在经营困境，且文科园林账面尚有较大规模的应收账款、存货合同履行成本等，该类资产存在进一步减值风险；此外在地产行业持续低迷背景下，公司可能需要向文科园林持续提供流动性以帮助其度过经营困境。

作为佛山市重要的城市建设平台，近年公司获得佛山市政府在资产注入、财政补贴及业务运营等多方面的有力支持

公司作为佛山市城市建设平台，近年大力开展城市更新、住房租赁等业务，建设资金需求较大，公司股东及当地政府通过债转股、增资等方式向公司提供了一定支持。2016年12月，根据佛山市人民政府印发的《佛山市属国有企业改革重组方案》（佛府函[2016]223号）文件，佛山市国资委及佛山工贸集团等3家企业将其持有公司共计25.65亿元债权转为股权，其中5.11亿元计入股本，其余20.54亿元计入资本公积。2017年，佛山市国资委向建鑫公司划拨资本金2.40亿元并计入资本公积，及佛山市交通仓储实业有限公司等3家子公司企业改制评估增值调增资本公积11.11亿元等。2019-2021年，佛山市国资委及其控制的佛山控股集团、佛山市财政局等向公司注入资金合计7.15亿元，注资计入实收资本或资本公积，公司资本实力得到有效提升。

此外，2019-2021年公司分别获得计入其他收益的政府补贴9,253.75万元、669.32万元及715.06万元，对公司的利润水平形成了一定的补充。

表15 近年公司获得股东支持情况（单位：亿元）

时间	股东支持事项	资产类型	注资金额	会计处理
2017年	佛山市国资委及其控制的佛山工贸集团等3家企业	债转股	25.65	5.11亿元计入实收资本，20.54亿元计入资本公积
	佛山市国资委向公司划拨佛山市联运有限公司等3家企业	企业股权	1.15	全部计入资本公积
	佛山市国资委向建鑫公司划拨资本金	货币资金	2.40	全部计入资本公积
2019年	子公司改制评估增值等事项	-	11.11	全部计入资本公积
	佛山市国资委向公司注资	货币资金	1.00	全部计入实收资本
2020年	佛山市国资委向公司注资	货币资金	0.15	483.30万元计入实收资本，其余计入资本公积
	佛山控股集团向公司注资	货币资金	3.77	1.22亿元计入实收资本，其余计入资本公积
	佛山市国资委向公司注资	货币资金	1.01	全部计入资本公积
2021年	佛山市国资委通过佛山市财政局向公司注资	货币资金	0.05	全部计入资本公积
	佛山市国资委通过佛山市财政局向公司注资	货币资金	1.17	全部计入资本公积
	子公司改制评估增值等事项	-	1.09	全部计入资本公积
合计		-	48.55	-

注：以上股东支持事项具体时间以公司做出会计处理的时间为准。

资料来源：公司2016-2018年连审审计报告、2019-2021年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

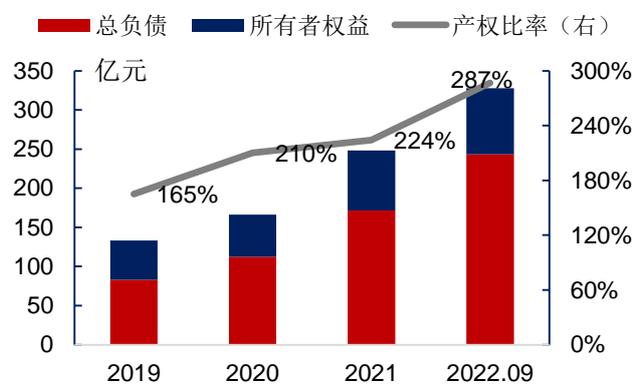
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2021年审计报告及2022年1-9月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。除2021年新设成立一级子公司佛山市城市建设工程有限公司、2022年上半年通过收购控制文科园林外，2019年至2022年9月末公司纳入合并范围的一级子公司未发生其他变动，截至2022年9月末，公司纳入合并范围的一级子公司共6家（如附录四所示）。

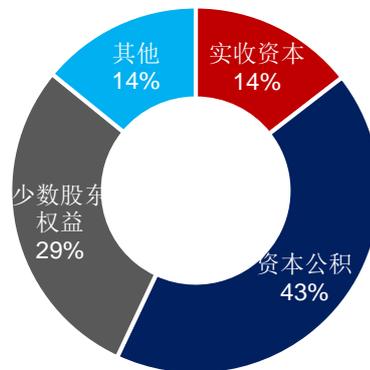
资本实力与资产质量

公司平台地位较突出，近年资本实力有所增强，但增量更多来自债务融资和政府划转资产，存量资产以三旧改造项目开发成本、应收款项等为主，三旧改造项目存在较大去化压力，应收款项回款时间不确定且存在一定坏账风险，资产流动性及收益性较弱，整体资产质量一般

公司作为佛山市重要的城市建设平台，近年得到佛山市政府在注入资金等方面的支持，此外公司2022年成功发行“22佛建Y1”永续债，2022年9月末所有者权益增长至84.76亿元；而同期受三旧改造等业务所需建设资金较多、公司债务融资规模亦增长较快。综合影响下2022年9月末公司产权比率进一步抬升至286.87%，所有者权益对负债的保障程度低。从权益结构看，所有者权益主要为股东出资款、永续债、政府划入的子公司股权及子公司评估增值等，另外值得注意的是，2017年公司因承接彩管公司历史债务并进行债转股，使得彩管公司划入公司时形成大额负未分配利润约15亿元；在近年经营积累等综合影响下，截至2022年9月末公司未分配利润为-9.97亿元。

图 5 公司资本结构（单位：亿元）


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图 6 2022 年 9 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产规模快速增长，资产主要以三旧改造项目开发成本、应收款项及货币资金为主。随着公司业务规模扩张较快，营运资金需求较大，货币资金规模逐年增长，2022 年 9 月末受限货币资金占比较大，且货币资金规模无法覆盖短期债务。而随着公司三旧改造业务扩张，存货规模逐年增长，2022 年 9 月末存货中主要包括在建的彩管项目子项目璀璨天城、誉湖、建投榕华锦苑等未完工城市更新项目开发成本 42.94 亿元，彩管项目、恒俪湾等完工待售地产项目余额 17.85 亿元，完工代售项目以公寓等商业地产为主，去化压力较大。公司应收款项主要为应收账款中应收有色金属及金属制品贸易业务客户的货款，以及其他应收款中应收三旧改造项目合作方的资金拆借款及履约保证金，截至 2022 年 9 月末账龄 1 年以上的应收账款余额占比达 35.04%，应收账款中的应收对象以民营企业为主，回款风险较大，而应收三旧改造项目合作方款项的具体回款时间依赖于项目实际的销售回款情况，对公司的营运资金占用较大。此外，截至 2022 年 6 月末，公司有 5.26 亿元按单项计提坏账准备的其他应收款项，系彩管公司划入前对佛山市创图发展物业管理有限公司等当地国企的历史债权，因预计无法收回，公司已全额计提坏账准备。

其他资产方面，投资房地产主要系用于出租的房屋建筑物，其中账面价值 4.96 亿元的投资性房地产因资产划拨时办证资料不完整，截至 2022 年 9 月末尚未办妥房产证。截至 2022 年 9 月末，无形资产主要为公司持有的 12 宗土地，土地用途以工业、仓储用地为主。

受限资产方面，2022 年 9 月末公司受限资产合计 35.92 亿元，占期末净资产的比重为 22.89%，其中有 9.52 亿元货币资金因用作票据保证金、质押存款、诉讼冻结资金而使用受限，其中 1.35 亿元诉讼冻结资金均系三旧改造项目总承包方与分包方产生合同纠纷、公司作为发包方被要求承担连带责任而冻结的工程款资金。此外，存货项下 10.26 亿元三旧改造项目土地及在建工程已用于借款抵押，其他非流动资产中文科园林项下的 6.05 亿元应收政府部门相关工程款项已经质押。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年9月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	46.05	14.04%	36.56	14.73%	22.93	13.80%	15.97	11.99%
应收票据	4.47	1.36%	1.11	0.45%	4.85	2.92%	0.76	0.57%
应收账款	42.91	13.08%	35.11	14.15%	22.62	13.62%	16.74	12.57%
其他应收款（合计）	25.08	7.65%	21.20	8.55%	11.30	6.80%	12.59	9.45%
存货	92.17	28.11%	87.82	35.39%	64.36	38.74%	50.36	37.82%
流动资产合计	244.34	74.51%	201.32	81.14%	129.34	77.86%	100.63	75.56%
投资性房地产	14.52	4.43%	14.52	5.85%	14.11	8.49%	13.01	9.77%
无形资产	11.79	3.59%	11.15	4.50%	10.49	6.32%	10.87	8.16%
其他非流动资产	17.03	5.19%	5.21	2.10%	0.22	0.13%	0.42	0.32%
非流动资产合计	83.58	25.49%	46.81	18.86%	36.78	22.14%	32.54	24.44%
资产总计	327.91	100.00%	248.13	100.00%	166.12	100.00%	133.18	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司营业收入保持较快增长，三旧改造、有色金属及金属制品贸易业务为主要毛利润来源，未来业务持续性较好、但毛利率较低

作为佛山市重要的城市建设主体，公司主要以城市更新方式承担佛山市国资体系内的土地开发建设任务，并从事住房租赁、有色金属及金属制品贸易等业务，收入来源较多元化，毛利润仍主要来自房屋销售、有色金属及金属制品贸易业务。2019-2021 年公司营业收入保持较快增长，而受毛利率相对较低的有色金属及金属制品贸易业务收入占比逐年提升，销售毛利率有所下降。截至 2022 年 9 月末，公司尚有较大规模的在建及拟建三旧改造项目，业务持续性较好，但值得注意的是存货中完工代售的地产项目规模较大，需关注去化压力。

公司通过与绿地集团、碧桂园等房企合作，参股部分房地产开发项目，获得了一定的投资收益。近

年公司投资收益主要来自于与绿地集团合作开发的香树花城项目，投资收益对公司利润水平形成了一定补充；截至2022年9月末，公司参股30%的广佛里智慧慢城项目已经开售，待项目完工交房后预计能为公司带来一定投资收益，而香树花城项目相关的投资收益尚未回款。同时值得注意的是，投资收益受相关项目的开发节奏、销售情况等因素影响而有所波动。近年公司应收款项规模较大，且存在一定规模因逾期而转入应收账款的应收商业承兑汇票，应收款项形成的信用减值损失一定程度侵蚀了公司的利润水平。

近年公司获得一定的政府补贴，对公司的利润水平形成了一定的补充。2019-2021年公司分别获得计入其他收益的政府补贴9,253.75万元、669.32万元及715.06万元。

表17 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年1-9月	2021年	2020年	2019年
营业收入	149.07	140.13	108.47	82.07
营业利润	3.00	5.18	4.50	7.59
其他收益	0.06	0.07	0.07	0.93
投资收益	-0.08	0.02	0.28	0.43
信用减值损失（损失以“-”表示）	-0.50	-1.04	-	-
利润总额	2.92	5.10	4.62	7.72
销售毛利率	6.71%	10.24%	11.38%	18.65%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司负债水平高，债务规模增长快，现金对短期债务覆盖不足，存在较大偿债压力

公司负债以刚性债务为主。近年三旧改造、产业园等业务建设资金需求较大，此外因新并表文科园林，公司对外融资规模快速扩张，其中2022年度新增借款86.66亿元、累计新增借款超过上年末净资产的50%。2022年9月末公司长短期债务比约为5:5，短期债务占比高，期限结构亟待改善。公司债务类型主要包括银行融资、债券融资和非标融资，2022年9月末三者占比分别约为56%、27%和17%，其中银行借款以抵押保证借款、保证担保借款及信用借款为主，授信方包括政策性银行、国有五大行、股份制银行和广东当地银行等，期末超过60%的银行借款期限在1年以内，借款利率区间为3.00%-8.00%。公司本部债券融资均为无担保发行，2022年9月末存续债券票面利率区间为1.95%-3.77%，此外子公司文科园林存续可转债余额8.82亿元，当前文科园林股价低于转股价，若文科园林未来股价持续低迷，将面临一定的可转债偿付压力。公司非标融资主要为融资租赁款、公司控股的三旧改造项目向合作方拆借的有息资金等。

其余主要负债中，截至2022年9月末，主要包括因日常经营而形成的应付票据和应付账款合计63.34亿元，三旧改造项目预售商品房形成的合同负债5.22亿元等。

表18 截至 2022 年 9 月末公司债务品种结构及到期分布情况（单位：亿元）

指标名称	融资成本区间	融资余额	1 年内到期	1-2 年到期	2 年以后到期
银行借款	3.00%-8.00%	92.28	55.88	0	36.40
债券融资	1.95%-3.77%	44.95	20.88	0	24.07
非标融资	-	27.71	20.88	5.94	0.89
合计	-	164.94	97.64	5.94	61.36

注：上表中的债务未包含应付票据、租赁负债。

数据来源：公司提供

表19 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年 9 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	47.32	19.46%	30.32	17.67%	22.04	19.58%	11.38	13.73%
应付票据	31.04	12.77%	18.48	10.77%	2.80	2.49%	0.00	0.00%
应付账款	32.31	13.29%	15.10	8.80%	16.44	14.61%	15.66	18.89%
合同负债	5.22	2.14%	11.87	6.92%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
一年内到期的非流动负债	10.86	4.47%	6.69	3.90%	13.02	11.57%	10.94	13.20%
其他流动负债	15.99	6.58%	26.75	15.59%	9.79	8.70%	0.00	0.00%
流动负债合计	162.49	66.83%	122.86	71.59%	88.37	78.52%	61.65	74.36%
长期借款	36.40	14.97%	21.16	12.33%	14.58	12.96%	16.12	19.44%
应付债券	27.90	11.47%	18.15	10.57%	5.00	4.44%	0.00	0.00%
长期应付款（合计）	0.89	0.37%	0.01	0.01%	0.00	0.00%	0.50	0.60%
租赁负债	3.96	1.63%	3.80	2.21%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他非流动负债	5.94	2.44%	0.86	0.50%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	80.66	33.17%	48.75	28.41%	24.17	21.48%	21.26	25.64%
负债合计	243.15	100.00%	171.61	100.00%	112.54	100.00%	82.91	100.00%
总债务	199.95	82.23%	130.60	76.10%	65.73	58.41%	45.04	54.32%
其中：短期债务	104.07	-	71.49	-	46.15	-	28.42	-
长期债务	95.87	-	59.12	-	19.58	-	16.62	-

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产负债率高且增长较快，2022年9月末抬升至74.15%。此外，公司总债务增长快，短期债务占比大，现金类资产对短期债务的覆盖较弱。近年公司主营业务盈利能力变动不大、EBITDA逐年小幅增长，但在总债务增长推动利息支出增加，综合影响下EBITDA利息保障倍数逐年下降。

公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支。近年公司经营活动净现金流波动较大，无法覆盖高额项目建设支出及未来投资计划，且三旧改造、产业园建设以及有色金属及金属制品贸易等业务板块营运资金需求较大，仍需新增大量外部融资，预计中短期内公司债务规模将持续攀升。2022年9月末

公司及下属子公司获得银行授信额度共计315.43亿元，未使用额度为114.06亿元，备用流动性规模尚可，且考虑到公司的职能定位重要，预计未来其再融资渠道将保持畅通，但仍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20 公司偿债能力指标

指标名称	2022年9月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	74.15%	69.16%	67.75%	62.25%
剔除合同负债后的资产负债率	73.73%	67.61%	67.75%	62.25%
现金短期债务比	0.49	0.54	0.61	0.59
EBITDA 利息保障倍数	--	1.81	2.24	4.25

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，根据公司 2023 年 2 月 24 日出具的《佛山市建设发展集团有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》（以下简称“ESG 说明”），过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚、不存在因废水排放而受到政府部门处罚、亦未因废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会方面，根据 ESG 说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。根据 ESG 说明，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。但中证鹏元注意到，公司与政府部门及关联公司的应收款项较多，内部控制体系与治理结构有待优化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2023年1月5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；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年9月末，公司对外担保余额合计6.06亿元，占当期末净资产的7.15%；担保对象佛山市广佛里投资有限公司系公司与碧桂园合作开发的广佛里智慧慢城特色小镇项目的项目公司，公司持有该公司30%的股权。公司对外担保均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表21 截至 2022 年 9 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
佛山市广佛里投资有限公司	51,630.00	2025/5/28	否
佛山市广佛里投资有限公司	9,000.00	2025/1/7	否
合计	60,630.00	-	-

资料来源：公司提供

八、外部特殊支持分析

公司是佛山市政府下属重要企业，佛山市政府控制公司97.7%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，佛山市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与佛山市政府的联系非常紧密。截至2022年9月末，控股股东佛山市国资委控制公司97.7%股权，公司由佛山市政府接近全资拥有。近年公司主要承担佛山市住房租赁改革试点任务，并根据当地政府相关规划安排，以城市更新方式对佛山市国资体系内的存量土地进行开发，公司主要核心业务均源于当地政府。此外2017年以来佛山市政府通过向公司注资、划拨子公司股权等方式向公司提供了较大力度的支持。展望未来，公司作为佛山市重要的城市建设主体，公司与佛山市政府的联系将比较稳定。

（2）公司对佛山市政府非常重要。2019-2021年公司来自住房租赁业务收入规模逐年增长，该业务均是对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，此外公司来自三旧改造业务的房屋销售收入规模亦较大。此外，公司作为佛山市唯一的市级国有专业化住房租赁平台企业，公司在基础设施建设方面对政府的贡献很大。目前公司已通过发行债券融资，且有较大规模的银行借款等存量债务，公司债务违约可能对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司主营业务收入及现金流是本期债券还本付息资金的主要来源。近年公司经营情况良好，收入规模增长较快，2019-2021年公司实现营业收入分别为82.07亿元、108.47亿元及140.13亿元，利润总额分别为7.72亿元、4.62亿元及5.10亿元。但值得注意的是，近年公司销售毛利率呈下降趋势，盈利能力有所

减弱，此外公司2019-2021年经营现金流净额分别为1.43亿元、-5.99亿元及-0.31亿元，经营活动现金流的表现欠佳。

公司资产抵押融资或变现亦为本期债券还本付息提供了一定保障。截至2022年9月末，公司投资性房地产及无形资产中均包含一定规模已办妥权属登记且尚未抵押的土地、房屋等资产，此外公司持有的部分城市更新项目及住房租赁项目的资产区位较好，特殊情况下公司可通过将前述资产抵押融资或变现，为本期债券还本付息提供一定保障。但中证鹏元注意到，受当地土地市场及房地产景气度的影响，公司的土地资产及城市更新项目资产的价值可能面临一定波动，且较难集中变现。

十、结论

佛山市地处珠三角腹地，是我国重要的制造业基地，工业体系较为健全，经济发展水平在广东省内相对领先；在粤港澳大湾区国家发展战略下，佛山市将为湾区建设提供重要极点支撑，区域发展空间较好。公司是佛山市重要的城市建设平台，以城市更新方式承担佛山市国资体系内的土地开发建设任务，以及佛山市住房租赁改革试点任务，2019-2021年公司营业收入持续增长。虽然公司负债水平较高、面临较大的偿债压力以及一定的建设资金压力，但截至2022年9月末公司主要在建及拟建城市更新及住房租赁项目规模较大，业务持续性较好。此外，当地政府在资产注入方面给予了公司较大力度的外部支持。整体看，公司具有较强的抗风险能力。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

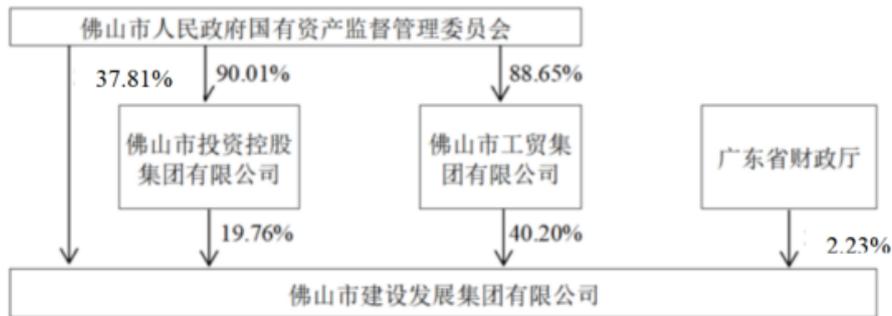
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年9月	2021年	2020年	2019年
货币资金	46.05	36.56	22.93	15.97
应收票据	4.47	1.11	4.85	0.76
应收账款	42.91	35.11	22.62	16.74
其他应收款（合计）	25.08	21.20	11.30	12.59
存货	92.17	87.82	64.36	50.36
流动资产合计	244.34	201.32	129.34	100.63
投资性房地产	14.52	14.52	14.11	13.01
固定资产	7.44	3.61	1.80	1.56
无形资产	11.79	11.15	10.49	10.87
其他非流动资产	17.03	5.21	0.22	0.42
非流动资产合计	83.58	46.81	36.78	32.54
资产总计	327.91	248.13	166.12	133.18
短期借款	47.32	30.32	22.04	11.38
应付票据	31.04	18.48	2.80	0.00
应付账款	32.31	15.10	16.44	15.66
一年内到期的非流动负债	10.86	6.69	13.02	10.94
其他流动负债	15.99	26.75	9.79	0.00
流动负债合计	162.49	122.86	88.37	61.65
长期借款	36.40	21.16	14.58	16.12
应付债券	27.90	18.15	5.00	0.00
长期应付款（合计）	0.89	0.01	0.00	0.50
其他非流动负债	5.94	0.86	0.00	0.00
非流动负债合计	80.66	48.75	24.17	21.26
负债合计	243.15	171.61	112.54	82.91
租赁负债	3.96	3.80	0.00	0.00
总债务	199.95	130.60	65.73	45.04
所有者权益	84.76	76.52	53.58	50.27
营业收入	149.07	140.13	108.47	82.07
营业利润	3.00	5.18	4.50	7.59
其他收益	0.06	0.07	0.07	0.93
利润总额	2.92	5.10	4.62	7.72
经营活动产生的现金流量净额	-7.67	-0.31	-5.99	1.43
投资活动产生的现金流量净额	-23.53	-14.94	-0.88	-11.55
财务指标	2022年9月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	6.71%	10.24%	11.38%	18.65%
资产负债率	74.15%	69.16%	67.75%	62.25%

现金短期债务比	0.49	0.54	0.61	0.59
EBITDA (亿元)	--	8.21	7.57	10.12
EBITDA 利息保障倍数	--	1.81	2.24	4.25

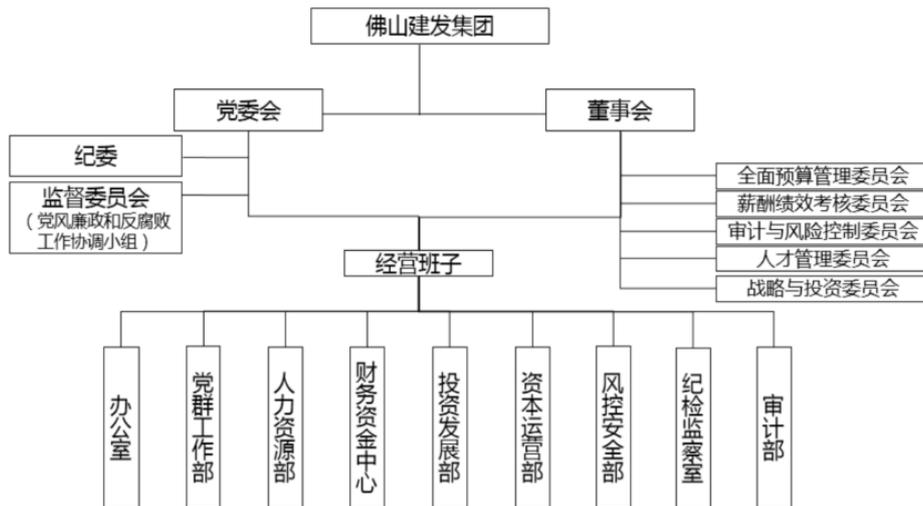
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 10 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 11 月 1 日）



资料来源：公司提供

附录四 2022年9月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
佛山建发产业园区开发有限公司	0.50	100.00%	房地产开发与物业租赁
佛山建发城市发展有限公司	0.50	100.00%	房地产开发与物业租赁
佛山建发智慧城市科技有限公司	3.00	100.00%	房地产投资与开发、物业租赁与管理
佛山建发绿色建材有限公司	0.50	100.00%	市政工程的建设与维护
佛山市城市建设工程有限公司	5.00	60.00%	房屋建筑及市政工程建设与施工
深圳文科园林股份有限公司	5.13	23.00%	风景园林规划设计、工程施工

资料来源：公司提供、公开资料，中证鹏元整理

附录五 公司铝型材贸易业务前五大供应商及客户情况（单位：亿元）

年度	供应商	采购项目	采购金额	占总采购金额比例
2019年	肇庆亚洲铝厂有限公司	委托加工	14.01	99.51%
	上海卓盈金属材料有限公司	铝锭铝棒	0.05	0.36%
	佛山市南海卓文贸易有限公司	铝锭铝棒	0.02	0.14%
	合计	-	14.08	100.00%
2020年	肇庆亚洲铝厂有限公司	委托加工	16.73	98.21%
	上海卓盈金属材料有限公司	铝锭铝棒	0.29	1.68%
	佛山市南海卓文贸易有限公司	铝锭铝棒	0.02	0.11%
	合计	-	17.04	100.00%
2021年	肇庆高新区森原铝业有限公司	委托加工	17.08	81.29%
	肇庆亚洲铝厂有限公司	委托加工	3.93	18.71%
	合计	-	21.01	100.00%
年度	销售客户	销售产品	销售金额	占总销售金额比例
2019年	江苏爱康科技股份有限公司	铝型材	3.63	5.68%
	合肥润亚商贸有限公司	铝型材	2.87	4.49%
	济南肇亚建材有限公司	铝型材	2.44	3.82%
	浙江亚厦幕墙有限公司	铝型材	1.92	3.00%
	合肥润亚新能源科技有限公司	铝型材	1.62	2.54%
	前五大客户合计	-	12.48	19.53%
2020年	青岛万和装饰门窗工程有限公司	铝型材	3.64	5.78%
	合肥润亚商贸有限公司	铝型材	1.79	2.85%
	深圳市晟创实业有限公司	铝型材	2.09	3.33%
	广州江河幕墙系统工程有限公司	铝型材	1.90	3.03%
	合肥润亚新能源科技有限公司	铝型材	1.27	2.01%
	前五大客户合计	-	10.69	17.01%
2021年	济南肇亚建材有限公司	铝型材	5.45	5.72%
	深圳市晟创实业有限公司	铝型材	3.39	3.56%
	陕西亚铝商贸有限公司	铝型材	3.12	3.27%
	湖南铝鑫贸易有限公司	铝型材	3.09	3.24%
	合肥润亚商贸有限公司	铝型材	2.99	3.13%
前五大客户合计	-	18.03	18.93%	

注：以上金额及占比均按照含税金额计算。

资料来源：公司提供

附录六 公司有色金属材料贸易业务前五大供应商及客户情况（单位：亿元）

采购年份	供应商	采购项目	采购金额	占总采购金额比例
2019年	广东华亚实业集团有限公司	铝锭、铝棒	8.02	17.66%
	靖西市鲁桂铝业有限公司	铝棒	6.23	13.71%
	山东信发华源贸易有限公司	铝棒	5.40	11.88%
	上海卓盈金属材料有限公司	铝锭、铝棒	5.14	11.32%
	佛山市南海卓文贸易有限公司	铝锭、铝棒	3.20	7.04%
	前五大供应商合计		27.99	61.62%
2020年	上海卓盈金属材料有限公司	铝锭、铝棒	11.85	15.16%
	靖西市鲁桂铝业有限公司	铝锭、铝棒	10.21	13.06%
	佛山市华聚投资控股有限公司	电解铜	9.22	11.79%
	佛山市启来金属贸易有限公司	铝锭、铝棒	8.23	10.52%
	佛山市铜都金属科技有限公司	电解铜	5.29	6.76%
	前五大供应商合计		44.80	57.29%
2021年	佛山市泽宇同创金属材料有限公司	铝锭、铝棒	33.76	30.56%
	广亚铝业有限公司	铝锭	14.49	13.11%
	广西百金铝业有限公司	铝棒	9.42	8.53%
	佛山市泽宇同创金属材料有限公司广州分公司	铝锭、铝棒	8.61	7.79%
	佛山市启来金属贸易有限公司	铝锭、铝棒	6.43	5.82%
	前五大供应商合计	-	72.71	65.81%
销售年份	销售客户	销售产品	销售金额	占总销售金额比例
2019年	上海万易金属有限公司	铝棒	1.20	62.96%
	雪松大宗商品供应链集团有限公司	铝锭	0.19	10.03%
	广东川红实业有限公司	铝棒	0.18	9.71%
	广州联华实业有限公司	铝锭	0.11	6.04%
	上海正晟国际贸易有限公司	铝锭	0.10	5.37%
	前五大客户合计	-	1.79	94.12%
2020年	珠海华发商贸控股有限公司	电解铜	11.59	33.11%
	云南交投集团物资有限公司	电解铜	4.69	13.41%
	广州市建材发展集团有限公司	铝锭铝棒	4.33	12.36%
	云南云岭高速公路工程物资有限公司	铝锭铝棒	3.93	11.22%
	广州铜邦贸易有限公司	电解铜、锌	3.25	9.27%
	前五大客户合计	-	27.78	79.37%
2021年	佛山市海呈供应链管理有限公司	铝棒	9.47	24.74%
	广州机制砂实业有限公司	铝锭	6.39	16.69%
	清远市兴海铜业有限公司	电解铜、铜	2.77	7.23%
	广州市建材发展集团有限公司	铝锭	2.47	6.45%
	广东坚宝电缆有限公司	铜杆	1.87	4.89%

	前五大客户合计	-	22.97	59.99%
--	----------------	---	--------------	---------------

注：以上金额及占比均按照含税金额计算。

资料来源：公司提供

附录七 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

附录八 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。