



# 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人续期公司债券（第 二期）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（第二期）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	2023-6-14

## 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”），公司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 5 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

## 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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	401.71	376.84	248.13	166.12
所有者权益	97.20	91.90	76.52	53.58
总债务	262.90	237.17	131.46	65.73
资产负债率	75.80%	75.61%	69.16%	67.75%
现金短期债务比	0.48	0.41	0.51	0.59
营业收入	56.10	206.19	140.13	108.47
其他收益	0.04	0.08	0.07	0.07
利润总额	0.24	4.42	5.10	4.62
销售毛利率	6.03%	7.74%	10.24%	11.38%
EBITDA	--	9.12	8.21	7.57
EBITDA 利息保障倍数	--	1.51	1.81	2.24
经营活动现金流净额	-1.22	-41.46	-0.31	-5.99

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

**项目负责人：**邹火雄  
zouhx@cspengyuan.com

**项目组成员：**蒋申  
jiangsh@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%，政府综合财力亦较强。
- **公司平台重要性较高，业务较为多元且持续性较好。**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。公司三旧改造、产业园开发、住房租赁等项目储备充足，近年上述业务及建材贸易规模持续拓展，营业收入持续增长。
- **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年末累计增加实收资本7.32亿元，以及增加资本公积，一定幅度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。**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，债务规模快速攀升，截至2023年3月末资产负债率达75.80%，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5.75亿元商誉，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
佛山投控	佛山市产业投资平台，重点打造公用事业、产业金融、新兴产业等主营业务板块	618.83	193.93	323.47
佛山建发	聚焦佛山市产业园区建设运营、城市更新及建筑材料等主营业务，与各区国企开展合资合作，高质量共建佛山重大产业园区	376.84	91.90	206.19

注：佛山投控为佛山市投资控股集团有限公司的简称；以上各指标均为2022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				<b>aa</b>	
外部特殊支持				1	
主体信用等级				<b>AA+</b>	

## 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+/23 佛建 Y1	2023-3-3	蒋晗、刘惠琼	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	AA+/22 佛建 Y1	2022-6-9	蒋晗、刘惠琼	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 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2023年3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。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。

公司是佛山市2022年8月确立的八大市属企业集团之一，业务板块包括产业园区建设运营、城市更新、铝制品及有色金属等建筑材料贸易、以住房租赁及物业管理为主的智慧城市服务业务以及建筑施工等。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6.34亿元对价收购文科园林（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；2023年2月，公司出资2.92亿元认购文科园林定向增发的1.00亿股股份，对文科园林持股比例增至35.57%，拥有文科园林表决权比例增至38.75%。截至2023年3月末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共6家，明细见附录四。

## 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（第二期）；

**发行规模：**不超过5亿元（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，在约定的基础期限未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。公司将于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5亿元（含），扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期债务。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

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

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

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

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

### 城投行业政策环境

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

2020 年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，

城投融资政策进入周期收紧阶段。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

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

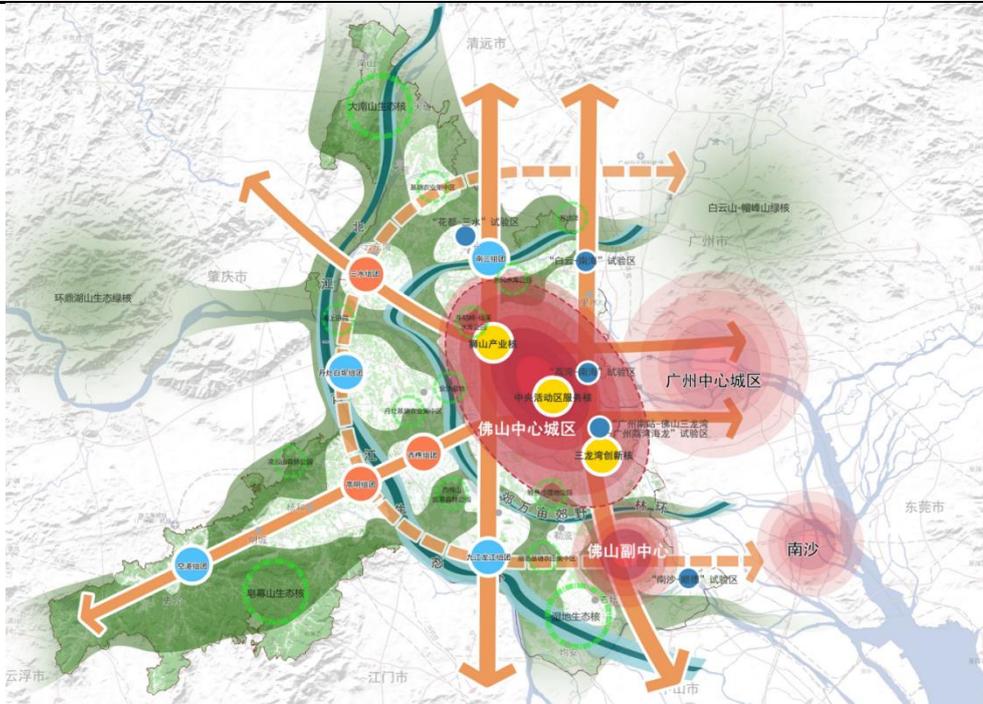
## 行业及区域经济环境

**佛山市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，是我国重要的制造业基地，工业体系较为健全，经济财政实力雄厚，在广东省内排名靠前；在粤港澳大湾区和广佛同城发展战略下，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、东接广州市、南邻中山市，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2022年末，佛山市常住人口为955.23万人，常住人口城镇化率达95.22%，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2022年末，佛山市现有4C级佛山沙堤机场，规划建设4F级珠三角枢纽（广州新）机场，将与广州白云机场共同形成国际航空枢纽；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1,075公里，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：**佛山市经济发展处于国内较高水平，民营经济活跃，对外经济发展势头较好，**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，于2019年成为全国第17个、广东省第3个经济总量超万亿元的城市，2022年全市人均GDP为全国人均GDP的1.55倍，经济发展处于国内较高水平。近年佛山市经济增速波动较大，2022年GDP增速低于全国水平，第二、三产业增速分别放缓至2.8%和1.0%，三次产业结构比为1.7:56.2:42.1，第二产业占比较2021年增长，主导地位有所增强。近年佛山市固定资产投资同比增速波动较大，其中2020年增速较小，在工业投资带动下2021年投资增速快速恢复，2022年受房地产投资增速拖累影响增速为负。佛山市民营经济发展活跃，2016-2020年期间全市市场主体数量年均增长14.27%，2022年佛山市共有8家企业入选中国民营企业500强，民间投资占固定资产投资规模的比重达72.1%。受益于良好的制造业基础，近年来佛山市对外经济保持良好发展态势，受出口增长强劲带动，2022年佛山市外贸进出口总额增速在珠三角九个地级市中排名第一。

**表1 2022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	32,387.68	3.3%	183,172	4,012.3	1,025.78
广州市	28,839.00	1.0%	153,312	1,854.7	1,629.2
<b>佛山市</b>	<b>12,698.39</b>	<b>2.1%</b>	<b>132,935</b>	<b>796.94</b>	<b>557.12</b>

湛江市	3,712.56	1.2%	52,803	146.89	76.75
汕头市	3,017.44	1.0%	54,561	127.96	52.5
肇庆市	2,705.05	1.1%	65,502	160.83	91.80
梅州市	1,318.21	0.5%	34,002	83.96	22.78
云浮市	1,162.43	2.1%	48,570	100.41	20.02

注：佛山市人均 GDP 按其 2022 年末常住人口计算，其他各市人均 GDP 按 2021 年末常住人口计算。  
 资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报、财政预决算报告和政府官网等，中证鹏元整理

**表2 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	6,637.8	7.7%	6,160.7	21.7%	5,060.3	4.8%
人均 GDP（元）		132,935		126,465		113,871
人均 GDP/全国人均 GDP		155.12%		156.18%		157.18%

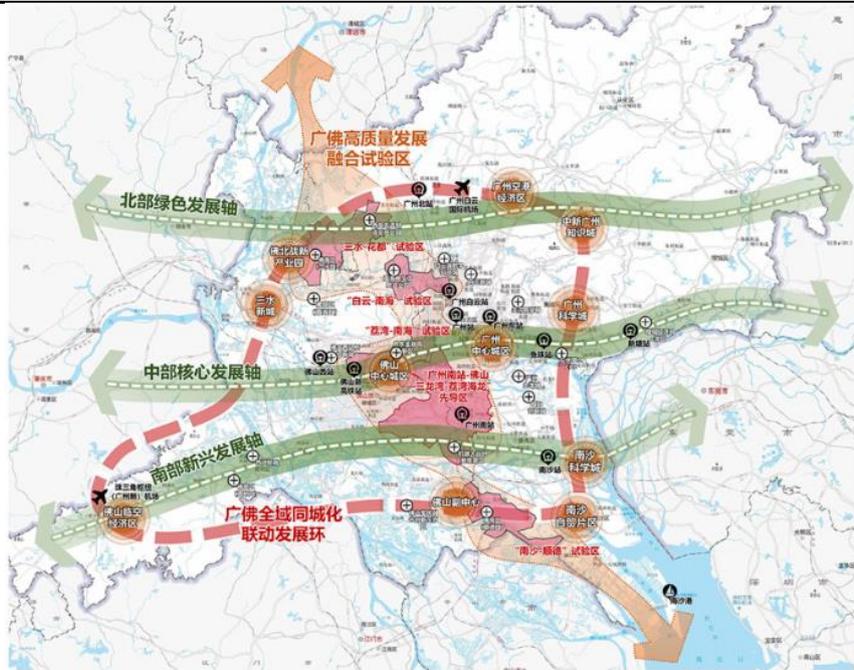
注：“-”表示未获取该数据，2021 年和 2022 年人均 GDP 系根据当年末常住人口数据计算，2020 年人均 GDP 系根据第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：佛山市 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：佛山制造业基础雄厚、门类齐全，已形成十大优势行业，制造业集群化、规模化特征明显，近年持续推动制造业数字化升级转型。**佛山市拥有国家级特色产业基地26个，各主要行业的本地产业配套率高达90%以上，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、佛莞泛家居集群成为国家先进制造业集群，工业规模居全国第5、全省第2，制造业集群化、规模化特征明显。佛山市制造业门类齐全，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，2022年上市公司数量新增9家至79家，有90家企业入选广东制造业500强，数量居全省第一。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年佛山市全年全部工业增加值增速为2.7%，其中先进制造业增加值增长3.1%，占规模以上工业增加值的比重为50.6%，比上年提高1.2个百分点，优势传统工业增加值增长0.4%，其中服装业、建筑材料业和金属制品业增加值有所下降。2022年，佛山市持续推进制造业数字化智能化转型，朗华工业供应链智慧科技园、海天绿色之路产业智造示范基地等40个重大项目开工建设，436个省、市重点项目完成年度投资计划的140%，项目投资增长11.8%。

**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”<sup>1</sup>建设、“双城”联动和构建“一核一带一区”<sup>2</sup>区域发展格局等机遇，发挥产业、区位、交通等优势，协同广州市为粤港澳大湾区建设提供极点支撑，同时加强与深圳市等其他城市合作，加速资本、技术等要素集聚。根据广州市人民政府办公厅、佛山市人民政府办公室于 2022 年 8 月共同印发的《广佛全域同城化“十四五”发展规划》，广州市及佛山市拟打造“一区、三轴、一环”<sup>3</sup>的空间格局，通过共建互联互通的基础设施网络、资源共享的创新驱动发展、协同互补的现代产业体系、绿色低碳生态环境、共享优质均衡普惠的公共服务等措施，到 2025 年初步形成高品质现代化国际化都会区，推动广佛地区生产总值增长到 5 万亿元左右，实现广佛中心城区半小时通达、全域 1 小时通达、3 小时联通泛珠三角城市，并于 2035 年基本实现广佛全域同城化。上述发展规划的推出及落实，有望推动广佛全域同城高质量发展，提升区域发展能级及核心竞争力。

图 2 广佛区域“一区、三轴、一环”的空间格局



资料来源：广佛全域同城化“十四五”发展规划

**财政及债务水平：**佛山市财政实力较强、财政自给能力较好，但 2022 年一般公共预算收入规模有所下降。2020-2021 年佛山市一般公共预算收入持续增长，受留抵退税因素影响，2022 年佛山市一般公

<sup>1</sup> “双区”即粤港澳大湾区、深圳中国特色社会主义先行示范区。

<sup>2</sup> “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。

<sup>3</sup> “一区”为南北向的广佛全域同城化引领区，“三轴”为东西向的广佛全域同城化发展轴（包括中部核心发展轴、南部新兴发展轴、北部绿色发展轴），“一环”为广佛全域同城化联动发展环。

共预算收入规模较上年小幅减少，扣除留抵退税因素后的同口径增幅为 2.32%，同年地方一般公共预算支出同比下降 3.96%，财政自给率小幅上升。受房地产市场景气度低迷影响，佛山市 2022 年政府性基金收入下降幅度较大。区域债务方面，2021 年佛山市地方政府债务限额为 2,155.48 亿元，2022 年新增专项债券限额 432 亿元，截至 2022 年末，全市地方政府债务余额为 2,277.81 亿元，较 2021 年末大幅增长，但整体债务压力不大。

**表3 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	808.12	753.29
税收收入占比	56.29%	67.51%	67.82%
财政自给率	78.04%	76.00%	75.11%
政府性基金收入	557.12	1,163.50	1,125.38
地方政府债务余额	2,277.81	1,856.58	1,526.77

注：地方一般公共预算收入为扣除留抵退税因素后的同口径增幅；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 年预算草案、2020 年及 2022 年佛山市本级政府预算公开、2023 年佛山市本级政府预算公开，佛山市 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**投融资平台：**为统筹资源优化国有资本布局、强化国资国企先导性定位、补齐补强国资国企在服务产业体系、招商引资、人才发展和中心工作方面的短板，2022 年佛山市启动了新一轮的国资国企改革，成立八大市属企业集团，于 2022 年 8 月正式揭牌亮相。根据《佛山市推动国资国企改革促进国资国企高质量发展的实施方案》提出的目标，到 2025 年佛山市国有企业资产规模实现倍增，佛山市市属国有企业资产总额超 5,000 亿元，营业总收入超 2,000 亿元。

**表4 佛山 8 家重组后的市属国企基本情况**

佛山市属国企（改组前）	佛山市属国企（改组后）	职能定位
佛山市公用事业控股有限公司	佛山市投资控股集团有限公司	产业投资平台，重点打造公用事业、产业金融、新兴产业等主营业务板块
佛山市公盈投资控股有限公司	佛山市工贸集团有限公司	积极布局工业园区服务、工业会展服务、商贸流通业、商务服务业等业务板块，服务支撑佛山传统优势制造业转型发展
佛山市路桥建设有限公司	佛山市交通投资集团有限公司	打造交通基础设施投资建设运营、交通科技和交通服务等产业板块，对公交站场、市政设施等资源进行市场化开发经营
佛山市铁路投资建设集团有限公司	佛山市地铁集团有限公司	立足轨道交通建设和运营、轨道交通 TOD 项目资源开发经营、轨道交通产业及服务等业务，围绕轨道项目建设运营上下游产业链延伸产业布局
佛山市建设开发投资有限公司	佛山市建设发展集团有限公司	聚焦产业园区建设运营、城市更新及建筑材料等主营业务，与各区国企开展合资合作，高质量共建佛山重大产业园区
佛山市粮食集团有限公司	佛山市食品物资集团有限公司	打造粮油储备、应急物资储备、农副产品经营等主营业务板块，统筹全市粮、油、肉、菜等民生保障物资
佛山市人才发展集团有限公司（新组建）		市场化选人用人机制改革试点企业，强化人才服务、科技类园区开发建设、研发平台建设和运营管理、科研成果转化服务等主营业务
佛山市医药集团有限公司（新组建）		重点打造医疗康养、医疗物资生产流通和服务、医药产业投资、生物医药产业金融等主营业务

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

截至 2022 年末，佛山市市属已发债的投融资平台主要有 3 家，分别为佛山市投资控股集团有限公司（以下简称“佛山投控”）、佛山市地铁集团有限公司<sup>4</sup>（以下简称“佛山地铁集团”）和佛山建发。其中，佛山投控是业务涵盖水务、燃气、电力、再生资源回收利用与贸易等；佛山建发承担了佛山市国资体系内土地开发建设、“三旧”改造、公共设施及其他重点项目开发建设职能，控股股东为佛山市工贸集团有限公司<sup>5</sup>。

**表5 截至 2022 年末佛山市主要已发债市属投融资平台（单位：亿元）**

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务
佛山投控	佛山市人民政府国有资产监督管理委员会	193.93	68.66%	323.47	230.05
佛山地铁集团	佛山市人民政府国有资产监督管理委员会	307.91	60.49%	3.99	228.22
佛山建发	佛山市工贸集团有限公司	91.90	75.61%	206.19	237.17

注：1）上述财务数据均为 2022 年度数据。2）佛山投控及佛山地铁集团的总债务数据根据“总债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债+永续债”估算。

资料来源：iFinD，公司提供，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6 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

<sup>4</sup> 原名“佛山市铁路投资建设集团有限公司”，于 2022 年 8 月变更为现名。

<sup>5</sup> 原名“佛山市公盈投资控股有限公司”，于 2022 年 8 月变更为现名。

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；近年铝型材的产销量有所波动，上游铝原料价格波动对铝企业的生产成本和占用资金数额具有较大的影响

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9月至2023年3月云、贵、川等地多轮电力短缺事件均使得电解铝在产产能出现不同程度的下滑，受次影响2022年全国铝材产量为6,221.6万吨，同比下降1.4%。

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。

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，部分地区限产导致供给趋紧、而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。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 2022年7月以来铝价持续处于震荡区间**


资料来源：wind，中证鹏元整理

## 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

作为佛山市重要的城市建设平台，公司承担了佛山市重要的产业园区建设运营、城市更新以及佛山市住房租赁改革试点任务，业务主要围绕园区及城市更新项目的建设开发及运营，同时，逐步向上游建筑施工、建筑材料贸易、预制装配单位销售以及下游物业管理、安保服务等方面拓展。2020-2022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%，此外于三旧改造业务形成的房屋销售规模亦较大，公司建筑工程及科教文旅业务依托2021年初合作成立的佛山市城市建设工程有限公司（以下简称“佛山建设”）与2022年4月收购的文科园林开展，2022年业务收入规模快速增长成为公司第三大业务收入及毛利润来源。租赁及仓储业务主要依托公司承担的佛山市住房租赁改革试点任务开展，随着出租率的提升以及新增出租面积，收入规模快速增长，为公司毛利润的重要来源之一。此外，公司开展的销售预制装配单位、物业管理及安保、房屋装修、商品销售等业务也丰富了公司的收入及利润来源，但业务盈利能力相对较弱，对公司毛利润贡献规模相对较小。

**表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）**

项目	2023年1-3月			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入小计	55.78	99.43%	5.50%	204.36	99.11%	7.00%
有色金属及金属制品贸易	46.28	82.50%	3.39%	163.04	79.07%	3.67%
房屋销售	3.15	5.61%	7.99%	19.39	9.40%	16.77%
建筑工程及科教文旅	2.98	5.31%	-2.79%	12.70	6.16%	17.92%

租赁及仓储	0.81	1.44%	47.68%	2.49	1.21%	65.11%
销售预制装配单位	0.2	0.36%	-1.55%	2.65	1.29%	16.28%
物业管理及安保	0.42	0.75%	20.29%	1.36	0.66%	18.31%
房屋装修	1.05	1.87%	78.01%	0.53	0.26%	7.04%
商品销售	0.06	0.11%	15.66%	1.51	0.73%	20.40%
设计服务	0.08	0.14%	11.40%	0.67	0.32%	20.99%
化工贸易	0.75	1.34%	3.57%	-	-	-
<b>其他业务收入</b>	<b>0.32</b>	<b>0.57%</b>	<b>97.00%</b>	<b>1.83</b>	<b>0.89%</b>	<b>90.71%</b>
<b>合计</b>	<b>56.1</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.03%</b>	<b>206.19</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.74%</b>

项目	2021年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
<b>主营业务收入小计</b>	<b>139.39</b>	<b>99.47%</b>	<b>10.28%</b>	<b>108.05</b>	<b>99.61%</b>	<b>11.29%</b>
有色金属及金属制品贸易	118.17	84.33%	4.43%	86.59	79.83%	4.36%
房屋销售	15.75	11.24%	48.35%	18.34	16.91%	40.74%
建筑工程及科教文旅	-	-	-	0.12	0.11%	-68.83%
租赁及仓储	0.52	0.37%	82.39%	0.47	0.43%	80.55%
销售预制装配单位	1.76	1.26%	10.24%	0.48	0.45%	7.29%
物业管理及安保	1.30	0.93%	26.63%	1.18	1.09%	34.28%
房屋装修	1.15	0.82%	15.63%	0.00	-	-
商品销售	0.01	0.01%	9.43%	0.00	-	-
设计服务	0.72	0.51%	47.14%	0.53	0.49%	16.82%
化工贸易	-	-	-	0.00	-	-
<b>其他业务收入</b>	<b>0.75</b>	<b>0.54%</b>	<b>2.52%</b>	<b>0.42</b>	<b>0.39%</b>	<b>35.05%</b>
<b>合计</b>	<b>140.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.24%</b>	<b>108.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>11.38%</b>

资料来源：公司提供

### （一）房屋销售业务

公司承担佛山市国资体系内的土地开发建设任务，以三旧改造及产业园开发为主，受地产景气低迷影响，部分项目存在一定去化压力且盈利能力有所下滑；目前公司项目储备充足，但也带来较大资金压力，且需关注产业园项目后续招商情况

公司承担了佛山市国资体系内的土地开发建设任务，包括产业园开发和城市更新等，其中，城市更新相关业务主要由佛山建发城市发展有限公司（以下简称“城发公司”）负责，产业园区项目的建设运营主要由子公司佛山建发产业园区开发有限公司（以下简称“产业园区开发公司”）负责。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，为了引入合作方的项目资源或项目开发经验，相关项目主要通过合作成立项目公司共同进行开发运作；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，并逐步尝试独立开发运作。

### （1）三旧改造业务

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佰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，2022年以来，结合房地产市场相对低迷的情况，公司三旧改造业务有序推进项目建设，并谨慎选择规划新增项目，新项目开工集中在下半年及2023年1季度。2020-2022年公司房屋销售收入波动上行，其中，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。

**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	2023年 1-3月	2022年	2021年	2020年
新开工面积	8.16	18.54	42.46	10.69
竣工面积	0.00	21.17	28.55	23.10
开发投资额	4.16	27.66	37.99	35.19
合同销售面积	3.9	7.15	10.21	11.72
合同销售金额	9.06	9.62	15.62	16.03
确认收入金额	3.15	19.39	15.75	18.34

资料来源：公司提供

截至2023年3月末，花曼丽舍剩余可售面积以商铺和车位为主，花曼沁园余货主要为四房住宅，在房地产景气度低迷的环境下，面临一定去化难度。彩管项目为公司与绿地控股集团有限公司（简称“绿地集团”）合作开发，项目位于禅城区核心板块，规划建设内容包括佛山新地标写字楼、五星级酒店、大型Shopping Mall、Loft公寓以及住宅等，目前住宅均已基本销售完毕，已取得预售证的剩余待售面积为商住公寓，剩余待开发的地块及在建项目主要以写字楼等商业业态为主。建投恒福壹号项目位于佛山市禅城区祖庙街道核心区域，项目位置及周边配套较好，项目业态涵盖街区式商业、总部经济办公、服务型公寓、高层住宅等，公司于2022年获得该项目股权，获得债务减免收益2.84亿元。

**表9 截至2023年3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	地区	预售时间/开盘时间	累计可售面积	已取得预售证面积	累计合同销售面积	剩余可售建筑面积	累计合同销售金额
花曼丽舍（东亚东区）*	佛山禅城区	2018/6/9	13.35	13.35	12.86	0.49	17.81
花曼沁园（东亚西区）*	佛山禅城区	2020/4/17	8.00	8.00	6.48	1.52	10.34
彩管项目	佛山亚艺板块	2016/3/23	105.14	79.84	75.59	29.55	111.17

誉湖（远大项目） *	佛山禅城区	2020/11/21	10.48	10.48	6.46	4.02	11.09
建投榕华锦苑（榕华里项目）	佛山禅城区	2022/3/25	11.78	2.52	1.34	10.44	1.34
周记地块项目（建投恒福壹号）	佛山禅城区	2023/1/5	36.04	8.12	1.93	34.11	6.68

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。截至2023年3月末，除上述在售的未完工在建项目外，公司主要三旧改造项目还包括城发中心项目、悦城峯境项目、灯湖悦园项目和高明壹号项目，均为公司100%自持开发，其中，城发中心项目位于佛山市禅城区祖庙街道季华路，项目位置较好；悦城峯境项目位于禅西新城高端商住片区；灯湖悦园项目位于千灯湖及祖庙核心商圈交界，高明壹号项目位于佛山市高明区。此外，公司还拥有泓创项目（持股比例76%）和逢涌村-文头岭片级村级工业园（持股比例51%）两个拟建项目，分别位于禅城区及南海区，用地面积分别为0.84万平方米和59.67万平方米，土地性质分别为工业用地以及林地和建设用地，目前仍在项目策划阶段。

**表10 截至2023年3月末公司主要在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	主要建设内容	总投资	已投资	尚需投资	建设期间
彩管项目	51%	无偿划拨	住宅、公寓、办公、商铺、幼儿园	126.00	90.05	35.95	2015年-2027年
周记地块项目（建投恒福壹号）	51%	合作开发	住宅、商业、办公、公寓	48.75	30.16	18.59	2021年-2026年
建投榕华锦苑（榕华里项目）	77%	合作开发	住宅、商铺	18.35	12.95	5.4	2021年-2024年
城发中心项目	100%	招拍挂	商业、办公	8.38	3.25	5.13	2021年-2024年
悦城峯境项目	100%	招拍挂	住宅、商业	18.00	9.79	8.21	2022年-2025年
灯湖悦园项目	100%	自主改造、协议出让	住宅、商业	36.02	11.62	24.40	2023年-2026年
高明壹号项目	100%	招拍挂	住宅、商业	17.08	5.96	11.12	2023年-2028年
<b>合计</b>	-	-	-	<b>272.58</b>	<b>163.78</b>	<b>108.80</b>	-

资料来源：公司提供

此外，公司以参股项目开发公司30%股份的形式与碧桂园（2007.HK）合作开发首期广佛里智慧慢城启动区项目，该项目总投资96.88亿元，建设周期2019年3月-2026年9月，截至2023年3月末已累计投入51.40亿元，盈利模式计划以短期房地产销售和长期物业持有相结合。该项目位于佛山南海，总用地面积5,250亩，于2017年7月经佛山市政府认定的首批市级特色小镇，项目计划分四期开发，项目拟建成以生物医药、健康养生、休闲旅游为主导的医药产业创新升级示范园区、产城人文融合发展的特色小镇。

## （2）产业园开发运营

公司产业园区建设运营主要包括“政府+国企”的大型产业园区投资开发模式以及参与市场化的产业用地投资开发产业园区载体两种模式，计划通过招商引资，租售结合，并为园区企业提供增值服务，目前主要园区尚在建设阶段，未实现运营收益。2023年以来，公司产业园开发项目推进速度明显加快，其中，佛山云东海生物港为广东省大型产业集聚区核心起步区、省重点预备项目，由公司与三水、高新区三级国企联动开发；科创中心主要建设内容为研发和办公等产业载体，人才公寓、配套商住等综合服务载体；邻里中心作为生活服务配套项目，开发为商业、公寓和酒店（酒店式公寓）；公共服务中心项目主要为科研检验等办公区域。同时，公司与佛山市高明区政府下属国企合作开发佛山临空经济区智造产业园，通过采用“用地转租”、“边整理边开发”模式推动佛山市南海区狮山镇风梅岭地块建设，主要建设内容为厂房及宿舍，以智能制造、高端装备、人工智能及新材料为产业招商方向；通过“工改工”的方式升级改造自持的电炉厂地块，拟升级建设成为数字文化产业基地。

**表11 截至 2023 年 3 月末公司主要在建工业园项目情况（单位：万平方米、亿元）**

项目名称	持股比例	位置	建设面积	总投资	已投资	尚需投资	建设期间
佛山国家高新区云东海生物港科创中心	70%	佛山市三水区	17.71	12.28	5.64	6.63	-
佛山市三水区云东海生物医药产业园公共服务中心	70%	佛山市三水区	7.27	11.00	0.51	10.49	2023.06-2025.06
佛山建发森城企业管理有限公司邻里中心项目	70%	佛山市三水区	6.62	6.34	0.61	5.73	2023.04-2025.03
建投星中创（风梅岭）智造科技产业项目（一期）	51%	佛山市南海区	31.37	7.50	3.00	4.50	2021.12-2024.12
建投星中创（风梅岭）智造科技产业项目（二期）	51%	佛山市南海区		9.40	0.86	8.54	-
佛山市电炉厂地块改造项目	100%	佛山市禅城区	7.07	4.61	1.19	3.42	2024 年 12 月完工
大沥太平南项目	51%	佛山市南海区	58.65	51.48	0.02	51.46	-
桂城万古城项目	51%	佛山市南海区	24.00	9.00	1.90	7.10	2023.04-2025.12
<b>合计</b>	-	-	<b>152.69</b>	<b>111.61</b>	<b>13.73</b>	<b>97.87</b>	

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，通过自建及收购形式扩张租赁房源规模，收入规模持续增长，在建住房租赁项目预计总投资规模较大，业务持续性较好，但项目运营回收期较长且面临一定的资金压力

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，公司子公司佛山建发智慧城市科技有限公司（简称“建发智慧”）与广东省建筑工程集团有限公司下属的广东建鑫投融资住房租赁有限公司共同设立佛山市建鑫住房租赁有限公司（简称“建鑫公司”，建发智慧持股60%）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，公司将可租房源在自有线上平台面向市场招租，租金一般不高于区域平均租金水平。截至2023年3月末，公司共有7个租赁项目正在运营中，可出租面积达19.74万平方米。

**表12 截至 2023 年 3 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
越秀岭南隽庭	购置	410	21,715.93	2018
大良建鑫乐家 都荟广场	购置	232	8,027.90	2020
农行三处物业-祖庙路	购置	整栋出租	14,506.50	2020
南约桂城广场项目	租赁	275	9,951.01	2021
乐从葛岸村项目	自建	1,856	113,426.11	2021
汇通大厦项目	购置	273	24,526.07	2022
<b>合计</b>	-	-	<b>197,368.50</b>	-

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，当前项目运营回收周期整体较长，对资金占用较大。公司将相关租赁物业计入投资性房地产并以公允价值计量，相关业务成本主要为人员及管理成本，近年受业务规模扩张、人力管理成本上升的因素影响毛利率有所下降，但仍处于较高水平。近年，公司住房租赁业务收入保持增长态势，大部分租赁项目出租率均维持在较高水平，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<sup>6</sup>，汇通大厦项目由于投入运营时间相对较短，出租率水平较低。

**表13 近年公司住房租赁项目运营情况（单位：万元）**

项目	2023年 1-3月		2022年		2021年		2020年	
	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率
佛山富力广场	32.33	80.56%	139.50	81.48%	155.51	91.67%	144.97	88.89%
越秀岭南隽庭	1,231.37	100.00%	683.95	88.05%	695.85	95.12%	654.43	88.05%
大良建鑫乐家 都荟广场	66.70	98.28%	214.18	98.28%	123.7	69.83%	16.07	70.00%
农行三处物业-祖庙路	510.85	100.00%	684.55	100.00%	672.51	100.00%	256.65	100%
南约桂城广场项目	95.76	98.91%	333.31	96.73%	151.27	61.82%	-	-
乐从葛岸村项目	1,231.37	100.00%	4,925.49	100.00%	410.46	100.00%	-	-
汇通大厦项目	201.36	39.93%	58.56	-	-	-	-	-
<b>合计</b>	<b>3,369.74</b>	<b>-</b>	<b>7,039.54</b>	<b>-</b>	<b>2,209.30</b>	<b>-</b>	<b>1,072.12</b>	<b>-</b>

<sup>6</sup> 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。

资料来源：公司提供

公司在建住房租赁项目较多，完工投入使用后将有助于住房租赁业务及收入规模增长，但也面临一定的资金压力。截至2023年3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，拟打造为集租赁住房、小学、幼儿园、商业房产为一体的租赁住房示范小区，目前该项目一期工程已经投入使用。

**表14 截至 2023 年 3 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	4.79
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	2.34
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	2.93
<b>合计</b>	-	<b>5,019</b>	<b>32.24</b>	<b>17.61</b>	<b>10.06</b>

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）建筑建材贸易（有色金属及金属制品贸易）

公司建筑建材贸易产品以铝合金型材、铝棒、铝锭、电解铜等为主，2022年业务规模快速增长；但受原材料价格波动影响，铝合金型材贸易毛利率呈下降趋势，且货款回收期较长，对营运资金形成较大占用

公司建筑建材贸易主要包括铝制品贸易业务和电解铜等有色金属材料贸易业务，主要通过子公司佛山建发绿色建材有限公司（以下简称“建材公司”）与相关领域的民营企业合作成立控股子公司，通过分享战略资源，借助企业管理团队的行业经验及销售渠道进行业务拓展，产生产业协调效应，在生产提升、原材料采购、产品销售等方面发挥更大的优势。建材公司本部亦作为公司建材贸易业务的供应链采购平台，负责统一采购铝棒、铝锭等原材料销售给下属控股子公司，同时自营部分镁、锌等黑色金属贸易。

近年，公司建筑建材贸易业务收入主要由有色金属贸易及金属制品贸易业务构成，其中，有色金属制品贸易以肇庆新亚铝铝业有限公司（以下简称“新亚铝”）负责的铝合金型材贸易为主，经营模式为采购原材料委托加工厂家加工成铝型材进行销售；有色金属贸易业务为采购材料后未经加工直接进行销售的业务，贸易业务的品种主要为铝、铜和锌，主要由子公司建材公司、佛山建投城建供应链管理有限公司（以下简称“供应链公司”）和佛山建投华鸿铜业有限公司（以下简称“华鸿铜业”）负责。

2020-2022年，公司实现建筑建材贸易业务收入保持增长；其中，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，2021年公司铝制品贸易业务增长较快，但受原材料价格波动影响，有色金属制品贸易毛利率有所下滑；随着供应链公司及华鸿铜业的业务规模大幅增长，推动公司有色金属及金属制品贸易业务收入大幅增长，盈利能力仍相对较弱。

**表15 公司建筑建材贸易业务收入情况（单位：亿元）**

项目	2023年1-3月		2022年		2021年		2020年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
有色金属制品贸易	15.32	6.11%	85.61	4.06%	84.29	5.04%	55.62	6.18%
有色金属贸易	30.95	2.05%	77.43	3.24%	33.88	2.92%	30.98	1.09%
<b>合计</b>	<b>46.28</b>	<b>3.39%</b>	<b>163.04</b>	<b>3.67%</b>	<b>118.17</b>	<b>4.43%</b>	<b>86.59</b>	<b>4.36%</b>

资料来源：公司提供

公司铝合金型材贸易业务按以销定产的方式进行，新亚铝根据承接的铝型材订单情况委托建材公司采购铝锭、铝棒等原材料，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，然后将产成品销售给下游客户。铝合金型材产成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升贴水确定，加工费则根据不同铝制品种类、加工难度进行调整。该业务的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。值得注意的是，公司向铝制品直销主要采用电汇、90-180天银行承兑汇票的方式，向经销客户以月结为主，两种销售渠道均会给予部分客户一定账期或信用额度，账期一般为对账后30-60天，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及客户信用风险。截至2022年末，公司已分别对2020年和2021年铝制品贸易业务第一大和第三大销售客户青岛万和装饰门窗工程有限公司和陕西亚铝商贸有限公司相关应收款项按照单项计提坏账准备。

**表16 公司主要铝制品贸易产品产销情况（单位：吨、万元/吨）**

项目	2023年1-3月	2022年	2021年	2020年
委托加工量	7.08	35.77	36.53	29.68
销量	6.66	35.74	36.61	29.58
产销率	94.08%	99.90%	100%	99.66%
销售均价	2.60	2.68	2.60	2.12

资料来源：公司提供

2022年以来公司有色金属贸易采购及销售集中度有所下降，但仍面临一定原材料价格波动风险。公司有色金属贸易相关原材料采购主要为铝、铜和锌（含新亚铝通过建材公司采购的铝锭、铝棒等原材料），采用同时锁定采购和销售价格的以销定购的模式，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，与供货商的主要结算方式为货到付款，其中少数特殊棒径的铝棒为款到发货，2020-2022年前五大供应商采购金额合计占比分别为57.29%、65.81%和39.19%；下游销售客户以国内贸易商为主，销售结算方式为货到付款，其中少数特殊棒径的铝棒为先发货后收款，2020-2022年前五大客户销售金额合计占比分别为79.37%、59.99%和27.28%，供应商及客户集中度均随着下游铜、锌等贸易品种的丰富而有所下降。值得注意的是，由于销售订单约定的原材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原材料价格波动风险，若原材料采购价格剧烈波动，将对公司贸易业务的毛利率产生重大影响。

#### （四）建筑施工及生态文旅业务

公司建筑施工业务规模随着订单承接量及并购文科园林而大幅上升，但受下游回款不佳影响，文科园林经营业绩持续下滑且计提大额减值；公司为其提供了较大的流动性支持，如其经营状况未能好转，将使公司面临较大的投资损失、或有负债风险及商誉减值风险

公司建筑施工及生态文旅业务主要由佛山建设和文科园林负责。其中，佛山建设于2021年1月由公司（持股60%）与水电十一局（持股20%）及金中天公司（持股20%）合作成立，拥有建筑工程施工总承包一级资质、市政公用工程施工总承包一级资质。2022年，佛山建设施工面积达63.17万平方米，累计签约（含中标）合同金额（建安费）68.28亿元，实现营业收入15.19亿元，净利润0.12亿元；截至2023年3月末在手订单金额合计97.98亿元。从项目构成看，佛山建设承接订单中，公司内部项目、政府项目及市场化项目签约金额占比分别约为71%、9%和20%。

文科园林拥有国家风景园林工程专项设计甲级资质、市政公用工程施工总承包壹级及城市园林绿化一级资质，业务以生态工程施工及相关景观设计为主，同时拓展科教文旅业务，有较好的施工技术及经验。由于文科园林承接自恒大及其关联方等的项目回款不佳、部分市政项目回款滞后，2022年文科园林新增计提资产减值损失4.31亿元，净利润亏损3.73亿元，经营活动现金流持续净流出6.17亿元，2023年3月末资产负债率达89.79%，现金短期债务比仅为0.09。持续增大的流动性压力制约订单承接能力，2022年文科园林生态工程及景观设计业务新增订单金额7.31亿元，同比下降50.66%；实现营业收入9.18亿元，同比下降52.36%，经营业务盈利能力趋弱。此外，2022年末，文科园林作为被告涉案金额为2.81亿元，因融资及诉讼相关受限资产规模占总资产的比重达34.78%。

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支持以帮助其度过经营困境，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。2022年以来，为缓解文科园林的经营困境，公司在融资方面为文科园林提供了较大的支持，包括为文科园林向银行等金融机构申请授信业务等提供连带责任担保、为公司提供借款以及定增融资等，截至2023年3月末，公司向文科园林的借款余额为2.92亿元，向文科园林提供的总额16.40亿元借款担保已提款11.30亿元。截至2022年末，公司因收购文科园林形成商誉为5.75亿元。目前，文科园林账面资产中待完工结算工程建设投入形成的合同资产及应收款规模仍较大，与恒大及其关联方相关资产回收仍存不确定性且部分市政园林项目回款缓慢，仍面临一定坏账风险，且账面中的应付账款规模较大，作为被告涉案金额主要以买卖合同纠纷、票据纠纷为主，仍面临一定的或有负债风险。

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，2020-2022年公司分别获得计入其他收益的政府补贴669.32万元、715.06万元及819.04万元，对公司的利润水平形成了一定的补充。

**表17 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
	子公司改制评估增值等事项	-	11.11	全部计入资本公积
2019年	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
	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
2020年	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
	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
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	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
<b>合计</b>		<b>-</b>	<b>48.55</b>	<b>-</b>

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2020-2022年审计报告及2023年1-3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

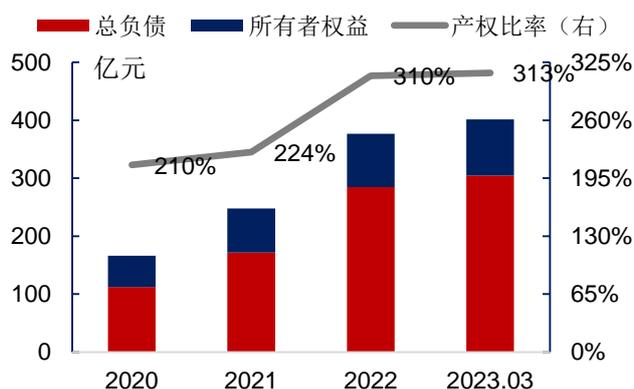
成立一级子公司佛山市城市建设工程有限公司、2022年上半年通过收购控制文科园林外，2020年至2023年3月末公司纳入合并范围的一级子公司未发生其他变动，截至2023年3月末，公司纳入合并范围的一级子公司共6家（如附录四所示）。

### 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

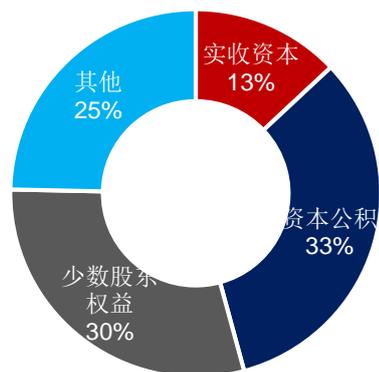
公司作为佛山市重要的城市建设平台，近年得到佛山市政府在注入资金等方面的支持，此外公司分别于2022年9月及2023年3月成功发行“22佛建Y1”、“23佛建Y1”永续债，2023年3月末所有者权益增长至97.20亿元；而同期受三旧改造等业务所需建设资金较多、公司债务融资规模亦增长较快。综合影响下2023年3月末公司产权比率有所抬升，所有者权益对负债的保障程度低。从权益结构看，公司所有者权益主要为股东出资款、永续债、政府划入的子公司股权及子公司评估增值等，由于公司通过合作方式成立控股子公司开展三旧改造、产业园开发、建材贸易等业务，故少数股东权益占比也相对较高；另外值得注意的是，2017年公司因受佛山市国资委安排承接4家公司的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2023年3月末公司未分配利润为-10.06亿元。

图 5 公司资本结构（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图 6 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

随着公司主要业务规模的快速扩张以及收购新增子公司，近年公司资产规模相应增长，主要以三旧改造项目开发成本、应收款项及货币资金为主。由于项目建设投入及贸易业务对营运资金需求较高，公司货币资金规模持续增长，2023年3月末受限货币资金占比达25.04%。2022年末，公司存货以开发成本（账面价值103.53亿元）、开发产品（账面价值19.60亿元）、产成品（账面价值4.50亿元）及委外物资（账面价值8.64亿元）为主，其中，产成品及委外物资主要与铝制品贸易相关；2022年公司通过股权收

购将建投恒福壹号项目纳入并表范围，叠加在建项目建设投入推进，期末存货中的在建城市更新项目开发成本账面价值由2021年末的53.41亿元增至103.53亿元；开发产品为完工待售地产项目，以公寓等商业地产为主，面临较大去化压力。

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和应收地产园林项目款，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。公司应收款项随着建材贸易等业务规模增长以及新增并购文科园林而有所增长。截至 2022 年末，公司应收账款中按照单项计提坏账的账面余额达 23.53 亿元，主要包括应收恒大及其关联方款项 17.50 亿元以及其他业务款 6.03 亿元（主要系有色金属及金属制品贸易相关），累计计提坏账准备比例达 75.13%，账面余额为 5.85 亿元；公司按照组合计提坏账准备的账面余额为 46.84 亿元，其中，账龄 1 年以上的应收账款余额占比达 14.14%，坏账计提比例为 5.34%，应收对象以民营企业为主，回款风险相对较大。此外，截至 2022 年末，公司其他应收款中按单项计提坏账准备的其他应收款余额为 5.74 亿元，其中，主要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，投资性房地产主要系用于出租的房屋建筑物，随着汇通大厦项目完工转入，2022 年末账面价值有所增长，其中账面价值4.98亿元的投资性房地产尚未办妥房产证，主要由于因资产划拨时办证资料不完整导致。截至2022年末，无形资产主要为土地使用权，土地用途包括工业、仓储用地、商业用地等，2022年末账面价值增加主要来源于并购文科园林。其他非流动资产主要包括购置资产支付的款项、对外拆借资金以及并购文科园林形成的PPP项目等相关合同资产。

截至2023年3月末，公司受限资产合计51.23亿元，占期末总资产比例为12.75%，其中，15.51亿元货币资金因作为票据、信用证等保证金、城市更新相关项目监管账户资金及诉讼而受限，其中1.20亿元诉讼冻结资金主要系文科园林施工合同纠纷导致。此外，公司三旧改造项目土地及在建工程相关受限开发成本为23.88亿元、受限投资性房地产及在建工程为5.45亿元，其他非流动资产中的受限合同资产为4.50亿元。

**表18 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	61.95	15.42%	47.45	12.59%	36.56	14.73%	22.93	13.80%
应收账款	51.82	12.90%	50.19	13.32%	35.11	14.15%	22.62	13.62%
应收票据	4.46	1.11%	1.23	0.33%	1.11	0.45%	4.85	2.92%
其他应收款（合计）	10.24	2.55%	6.04	1.60%	21.20	8.55%	11.30	6.80%
存货	148.21	36.89%	143.69	38.13%	87.82	35.39%	64.36	38.74%
<b>流动资产合计</b>	<b>308.98</b>	<b>76.92%</b>	<b>283.38</b>	<b>75.20%</b>	<b>201.32</b>	<b>81.14%</b>	<b>129.34</b>	<b>77.86%</b>
投资性房地产	16.43	4.09%	16.43	4.36%	14.52	5.85%	14.11	8.49%

无形资产	12.18	3.03%	13.99	3.71%	11.15	4.50%	10.49	6.32%
其他非流动资产	13.86	3.45%	14.87	3.95%	5.21	2.10%	0.22	0.13%
<b>非流动资产合计</b>	<b>92.73</b>	<b>23.08%</b>	<b>93.46</b>	<b>24.80%</b>	<b>46.81</b>	<b>18.86%</b>	<b>36.78</b>	<b>22.14%</b>
<b>资产总计</b>	<b>401.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>376.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>248.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>166.12</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表，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及住房租赁业务为主要毛利润来源，未来业务持续性较好，但毛利率下滑、盈利能力减弱，且减值对利润造成一定侵蚀

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。2020-2022年公司营业收入保持较快增长，而受原材料价格波动等因素使得有色金属及金属制品贸易毛利率下行，同时区域房地产市场景气度下滑，房屋销售业务毛利率有所下降，综合影响下，公司销售毛利率呈下行趋势。截至2023年3月末，公司尚有较大规模的在建及拟建三旧改造项目、产业园项目以及租赁住房项目，业务持续性较好，但需关注在房地产市场低迷情况下，相关地产项目的盈利及去化承压。

业务及融资规模增长的同时，公司管理费用、财务费用等期间费用增长较快，对利润造成一定侵蚀。此外，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；同时，公司2022年对其他非流动资产中的合同资产计提了相应减值损失，信用减值损失及资产减值损失也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。2020-2022年公司分别获得计入其他收益的政府补贴669.32万元、715.06万元及819.04万元。2022年公司营业外收入主要来源于收购建投恒福壹号项目权益过程中，收购对价与项目账面价值的差异，对公司利润形成重要补充。

**表19 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2023年 1-3月	2022年	2021年	2020年
营业收入	56.10	206.19	140.13	108.47
资产减值损失	0.02	-1.33	0.00	-0.08
信用减值损失	0.00	-0.94	-1.04	-
营业利润	0.12	1.40	5.18	4.50
其他收益	0.04	0.08	0.07	0.07
投资收益	0.05	0.10	0.02	0.28
营业外收入	0.13	3.08	0.10	0.16
利润总额	0.24	4.42	5.10	4.62
销售毛利率	6.03%	7.74%	10.24%	11.38%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表，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。2023年3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，2023年3月末三者占比分别约为59%、34%和7%，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；公司本部债券融资均为无担保发行，子公司文科园林存续可转债余额9.49亿元，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2023年3月末，主要包括因日常经营而形成的应付账款及应付往来款等。

**表20 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	49.28	16.18%	37.10	13.02%	30.32	17.67%	22.04	19.58%
应付账款	38.84	12.75%	42.77	15.01%	15.10	8.80%	16.44	14.61%
应付票据	42.87	14.08%	34.70	12.18%	18.48	10.77%	2.80	2.49%
其他应付款（合计）	13.31	4.37%	7.10	2.49%	7.15	4.17%	9.82	8.73%
一年内到期的非流动负债	14.77	4.85%	6.98	2.45%	6.69	3.90%	13.02	11.57%
其他流动负债	20.04	6.58%	40.22	14.11%	26.75	15.59%	9.79	8.70%
<b>流动负债合计</b>	<b>190.18</b>	<b>62.45%</b>	<b>179.14</b>	<b>62.87%</b>	<b>122.86</b>	<b>71.59%</b>	<b>88.37</b>	<b>78.52%</b>
长期借款	66.52	21.84%	59.34	20.83%	21.16	12.33%	14.58	12.96%
应付债券	28.81	9.46%	29.37	10.31%	18.15	10.57%	5.00	4.44%
<b>非流动负债合计</b>	<b>114.33</b>	<b>37.55%</b>	<b>105.79</b>	<b>37.13%</b>	<b>48.75</b>	<b>28.41%</b>	<b>24.17</b>	<b>21.48%</b>
<b>负债合计</b>	<b>304.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>284.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>171.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>112.54</b>	<b>100.00%</b>
总债务	262.90	86.34%	237.17	83.23%	131.46	76.60%	65.73	58.40%
其中：短期债务	125.32	41.16%	112.16	39.36%	71.49	41.66%	46.15	41.01%
长期债务	137.58	45.18%	125.01	43.87%	59.98	34.95%	19.58	17.40%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司资产负债率高且持续增长，2023年3月末抬升至75.80%。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。业务规模推动2022年公司EBITDA有所增长，但在总债务快速增长推动利息支出增加，综合影响下EBITDA利息保障倍数有所下降。

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持续净流出，2022年受项目推进加快影响，经营活动净现金流净流出达41.46亿元，考虑到三旧改造、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。2023年3月末公司及下属子公司获得银行授信额度共计387.77亿元，未使用额度为137.51亿元，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21 公司偿债能力指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年	2020年
资产负债率	75.80%	75.61%	69.16%	67.75%
剔除合同负债后的资产负债率	73.89%	74.12%	64.38%	67.75%
现金短期债务比	0.48	0.41	0.51	0.59
EBITDA 利息保障倍数	--	1.51	1.81	2.24

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表，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 6 月 12 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。2023 年 4 月，根据《佛山市建设发展集团有限公司关于董事会成员发生变更的公告》，根据佛山市国资委相关任职通知，陈维克同志不再担任佛山市建设发展集团有限公司董事职务，佛山市国资委委派周爱国、孙钟权、徐勇同志为佛山市建设发展集团有限公司兼职外部董事，时间一年。

### 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5月26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2023年3月末，公司对外担保余额合计6.21亿元，占当期末净资产的6.39%；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。

此外，中证鹏元关注到，根据中国执行信息公开网查询结果，截至2023年6月11日，文科园林有9项被执行人记录，涉及金额合计592.90万元。诉讼方面，截至2022年12月31日，文科园林涉及的重大诉讼（仲裁）事项金额合计11.83亿元，其中，文科园林作为原告请求支付工程款、设计款等涉案金额为9.01亿元，文科园林作为被告涉案金额为2.81亿元，主要系买卖合同纠纷、票据纠纷等；2022年末文科园林计提的预计负债规模为4,344.28万元，其中，涉及恒大票据且已收到案件材料并登记在册的案件共计54宗，涉案金额1,860.49万元。2023年以来，文科园林新增重大诉讼（仲裁）事项金额合计8.10亿元，文科园林作为原告金额为6.72亿元。

**表22 截至 2023 年 6 月 11 日文科园林被执行人记录情况（单位：万元）**

立案时间	案号	执行法院	执行标的
2023年5月24日	(2023)粤0304执20496号	深圳市福田区人民法院	597,287.00
2023年4月12日	(2023)沪0116执2980号	上海市金山区人民法院	479,047.00
2023年6月7日	(2023)湘0602执5455号	岳阳市岳阳楼区人民法院	329,302.00
2023年6月5日	(2023)鲁0322执786号	高青县人民法院	419,410.00
2023年6月6日	(2023)粤0605执15621号	佛山市南海区人民法院	3,670.00
2023年5月30日	(2023)粤0605执14893号	佛山市南海区人民法院	204,075.00
2023年4月19日	(2023)粤0304执14747号	深圳市福田区人民法院	1,860,684.00
2023年5月24日	(2023)青0104执1598号	西宁市城西区人民法院	1,823,417.00
2023年3月6日	(2023)粤0103执2036号	广州市荔湾区人民法院	212,116.00

资料来源：中国执行信息公开网，中证鹏元整理

## 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2023年3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。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。2022年以来公司来自住房租赁业务收入规模持续增长，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，2020-2022年公司实现营业收入分别为108.47亿元、140.13亿元及206.19亿元，利润总额分别为4.62亿元、5.10亿元及4.42亿元。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2020-2022年经营现金流净额分别为-5.99亿元、-0.31亿元及-41.46亿元，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2023年3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，2020-2022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2023年3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。

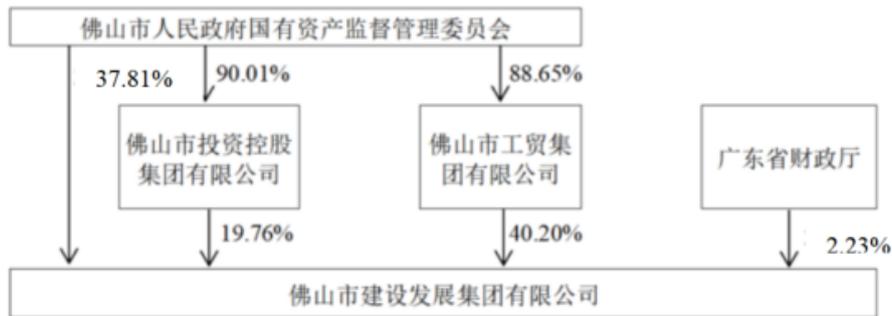
本评级机构将及时在本评级机构网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

## 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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	61.95	47.45	36.56	22.93
应收账款	51.82	50.19	35.11	22.62
存货	148.21	143.69	87.82	64.36
流动资产合计	308.98	283.38	201.32	129.34
固定资产	9.66	8.16	3.61	1.80
在建工程	8.02	6.04	3.17	5.09
非流动资产合计	92.73	93.46	46.81	36.78
资产总计	401.71	376.84	248.13	166.12
短期借款	49.28	37.10	30.32	22.04
应付账款	38.84	42.77	15.10	16.44
应付票据及应付账款	81.71	77.46	33.58	19.24
应付票据	42.87	34.70	18.48	2.80
一年内到期的非流动负债	14.77	6.98	6.69	13.02
流动负债合计	190.18	179.14	122.86	88.37
长期借款	66.52	59.34	21.16	14.58
应付债券	28.81	29.37	18.15	5.00
长期应付款	2.34	0.75	0.01	0.00
非流动负债合计	114.33	105.79	48.75	24.17
负债合计	304.51	284.94	171.61	112.54
其中：短期债务	125.32	112.16	71.49	46.15
总债务	262.90	237.17	131.46	65.73
所有者权益	97.20	91.90	76.52	53.58
营业收入	56.10	206.19	140.13	108.47
营业利润	0.12	1.40	5.18	4.50
其他收益	0.04	0.08	0.07	0.07
利润总额	0.24	4.42	5.10	4.62
经营活动产生的现金流量净额	-1.22	-41.46	-0.31	-5.99
投资活动产生的现金流量净额	-6.32	-35.68	-14.94	-0.88
筹资活动产生的现金流量净额	28.22	78.80	29.51	9.56
<b>财务指标</b>	<b>2023年3月</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
销售毛利率	6.03%	7.74%	10.24%	11.38%
资产负债率	75.80%	75.61%	69.16%	67.75%
短期债务/总债务	47.67%	47.29%	54.38%	70.21%
现金短期债务比	0.48	0.41	0.51	0.59
EBITDA（亿元）	--	9.12	8.21	7.57
EBITDA 利息保障倍数	--	1.51	1.81	2.24

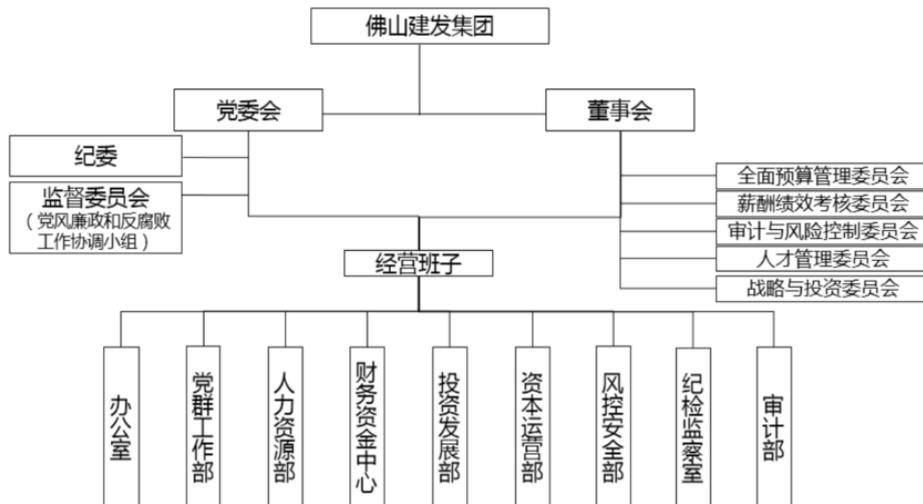
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年3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 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>aaa</b>	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。
<b>aa</b>	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。
<b>a</b>	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。
<b>bbb</b>	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。
<b>bb</b>	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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。