

2015 年鹰潭市龙岗资产运营有限公司
公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2015年鹰潭市龙岗资产运营有限公司公司债券 2019年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【565】号 01

债券简称：15 鹰潭高新
债/PR 鹰高新

增信方式：保证担保
担保主体：鹰潭市投资
公司

债券剩余规模：7.2 亿
元

债券到期日期：2022 年
7 月 31 日

债券偿还方式：按年付
息，本期债券存续期的
后五年分别按照债券发
行总额 20%的比例偿还
债券本金

分析师

姓名：
张涛 王一峰

电话：
0755-82873121

邮箱：
zhangt@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 6 月 21 日	2018 年 6 月 25 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对鹰潭市龙岗资产运营有限公司（以下简称“鹰潭龙岗”或“公司”）及其 2015 年 7 月 31 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务可持续性较好，持续获得外部支持，并且鹰潭市投资公司（以下简称“鹰潭投资”）提供的连带责任保证担保为本期债券的还本付息提供了一定保障；同时中证鹏元也关注到公司以土地资产为主的存货规模较大，应收款项占用资金较多，资产流动性较弱，面临较大的资金压力及短期偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年鹰潭市实现 GDP 818.98 亿元，同比增加 8.7%，鹰潭市高新技术产业开发区（以下简称“高新区”）规模以上工业增加值同比增长 8.80%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务可持续性较好。截至 2018 年末，公司主要在建项目计划总投资合计 46.47 亿元，累计已完成投资额 2.63 亿元，随着项目完工并结算，公司整体业务可持续性较好。
- 公司是鹰潭高新区基础设施建设的重要主体，继续获得较大的外部支持。公司是

鹰潭高新区基础设施建设的重要主体，高新区党政办公室将评估价值合计 38,308.80 万元的房产注入公司；此外，公司 2018 年共获得政府补助金额 25,545.36 万元，有效提升了公司的盈利水平。

- **鹰潭投资提供的连带责任保证担保为本期债券的还本付息提供了一定保障。**鹰潭投资 2018 年经营情况较好，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的还本付息提供了一定保障。

关注：

- **公司以土地资产为主的存货规模较大，同时应收款项占用资金较多，资产流动性较弱。**2018 年末公司存货规模为 422,081.90 万元，占总资产的 45.47%，其中土地资产的账面价值为 352,769.08 万元，占存货的比重为 83.58%。2018 年末公司应收款项合计 302,614.49 万元，占总资产的比重为 32.60%，占用了公司大量的流动资金。
- **公司经营性现金流较差，主要在建项目投资规模较大，未来面临较大的资金压力。**2018 年公司经营活动产生的现金流量净额为-1.24 亿元；截至 2018 年末，公司主要在建项目尚需投入 43.84 亿元，未来面临较大的资金压力。
- **公司短期偿债压力较大。**2018 年末公司有息债务为 317,542.35 万元，同比增加 16.24%，有息债务/EBITDA 为 16.26，2019 年需偿还的有息债务为 149,742.35 万元，占比 47.16%，短期偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保余额 12.16 亿元，占期末净资产的比重为 20.82%，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	928,242.24	826,946.85	735,471.64
所有者权益	584,213.34	523,029.45	505,263.98
有息债务	317,542.35	273,182.00	213,694.63
资产负债率	37.06%	36.75%	31.30%
流动比率	4.57	7.12	10.78
营业收入	463,695.25	370,154.55	265,154.99
其他收益	15,135.12	0.00	0.00
营业外收入	10,410.81	10,486.99	10,803.12
利润总额	17,139.26	19,294.01	15,023.68

综合毛利率	-0.77%	2.69%	2.59%
EBITDA	19,530.13	20,518.57	16,387.63
EBITDA 利息保障倍数	5.11	8.17	1.20
经营活动现金流净额	-12,435.30	-47,559.39	-20,602.32

注：2016年数据采用2017年审计报告年初数，2017年数据采用2018年审计报告年初数（上年数）。

资料来源：公司2017、2018年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	2,818,915.10	2,591,201.25	2,716,324.71
所有者权益	1,744,272.98	1,686,690.70	1,675,100.33
资产负债率	38.12%	34.91%	38.33%
营业收入	106,604.98	92,347.36	106,682.12
利润总额	45,388.75	41,193.90	43,750.61
经营活动现金流净额	52,752.01	-101,561.12	124,927.23

注：2016年数据采用2017年审计报告年初数。

资料来源：鹰潭投资2017、2018年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年7月31日发行7年期9亿元公司债券，募集资金计划用于鹰潭高新区白露科技园基础设施建设项目和鹰潭龙岗高新区龙岗产业园基础设施建设项目。截至2018年12月31日，本期债券募集资金专户余额为58,801.13元。

二、发行主体概况

2018年，公司控股股东和实际控制人未变化，仍为鹰潭高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”），持股比例100%。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为10,000.00万元。2018年公司合并范围新增2家子公司。

2018年5月经鹰潭高新区国资委《关于鹰潭市龙岗资产运营有限公司管理人员任用的批复》以及职工选举，公司法人代表、董事长、总经理变更为胡志强先生，董事变更为李国萍、盛志华、陈辉才先生，并聘任两名外部董事，分别为张乐金先生以及邹玲女士。同时，公司成立监事会，由郑赛红任监事会副主席，夏炜灵、杨玲、丰丽芳、项辉任职工监事。

表1 2018年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
鹰潭炬能新材料有限公司	100%	8,000	铜产品加工及销售，有色金属、金属材料加工及销售，机械设备销售；再生资源回收、利用及销售等	新设
江西兴鹰建设有限公司	100%	5,000	市政公用工程；房屋建筑工程；水利水电工程；建筑智能化工程；建筑装饰装修工程等	收购

资料来源：公司2018年审计报告

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大

攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不

得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)，明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 2 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194 号)	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34 号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金

2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年鹰潭市经济保持较快增长，实力不断增强，固定资产对经济拉动作用较强

2018年鹰潭市经济发展的基本面保持良好，全年实现地区生产总值（GDP）818.98亿元，按可比价格计算，比上年增长8.7%。其中：第一产业增加值56.31亿元，增长3.5%；第二产业增加值450.77亿元，增长8.4%；第三产业增加值311.9亿元，增长10.3%。三次产业对经济增长的贡献率分别为2.8%、57.4%和39.8%。人均生产总值达到69,923元，增长8%。三次产业结构由上年的7.2:56.3:36.5调整为6.9:55:38.1。

工业经济平稳运行。2018年，全市规模以上工业增加值按可比价格计算，同比增长8.7%。分产业看，铜产业增加值增长12.6%，非铜产业下降2.3%。分行业看，在六大重点行业中，有色金属冶炼和压延加工业增加值增长13.4%；电气机械和器材制造业下降15.4%；烟草制品业下降6%；非金属矿物制品业下降8.9%；电力、热力生产和供应业增长3.6%；专用设备制造业增长14.5%。

投资增长趋于稳定。2018年，全市500万元以上固定资产投资同比增长9.3%。其中基础设施投资增长74.4%。分产业看，第一产业投资增长7.8%；第二产业投资下降11.4%；第三产业投资增长38.7%。从投资主体看，国有投资增长60.2%；非国有投资下降3.2%。分行业看，农林牧渔业投资增长7.8%，制造业下降0.9%，批发和零售业增长113.0%，交通运输、仓储和邮政业增长31%，住宿和餐饮业增长13.0%。全年房地产开发投资62.30亿元，下降6.2%，其中住宅投资44.75亿元，下降5.6%。房屋施工面积640.24万平方米，下降2.0%；商品房销售面积180.1万平方米，下降0.7%；商品房销售额100.14亿元，增长16.9%。

消费品市场稳健发展。2018年，全市实现社会消费品零售总额220.79亿元，同比增长10.8%。其中限额以上消费品零售额75.02亿元，增长9.9%。对外贸易也增长较快。全年进出口总额48.97亿美元，增长12.9%。其中，进口38.39亿美元，增长12.8%；出口10.57亿美元，增长13.6%。2018年全市存贷款余额分别为776.01亿元和678.25亿元，同比分别增长7.09%和13.53%，为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境。

表3 2017-2018年鹰潭市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	818.98	8.7%	800.80	8.6%
第一产业增加值	56.31	3.5%	52.00	4.3%
第二产业增加值	450.77	8.4%	454.14	8.6%
第三产业增加值	311.90	10.3%	294.66	9.5%
规模以上工业增加值	-	8.7%	-	9.0%
全年完成500万元以上固定资产投资	-	9.3%	678.51	12.3%
社会消费品零售总额	220.79	10.8%	217.73	11.9%
进出口总额	323.01	10.1%	288.41	23.1%
存款余额	776.01	7.09%	724.61	6.36%
贷款余额	678.25	13.53%	597.42	12.35%
人均地区生产总值（元）	69,923.00		68,833.00	
当地人均GDP/全国人均GDP	108.17%		115.38%	

资料来源：鹰潭市2017-2018年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年鹰潭市实现财政总收入140.87亿元，同比增长10.3%，高于江西省平均水平0.2个百分点。其中，一般公共预算收入80.63亿元，增长7.1%，高于全省平均水平1.5个百分点。全市税收收入完成120.93亿元，增长10.4%；税收收入占财政总收入的比重为85.8%，高于全省平均水平4.5个百分点。全年全市一般公共预算支出140.18亿元，同比增长9.2%。财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为57.5%。

2018年高新区规模以上工业增加值稳定增长，财政自给率较好

2018年高新区规模以上工业增加值较上年增长8.80%，持续增长，增速较上年增加0.30个百分点。2018年高新区固定资产投资增速为1.10%，增速较上年大幅回落。2018年高新区限额以上社会消费品零售额为1.62亿元，较上年下降了15.10%。

2018年鹰潭市高新区实现财政总收入23.41亿元，同比增长11.1%。其中，一般公共预算收入12.53亿元，增长7.4%；全年高新区财政支出12.92亿元，同比增长11.0%，财政自给率为96.98%，财政自给情况较好。

四、经营与竞争

公司是高新区重要的基础设施建设主体，主要从事高新区范围内的基础设施建设、土地开发整理以及贸易等业务。2018年公司实现营业收入463,695.25万元，较上年同比增长25.27%，主要系2018年公司新增废铜收购业务使得产品销售收入大幅增长所致。从收入构成看，产品销售、土地开发整理和工程建设是主要来源，2018年三项收入合计占营业收入的99.79%；从利润贡献看，公司毛利主要来自土地开发整理和工程建设。2018年公司综合毛利率为-0.77%，主要系铜产品销售业务亏损所致。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
产品销售	439,482.76	-2.58%	343,809.87	0.31%
土地开发整理	17,801.79	29.38%	0	-
工程建设	5,456.11	30.87%	17,946.45	29.15%
土地转让	307.26	71.15%	0	-
道路建设	0	-	6,684.36	29.38%
主营业务收入小计	463,047.92	-0.91%	368,440.69	2.24%
房租物业费	621.8	100.00%	1,636.88	18.79%
其他	25.53	100.00%	3.22	90.26%
利息	0	0	73.76	100.00%
其他业务收入小计	647.33	100.00%	1,713.86	22.42%
合计	463,695.25	-0.77%	370,154.55	2.69%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司承接了大量的基础设施建设工程业务，未来基础设施建设业务可持续性较好，随着在建项目逐渐开工，未来也面临较大资金压力

公司是高新区重要的基础设施建设主体，承接了一定的基础设施建设工程业务。根据 2010 年 12 月 25 日高新区管委会与公司签订的《委托建设合同》，由高新区管委会委托公司开展工程建设、道路建设以及土地开发整理等基础设施工程，承建的工程完工并移交后，高新区管委会与公司结算工程款，工程款按照工程结算成本加一定毛利方式确定，具体的毛利加成比例由双方根据项目难易程度协商确定。项目成本包括施工建设成本、融资成本、其他成本等。

公司代建的项目主要包括工程建设、道路建设和土地开发整理等类型，公司根据完工移交项目类型的不同分别确认收入。2018 年公司实现代建业务收入 23,257.9 亿元，较 2017

年同比下滑5.57%，其中工程建设收入5,456.11亿元、土地开发整理17,801.79亿元，未实现道路建设收入。

2018年公司的工程建设业务收入主要包括摩汽配建设（热处理厂房内部建设）和一些零星工程。由于管委会全年回购代建工程项目较少，公司工程建设收入同比上年下降了69.60%。2018年公司工程建设业务的毛利率为30.87%，较上年小幅增加1.72个百分点。

公司2018年总共完成了三项土地开发整理工程，实现收入17,801.79万元。其中，白露片区P地块、Q地块、O地块土地开发整理结算收入分别为6,077.17万元、3,623.25万元和8,101.37万元，毛利率均为29.38%。

表 5 2017-2018 年公司基础设施建设业务收入确认情况（单位：万元）

年份	项目	结算收入	结算成本	毛利率	
2018 年	工程 建设	摩汽配（代建）	5,260.03	3,682.02	30.00%
		其他零星工程	196.08	89.61	54.30%
		小计	5,456.11	3,771.63	30.87%
	土地 开 发 整 理	白露片区 P 地块	6,077.17	4,291.52	29.38%
		白露片区 Q 地块	3,623.25	2,558.63	29.38%
		白露片区 O 地块	8,101.37	5,720.95	29.38%
		小计	17,801.79	12,571.10	29.38%
合计	23,257.90	16,342.73	-		
2017 年	工程 建设	鹰西湿地公园	12,032.64	8,497.09	29.38%
		绿化工程	1,459.73	1,030.82	29.38%
		道路工程	2,824.50	1,994.58	29.38%
		电力照明工程	569.19	401.95	29.38%
		白露湾管理用房	62.78	44.34	29.37%
		滨河公园项目	15.69	11.08	29.38%
		高新区科技园项目	60.98	43.07	29.37%
		金鹰智慧物流园项目	5.66	4.00	29.33%
		浙大展厅项目	49.14	34.70	29.39%
		白露花园公租房项目	2.83	2.00	29.33%
		其他工程	863.31	651.30	24.56%
		小计	17,946.45	12,714.93	29.15%
		道路建设	6,684.36	4,720.30	29.38%
	合计	24,630.81	17,435.23	-	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司基础设施建设资金来源主要为公司自筹。截至2018年底，公司主要在建项目计划总投资合计46.47亿元，累计已完成投资额2.63亿元，未来还需投入43.84亿元。其中，本期

债券募投项目主要包括电镀集控区、双创产业园等8个项目，累计已完成投资额1.33亿元，项目建成后将以出租厂房收入、商务区及创业园运营收入等方式获得稳定的投资收益。公司在建项目较多，未来随着在建项目陆续完工并移交，将为公司带来一定的收入。

表 6 截至 2018 年底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	尚需投资
智联小镇	400,000.00	794.55	399,205.45
土地开发整理	30,000.00	8,093.28	21,906.72
电镀集控区	10,000.00	7,657.15	2,342.85
移动互联网科技成果转化综合服务中心	3,000.00	283.02	2,716.98
绿化工程	2,000.00	5.00	1,995.00
白露科技园项目	2,000.00	1,242.71	757.29
白露河景观提升项目	2,000.00	753.5	1,246.50
龙岗污水处理厂配套管网工程	1,500.00	1,488.88	11.12
白露片区截污干管项目	1,500.00	1,298.22	201.78
110KV 鹰龙线 21#-30#杆输电线路迁移工程	1,500.00	101.82	1,398.18
高新区科技园项目（金鹰智慧物流园项目）	1,000.00	47.19	952.81
道路工程	1,000.00	45.10	954.90
电商智慧园项目	1,000.00	63.61	936.39
电镀集控区项目	700.00	697.20	2.80
206 国道绿化（跃进门至天禄村）	600.00	582.07	17.93
206 国道亮化工程	500.00	456.78	43.22
206 国道绿化	400.00	383.57	16.43
龙岗片区五经路水渠工程	300.00	272.25	27.75
鹰南大道北侧绿化提升（1-3 经段）	200.00	177.90	22.10
工业五路光宝西侧绿化工程	200.00	106.33	93.67
10KV 国道线 01-14#、龙塑线 04-15#杆迁移工程	200.00	197.62	2.38
320 国道圆盘绿化改造	150.00	111.42	38.58
滨河路工程	150.00	116.00	34.00
炬能大厦科技产业园	150.00	113.45	36.55
白露湾管理用房	100.00	3.00	97.00
双创产业园	15.00	12.00	3.00
其他工程	4,500.00	1,182.26	3,317.74
合计	464,665.00	26,285.88	438,379.12

注：表中电镀集控区、双创产业园、龙岗污水处理厂配套管网工程、电镀集控区项目、白露河景观提升项目、白露科技园项目、白露片区截污干管项目和炬能大厦科技产业园项目为本期债券募投项目；智联小镇中部分子项目为19鹰潭高新债募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

铜贸易业务以服务园区企业为主，2018年因新增废铜收购业务使得产品销售收入大幅增长，但当期该业务亏损

2018年公司实现铜产品销售收入439,482.76万元,较上年大幅增长25.27%,主要系2018年公司新增废铜收购业务使得铜产品销售业务大幅增长所致,其中2018年公司新增的废铜收购业务收入为155,297.72万元。铜产品销售业务的毛利率极低,2018年为-2.58%,相较于上年下降了2.89个百分点,这主要是公司2018年新增的废铜收购业务处于初始发展阶段,成本较高,该业务毛利率为-7.76%。

2018年公司铜产品销售业务前五大客户的比重为64.02%,客户集中度较上年上升14.85个百分点。从公司铜产品销售业务前5大供应商来看,江西铜业股份有限公司仍是公司2018年最主要的供应商,占当年采购额的64.88%,公司对单一供应商的依赖程度仍较高。

总体而言,公司铜产品销售业务以服务园区企业为主,业务盈利性弱,客户和供应商集中度较高。

表 7 2017-2018 年铜贸易服务业务前五大客户和前五供应商情况 (单位: 万元)

年份	客户	收入	占比	供应商	采购额	占比
2018年	鹰潭江南铜业有限公司	154,474.81	35.15%	江西铜业股份有限公司	292,501.74	64.88%
	江西祥川铜业有限公司	53,350.59	12.14%	丁圣超	20,285.39	4.50%
	江西金品铜业科技有限公司	25,548.44	5.81%	阮伟红	22,656.56	5.03%
	鹰潭市众鑫成铜业有限公司	30,288.34	6.89%	丁建勇	15,451.25	3.43%
	胜华金属股份有限公司	17,700.54	4.03%	刘素梅	12,036.61	2.67%
	合计	281,362.73	64.02%	合计	362,931.55	80.50%
2017年	贵溪市德融实业有限公司	63,467	18.47%	江西铜业股份有限公司	235,140	68.54%
	江西金品铜业科技有限公司	42,657	12.41%	上海氏联金属材料有限公司	44,166	12.87%
	鹰潭市众鑫成铜业有限公司	28,226	8.21%	江铜国际贸易有限公司	15,424	4.50%
	上海鑫野峰有色金属材料有限公司	18,353	5.34%	江西自立环保科技有限公司	12,198	3.56%
	福建紫金贸易有限公司	16,293	4.74%	上海岑造金属材料有限公司	12,083	3.52%
	合计	168,996	49.17%	合计	319,010	92.99%

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

公司继续获得较大的外部支持

为了支持公司业务运营，更好地发挥公司在基础设施建设中的重要作用，高新区管委会持续给予公司大力支持。

根据高新区党政办公室出具的鹰高新办【2018】21号文件和鹰高新办【2017】8号文通知，高新区管委会将面积 98,829.69 平方米、评估价值 3.83 亿元的房地产注入公司，等额增加公司资本公积。

根据高新区管委会出具的《关于拨付鹰潭市龙岗资产运营有限公司补贴收入的通知》和《关于拨付鹰潭炬能科技发展有限公司补贴收入的通知》等文件，2018 年公司获得政府补助金额的 10,410.24 万元；此外，公司还获得 15,135.12 万元的税收返还和企业发展扶持资金收入，公司全年共获得政府补助收入 25,545.36 万元，进一步提升了公司的盈利水平。

表 8 2018 年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、资产注入		
资产类别（房产）	建筑面积（平方米）	评估价值
高新区管委会将工业一路以南、43 号路东侧金帝花园公共租赁住房	45,709.56	15,998.35
鹰南大道南侧、一经路东侧龙岗花园公共租赁住房	29,280.21	12,297.69
鹰南大道南侧、二经路东侧龙岗花园公共租赁住房	17,119.44	7,190.16
工业十二路以东、白露河以西阳光二区公共租赁住房	6,720.48	2,822.60
合计	98,829.69	38,308.80
2、财政补贴		
依据文件	补贴金额	
《关于拨付鹰潭市龙岗资产运营有限公司补贴收入的通知》	6,320.48	
《关于拨付鹰潭炬能科技发展有限公司补贴收入的通知》	4,089.76	
-	15,135.12	
合计	25,545.36	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、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兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，报告采用新会计准则编制。由于公司投资性房地产后续计量方法由成本模式计量改为公允模式计量，故而采用追溯重述法对财务报表进行调整。

表 9 会计政策变更对 2017 年合并财务报表的影响（单位：万元）

资产负债表项目	2017 年末数	调整差额	2018 年初数
投资性房地产	39,741.89	4,296.64	44,038.52
递延所得税负债	3.53	610.43	613.96
未分配利润	86,375.99	3,686.21	90,062.20
营业成本	361,502.48	-1,315.37	360,187.11
公允价值变动损益	5.20	2,441.72	2,446.92
所得税费用	123.25	610.43	733.68

资料来源：公司2018年审计报告

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，资产以土地资产为主，且应收款项比重较大，整体资产流动性较弱

截至2018年末，公司资产规模为928,242.24万元，较上年增加12.25%，主要系住房资产的注入以及投资性房地产计量方式变更所致。从资产构成上看，流动资产是公司资产的主要构成，截至2018年末的比重为84.43%。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	39,545.69	4.26%	27,868.95	3.37%
应收票据及应收账款	53,190.43	5.73%	50,409.61	6.10%
其他应收款	263,763.41	28.42%	220,067.39	26.61%
存货	422,081.90	45.47%	368,808.34	44.60%
流动资产合计	783,688.44	84.43%	703,496.53	85.07%
投资性房地产	133,347.89	14.37%	44,038.52	5.33%
无形资产	3,169.94	0.34%	64,476.51	7.80%
非流动资产合计	144,553.81	15.57%	123,450.32	14.93%
资产总计	928,242.24	100.00%	826,946.85	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款和存货构成。公司货币资金主要由银行存款、其他货币资金构成，截至2018年末账面余额为39,545.69万元，较上年大幅增加41.90%，主要系为银行借款增加所致；其他货币资金中有21,420.00万元系公司为银行借款提供质押担保，为使用受限的货币资金，占货币资金总额的54.17%。2018年公司应收银行承兑汇票余额为14,339.35万元，均被用于银行借款质押。2018年公司应收

账款余额有所上升，其中应收高新区管委会回购款38,777.97万元，占应收账款总额的99.81%。截至2018年末，公司其他应收款余额为263,763.41万元，较上年增加19.86%，主要系应收高新区管委会往来款规模增加所致，截至2018年末，公司其他应收款中应收高新区管委会往来款240,800.58万元。考虑到公司应收款项（应收账款+其他应收款）的对象主要为事业单位，风险相对可控，但其占总资产的比重为32.60%，占用了公司大量的资金。

存货是公司主要的资产构成，截至2018年末规模为422,081.90万元，占总资产的45.47%。存货主要由土地资产、开发成本和少量原材料等构成，土地资产和开发成本占比分别为83.58%和14.51%。存货中的土地资产为17宗出让性质的商住用地，面积合计151.23万平方米，账面价值合计352,769.08万元。开发成本为电镀集控区项目、双创产业园项目、土地开发整理项目等113个项目的账面余额，截至2018年末规模合计61,228.09万元。

公司非流动资产主要由投资性房地产和无形资产构成。截至2018年末，公司投资性房地产余额为133,347.89万元，同比大幅增加了202.80%，主要是新增当地政府注入房屋建筑物3.83亿元、自固定资产及存货科目转入的房地产3.70亿元、以及公司本年投资性房地产后续计量方法由成本模式计量改为公允模式计量所得的公允溢价。公司无形资产由土地资产和少量软件构成，截至2018年末，无形资产余额为3,169.94万元，同比减少了95.08%，这主要系公司土地使用权因公司经营需要变更用途，由自用土地转为存货，由此带来无形资产减少6.13亿元。截至2018年末，公司存货、无形资产和固定资产中土地资产的账面净值合计355,934.58万元，占公司总资产的38.35%，公司土地资产均未设置抵押。

总体而言，公司资产规模持续增长，但资产以土地资产为主，且应收款项比重较大，公司整体资产流动性较弱。

盈利能力

2018年铜产品销售业务增长使得公司营收明显增加，政府补助对利润贡献较大，但综合毛利率仍较低

2018年公司营业收入为463,695.25万元，较上年增加25.27%，主要系废铜收购业务收入增加所致。由于废铜收购业务处于发展初期阶段，前期略微亏损，该业务的毛利极低，且2018年铜贸易服务业务收入仍为公司营业收入的主要来源，使得2018年的综合毛利仅为-0.77%，综合毛利率较低。公司全年实现现代建业务收入23,257.90亿元，占营业总收入的5.02%，公司在建项目规模较大，项目计划总投资合计46.47亿元，累计已完成投资额2.63亿元，未来该项业务的持续性较好。

2018年公司期间费用为4,168.22万元，较上年增长60.38%，主要系随着公司规模扩大

管理费用增加同时融资费用增加所致。2018年公司共获得政府补助收入25,545.36万元，对利润的贡献较大。

总体而言，2018年铜产品销售业务收入的增长使得公司营业收入增长，但同时进一步拉低公司综合毛利率，政府补助对利润贡献较大。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	463,695.25	370,154.55
营业利润	6,728.46	8,945.53
其他收益	15,135.12	-
营业外收入	10,410.81	10,486.99
利润总额	17,139.26	19,294.01
综合毛利率	-0.77%	2.69%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司业务回款情况较好，但经营性现金持续流出，且在建项目投资规模较大，公司未来仍面临较大的资金压力

2018年公司收现比为1.15，主要系铜贸易服务业务的先款后货模式，使得业务回款情况较好；2018年公司经营活动产生的现金流量净额为-1.24亿元，同比去年现金流出明显减少，主要原因一方面为2018年公司新增废铜收购业务，该业务增加现金流量金额约1亿元（扣除购买商品支出后）；另一方面，废铜收购业务目前处于亏损阶段，政府加大对该业务的财政补贴力度，新增税费返还约1.5亿元；最后，公司2018年度收回与高新区管委会等关联方往来款项净增加约1.8亿元。考虑到截至2018年末公司主要在建项目尚需投资43.84亿元，公司未来仍面临较大的资金压力。

投资活动方面，公司利用闲置资金投资货币基金和银行理财产品，2018年公司投资活动现金净流出1.52亿元，相比2017年度投资活动现金流量净额增加约1.7亿元，主要系2018年公司减少购买理财产品，因此投资支付的现金减少。筹资活动方面，2018年公司筹资活动现金净流入2.93亿元，同比下降51.65%，主要系公司2018年偿还部分债务所致。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.15	1.10
销售商品、提供劳务收到的现金	534,411.83	408,950.40

收到的其他与经营活动有关的现金	116,109.59	97,867.07
经营活动现金流入小计	665,563.53	506,826.90
购买商品、接受劳务支付的现金	532,049.36	416,335.22
支付的其他与经营活动有关的现金	141,974.76	136,179.20
经营活动现金流出小计	677,998.83	554,386.29
经营活动产生的现金流量净额	-12,435.30	-47,559.39
投资活动产生的现金流量净额	-15,216.45	-32,217.42
筹资活动产生的现金流量净额	29,328.50	60,656.19
现金及现金等价物净增加额	1,676.74	-19,120.62

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模仍然较大，存在较大的短期偿债压力

截至2018年末，公司所有者权益为584,213.34万元，同比增加11.70%，主要系划入的房产使得资本公积增加所致。期末公司负债总额为344,028.90万元，同比增加13.20%，主要是公司流动负债增加所致。2018年末产权比率为58.89%，净资产对负债的覆盖情况较好。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	344,028.90	303,917.00
所有者权益	584,213.34	523,029.45
产权比率	58.89%	58.11%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2018年末公司短期借款余额122,542.35万元，较上年大幅增长121.67%，主要原因系公司新增的铜收购业务处于经营发展，需要较多营运资金。公司其他应付款主要为往来款，2018年末余额14,150.62万元，较上年减少31.74%，主要系公司对鹰潭市经贸国有资产运营有限公司的应收款项规模减少所致。一年内到期的非流动负债系一年内需归还的融资款，2018年末余额为27,200.00万元，主要系“15鹰潭高新债”有提前还款设置，部分本金1年内到期，将偿还20%的本金，导致一年内到期的非流动负债增加1.8 亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券构成。2018年末公司长期借款余额113,800.00万元，较上年变化不大，主要是由保证借款和质押借款构成。2018年末公司应付债券余额53,700.60万元，主要是由“15鹰潭高新债”构成。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	122,542.35	35.62%	55,282.00	18.19%
其他应付款	14,150.62	4.11%	20,730.11	6.82%
一年内到期的非流动负债	27,200.00	7.91%	13,400.00	4.41%
流动负债合计	171,604.96	49.88%	98,813.00	32.51%
长期借款	113,800.00	33.08%	114,500.00	37.67%
应付债券	53,700.60	15.61%	89,550.44	29.47%
非流动负债合计	172,423.95	50.12%	205,104.40	67.49%
负债合计	344,028.90	100.00%	303,917.40	100.00%
其中：有息债务	317,542.35	92.30%	273,182.00	89.89%

注：有息债务中的应付债券数据为未考虑利息调整的口径

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由短期借款、一年内到期非流动负债、长期借款和应付债券构成。2018 年末公司有息债务余额 317,542.35 万元，较上年增长 16.24%，主要系银行借款增加，使得公司的债务压力增大。根据公司提供的有息债务本金偿还计划情况来看，2019 年需偿还有息债务占比 47.16%，此外，2019 年公司新发行的“19 鹰潭高新债”也进一步加大了公司的偿债压力。整体来看，公司短期偿债压力较大。

表 15 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
有息债务本金偿还计划	149,742.35	42,700.00	33,200.00	91,900.00

资料来源：公司提供

从偿债指标来看，2018 年公司资产负债率为 37.06%，较上年增加 0.31 个百分点。2018 年公司流动比率、速动比率分别较上年减少 2.55 和 1.28，长短期偿债能力均有所减弱。受盈利下滑的影响，2018 年公司 EBITDA 较上年下滑 4.82%。EBITDA 利息保障倍数为 5.11，有息债务/EBITDA 为 16.26，公司的偿债压力增大。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	37.06%	36.75%
流动比率	4.57	7.12
速动比率	2.11	3.39
EBITDA（万元）	19,530.13	20,518.57
EBITDA 利息保障倍数	5.11	8.17
有息债务/EBITDA	16.26	13.31

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

鹰潭投资的连带责任保证担保为本期债券的还本付息提供了一定保障

1、担保条款

本期债券由鹰潭投资提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证担保的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证期间为债券存续期及债券到期之日起两年，债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2、担保人情况

2018年鹰潭投资注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2018年底，公司注册资本、实收资本仍为100,000.00万元，控股股东、实际控制人仍为鹰潭市国有资产监督管理委员会。2018年底，鹰潭投资合并报表范围未发生变更。

表 17 2017-2018 年鹰潭投资营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	90,589.36	50.93%	74,309.54	16.80%
其中：土地转让收入	80,924.74	55.50%	47,376.37	19.12%
基础设施建设收入	9,664.61	12.71%	26,933.17	12.71%
其他业务收入	16,015.62	33.93%	18,037.82	50.99%
合计	106,604.98	48.38%	92,347.36	23.47%

资料来源：鹰潭投资 2018 年审计报告

鹰潭投资作为鹰潭市基础设施建设和国有资产运营主体，业务主要包括基础设施建设和土地开发。2018年鹰潭投资实现营业收入106,604.98万元，同比增加21.91%；其中土地转让收入同比增长70.81%，基础设施建设收入同比下降64.12%，其他业务收入同比下降11.21%。毛利率方面，公司综合毛利率较上年上升24.91个百分点，为48.38%，主要土地转让收入毛利率大幅增加所致。

表 18 鹰潭投资主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,818,915.10	2,591,201.25	2,716,324.71
所有者权益	1,744,272.98	1,686,690.70	1,675,100.33
有息债务	-	561,005.50	716,189.50
资产负债率	38.12%	34.91%	38.33%
流动比率	6.28	18.43	17.46

营业收入	106,604.98	92,347.36	106,682.12
其他收益	11,000.00	25,000.00	-
营业外收入	1.50	0.00	20,006.12
利润总额	45,388.75	41,193.90	43,750.61
综合毛利率	48.38%	23.47%	27.44%
EBITDA	57,478.06	52,706.06	54,412.90
EBITDA 利息保障倍数	1.75	1.31	1.28
经营活动现金流净额	52,752.01	-101,561.12	124,927.23

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告年初数，2018 年有息债务暂无公开数据。
资料来源：鹰潭投资 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月29日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司为鹰潭投资（股东为鹰潭市国有资产监督管理委员会）等5家企业合计121,620.00万元的借款担保，占公司期末净资产的20.82%，其中对民营企业的担保余额占总担保余额比例为1.23%，公司所有对外担保均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 19 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保方式	是否有反担保
鹰潭市投资公司	110,000.00	信用担保	否
鹰潭市经贸国有资产运营公司	10,120.00	质押担保	否
江西江南新材料科技有限公司 ¹	600	信用担保	否
鹰潭市众鑫成铜业有限公司	600	信用担保	否
江西吉智大健康产业有限公司	300	信用担保	否
合计	121,620.00	-	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 原名“鹰潭江南铜业有限公司”，于 2018 年 11 月 29 日更名。

八、评级结论

2018年，鹰潭市高新区外部经济环境较好，继续为公司发展提供了良好的基础；公司未来收入来源较有保障；公司是高新区内主要的基础设施建设主体，继续获得较大的外部支持；鹰潭投资为本期债券连带责任保证担保，能为本期债券还本付息提供进一步的保障。

同时中证鹏元也关注到了公司以土地资产为主的存货规模较大，同时应收款项占用资金较多，资产流动性较弱；公司经营性现金流较差，而主要在建项目投资规模较大，未来面临较大资金压力；公司短期偿债压力也较；且存在一定的或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元对公司主体长期信用等级维持为AA，本期债券信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

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：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	39,545.69	27,868.95	42,569.57
其他应收款	263,763.41	220,067.39	135,017.99
存货	422,081.90	368,808.34	439,346.16
流动资产合计	783,688.44	703,496.53	687,043.17
非流动资产合计	144,553.81	123,450.32	48,428.48
总资产	928,242.24	826,946.85	735,471.64
短期借款	122,542.35	55,282.00	37,750.00
一年内到期的非流动负债	27,200.00	13,400.00	10,000.00
流动负债合计	171,604.96	98,813.00	63,760.80
长期借款	113,800.00	114,500.00	76,550.00
应付债券	53,700.60	89,550.44	89,394.63
非流动负债合计	172,423.95	205,104.40	166,446.86
总负债	344,028.90	303,917.40	230,207.66
有息债务	317,542.35	273,182.00	214,300.00
所有者权益	584,213.34	523,029.45	505,263.98
营业收入	463,695.25	370,154.55	265,154.99
营业利润	6,728.46	8,945.53	4,250.87
营业外收入	10,410.81	10,486.99	10,803.12
净利润	16,520.58	18,560.34	15,026.29
经营活动产生的现金流量净额	-12,435.30	-47,559.39	-20,602.32
投资活动产生的现金流量净额	-15,216.45	-32,217.42	2,739.69
筹资活动产生的现金流量净额	29,328.50	60,656.19	32,767.31
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	-0.77%	2.69%	2.59%
收现比	1.15	1.10	1.06
产权比率	58.89%	58.11%	45.56%
资产负债率	37.06%	37.06%	31.30%
流动比率	4.57	7.12	10.78
速动比率	2.11	3.39	3.88
EBITDA（万元）	19,530.13	20,518.57	16,387.63
EBITDA 利息保障倍数	5.11	8.17	1.20
有息债务/EBITDA	16.26	13.31	13.04

资料来源：公司 2017、2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
鹰潭市翔鹰实业有限公司	28,000.00	100.00%	项目投资；资产管理；国有资产运营；基础设施建设
鹰潭炬能科技发展有限公司	1,000.00	100.00%	节能技术推广服务、管理、开发；节能路灯技术推广、开发、销售；园林绿化工程；项目投资；企业管理服务
江西炬能投资发展有限公司	1,000.00	100.00%	项目投资；资产管理；企业管理服务；房屋租赁；市政工程建设
鹰潭炬能物业管理有限公司	50.00	100.00%	物业管理；亮化工程、园林绿化
鹰潭炬能有色金属有限公司	1,000.00	51.00%	有色金属、五金销售、仓储；国内商业贸易；会展服务；信息咨询
江西炬能产业园运营有限公司	1,000.00	100.00%	房地产开发经营，房地产营销策划，房屋租赁，物业管理，室内外装饰装修工程，建筑技术培训，商务信息咨询
鹰潭炬能建设工程有限公司	5,000.00	100.00%	房屋建筑、市政公用、公路等基础施工
鹰潭炬能新材料有限公司	8,000.00	100.00%	铜产品加工及销售,有色金属、金属材料加工及销售,机械设备销售;再生资源回收、利用及销售
江西兴鹰建设有限公司	5,000.00	100.00%	市政公用工程;房屋建筑工程;水利水电工程;建筑智能化工程;建筑装饰装修工程等

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

附录四 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、债务人主体长期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、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。