

2019 年第一期、2020 年第一期
岳阳市君山区城市建设投资有限公司
公司债券 2020 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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【140】号 01

债券简称：19 君山债 01/
19 君山 01、20 君山债
01/20 君山 01

债券剩余规模：
19 君山 01：7.00 亿元、
20 君山 01：6.00 亿元

债券到期日期：
19 君山 01：2026 年 04
月 23 日
20 君山 01：2027 年 03
月 13 日

债券偿还方式：每年付
息一次，第 3 至第 7 个
计息年度分别偿还债券
发行总额的 20%

分析师

姓名：
蒋晗 刘惠琼

电话：
0755-82879073

邮箱：
jianghan@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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

2019 年第一期、2020 年第一期 岳阳市君山区城市建设投资有限公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次/首次信用评级结果
债券信用等级	19 君山 01：AA 20 君山 01：AA	19 君山 01：AA 20 君山 01：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	2020 年 06 月 11 日	19 君山 01：2019 年 7 月 29 日 20 君山 01：2020 年 1 月 7 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”）对岳阳市君山区城市建设投资有限公司（以下简称“君山城投”或“公司”）及其分别于 2019 年 04 月 23 日和 2020 年 3 月 13 日发行的公司债券（分别为 19 君山 01、20 君山 01，以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，公司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，公司业务持续性仍然较好；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2019 年岳阳市实现 GDP 3,780.41 亿元，同比增长 8.0%；君山区 GDP 为 162.3 亿元，同比增长 8.0%，初步形成了食品、纺织、饲料、油脂化工、造纸、建材等六大工业体系，第三产业对经济增长贡献达 46.9%，带动经济增长效果明显。
- 公司业务持续性较好。公司主要从事岳阳市君山区内基础设施建设和土地开发整理业务，主要业务在区域内具有垄断性。截至 2019 年末，公司主要代建项目总投资为 17.54 亿元，已投资 2.68 亿元，业务持续性较好。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司资产以土地及应收款项为主，应收款项合计 46.44 亿元，占总资产的 31.68%，账龄较长且回收时间不确定；土地使用权账面价值为 78.25 亿元，占总资产的 53.38%，其中已抵押的土地使用权账面价值为 17.14 亿元，占总资产的 11.69%。
- **公司经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力。**2019 年公司业务回款减慢，收现比下降为 0.71，同时君山区基础设施项目建设进度加快，公司工程款支付较多，且往来款以流出为主，当期经营活动现金净流出 8.08 亿元；截至 2019 年末，公司主要在建项目未来尚需投入 21.93 亿元，且随着君山区土地整理项目的推进，也需要投入较多资金，整体来看公司存在较大资金支出压力。
- **公司有息债务规模较大，面临较大的偿债压力。**2019 年末公司有息债务为 48.42 亿元，同比增长 23.82%，有息债务增长较快且规模较大；现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.12 和 0.64。2020-2021 年公司尚需偿还的有息本金达 10.85 亿元。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,466,033.65	1,388,926.58	1,428,578.44
所有者权益	914,194.88	902,536.00	903,178.60
有息债务	484,175.16	391,031.24	440,765.40
资产负债率	37.64%	35.02%	36.78%
现金短期债务比	1.12	2.02	16.27
营业收入	72,722.77	31,619.97	80,857.50
利润总额	13,322.96	11,030.68	23,735.13
综合毛利率	23.95%	43.43%	31.26%
EBITDA	13,907.13	11,503.68	24,997.56
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.67	1.16
经营活动现金流净额	-80,781.53	-62,294.38	-69,921.83
收现比	0.71	1.86	0.19

注：2018年数据采用2019年审计报告期初数。

资料来源：公司2017年、2019年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司分别于2019年4月23日和2020年3月13日发行7年期的7.00和6.00亿元公司债券，募集资金拟计划用于洞庭湖绿色食品产业园建设项目和补充流动资金。截至2020年3月末，本期债券募集资金专项账户余额为1.58亿元。

二、发行主体概况

2019年公司名称未发生变化。国开发展基金有限公司和中国农发重点建设基金有限公司分别已减资0.60亿元和0.60亿元，退出公司股东序列，公司注册资本变更为49.80亿元。截至2019年末公司上述减资尚未办理工商变更，岳阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“岳阳市国资委”）、岳阳市君山区财政局分别持有公司60%、40%的股份，公司控股股东仍为岳阳市国资委，实际控制人仍为岳阳市人民政府。

2019年公司主营业务仍为土地开发整理和工程代建业务。2019年1月，君山区政府将岳阳市君山自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）划拨至公司名下，纳入公司合并范围，截至2019年末公司合并范围有8家子公司。

表1 跟踪期内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
岳阳市君山自来水有限公司	100%	10,000.00	供水业务	划拨

资料来源：公司2019年审计报告

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019年以来，延续2018年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升

开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。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》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，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”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

岳阳市经济基础较好，近年经济保持增长，工业快速发展带动固定资产投资仍保持较快增长

依托于良好的区位优势，岳阳市近年来经济持续增长，2019年岳阳市地区生产总值为3,780.41亿元，同比增长率为8.0%。三次产业结构为10.0：40.4：49.6，第三产业拉动经济增长效果明显，服务业快速增长，2019年岳阳市社会消费品零售总额为1,456.77，同比增长10.4%。2019年岳阳市人均GDP为65,357元，是全国人均GDP的92.19%。

岳阳市经济以工业为主，全市已逐步形成了以石化、造纸、食品、纺织等传统优势产业为基础，以机械、医药、有色及循环等新兴产业为主导的新型工业体系；此外，全市工业逐步向园区集中，产业向园区聚集，园区的承载功能和集聚效应不断增强，目前全市拥有国家级开发区1个、省级及以上园区9个，工业生产增长平稳。2019年岳阳市全年全部工业增加值1,286.88亿元，比上年增长8.1%，其中：规模以上工业增加值增长8.1%，全市九大主要产业增加值多数增长，其中：食品行业增长9.9%；医药行业增长10%；造纸行业下降19.4%；机械行业增长10.9%；建材行业增长9.7%；有色及循环行业增长5.5%；纺织行业增长9.6%；电力行业增长7.5%；石化行业同比增长4%。

在工业快速发展的同时，对岳阳市进出口贸易的提振效果明显，2019年进出口总额为

330.05亿元，同比大幅增长60.9%，其中：出口191.68亿元，增长89.7%，进口138.36亿元，增长32.9%。

2019年岳阳市固定资产投资比上年增长11.3%，增速仍较快，第一、二、三产业投资分别增长19%、21.8%和3.5%。其中，工业投资增长28.6%，基础设施投资下降4.1%，高新技术产业投资增长67.6%。2019年岳阳市房地产开发投资205.38亿元，比上年增长2.6%，增速较低，商品房销售面积622.03万平方米，增长5.2%，商品房销售额366.25亿元，增长5.4%。

表2 2018-2019年岳阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	3,780.41	8.0%	3,411.01	8.3%
第一产业增加值	380.62	3.1%	319.91	3.3%
第二产业增加值	1,525.83	7.9%	1,424.34	7.7%
第三产业增加值	1,873.96	8.9%	1,666.76	10.0%
工业增加值	1,286.88	8.1%	1,227.42	7.3%
固定资产投资	-	11.3%	-	10.6%
社会消费品零售总额	1,456.77	10.4%	1,319.87	9.3%
进出口总额	330.05	60.9%	205.02	33.7%
存款余额	2,759.00	1.3%	2,722.67	4.7%
贷款余额	1,993.80	20.7%	1,645.24	24.8%
人均GDP（元）		65,357		58,840
人均GDP/全国人均GDP		92.19%		91.20%

资料来源：岳阳市2018-2019年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年岳阳市实现公共财政收入150.2亿元，同比增长4.3%，其中税收收入96.2亿元，同比增长4.8%，占公共财政收入比重为64.02%，实现政府性基金收入286.7亿元。同期岳阳市公共财政支出为534.2亿元，同比增长4.2%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为28.11%。

君山区经济保持平稳增长，第三产业贡献较大，产业投资加速带动固定资产投资持续增长

近年君山区经济总量保持持续发展，但经济总量规模不大。2019年君山区实现地区生产总值162.3亿元，按可比价格计算，同比增速为8.0%。2019年君山区人均生产总值65,761.75元，是全国人均生产总值的92.76%。2019年三次产业结构为18.4：36.5：45.1，第三产业对经济增长贡献率达46.9%，贡献较大，2019年社会消费品零售总额为34.6亿元，同比增长10.5%。2019年全区固定资产投资为116.8亿元，同比增长11.6%，产业投资完成

83.6亿元，增长25.9%，基础设施投资完成23.1亿元，下降28.2%。

君山区工业以本地的农产品、矿产品加工为主，初步形成了食品、纺织、饲料、油脂化工、造纸、建材等六大体系，2019年君山区全区75家规模工业企业完成总产值207.05亿元，同比增长13%。全部工业用电量8,106万千瓦时，增长11.8%。全部工业实缴税金9,389万元，增长15.8%，全部工业从业人员年平均人数为1.92万人，增长7.3%，园区企业实现产值141.77亿元，增长14.2%，园区规模工业增加值占规模工业比重为70.5%。

表3 2018-2019年君山区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	162.3	8.0%	144.87	8.2%
第一产业增加值	30.98	3.8%	25.98	3.4%
第二产业增加值	53.89	8.7%	56.37	7.5%
第三产业增加值	77.45	7.6%	62.52	11.3%
固定资产投资	116.8	11.6%	100.8	11.1%
社会消费品零售总额	34.6	10.5%	31.3	9.7%
存款余额	73.66	-3.4%	76.2	1.3%
贷款余额	14.5	2.4%	14.2	-11.8%
人均 GDP（元）	65,761.75		58,745.29	
人均 GDP/全国人均 GDP	92.76%		91.05%	

资料来源：君山区2018-2019年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据君山区2019年国民经济和社会发展统计公报，2019年君山区全区实现财政总收入5.19亿元，同比增长6.3%，其中一般公共预算收入3.07亿元。财政总收入中，税收收入4.16亿元，占财政总收入的比重为79.9%。同期君山区全区公共财政预算总支出为23.53亿元，同比增长6.58%，财政自给率（财政总收入/公共财政预算总支出）为22.06%。

四、经营与竞争

公司主要承担岳阳市君山区市政基础设施建设及土地开发整理职能，收入主要来源于代建收入和土地开发整理收入，主营业务在君山区内处于垄断地位。2019年代建收入为6.30亿元，同比大幅增长502.47%，毛利率维持在20%。2019年土地开发整理收入同比下滑61.33%，主要受君山区土地出让行情影响，毛利率仍处于较高水平。

2019年1月，自来水公司被君山区政府划拨至公司名下。公司新增自来水销售业务。自来水公司主要负责君山区全境内的自来水供应，但受限于君山区人口较为分散且人口较少，自来水销售收入规模较小，对公司营收贡献较小。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建收入	63,001.48	20.00%	10,457.16	20.00%
土地开发整理收入	8,183.22	51.61%	21,162.81	55.00%
自来水销售	1,186.94	20.59%	-	-
其他业务	351.13	100.00%	-	-
合计	72,722.77	23.95%	31,619.97	43.43%

资料来源：公司提供

2019年公司代建收入增长较快，未来仍需投入大量建设资金，存在较大的资金支出压力

公司主要承担了岳阳市君山区内的市政工程建设、保障房建设等任务。公司与君山区人民政府签署了《项目建设委托协议》（以下简称“委托协议”），接受君山区人民政府的委托，负责对授权建设项目进行施工图设计之后的工程前期准备、现场施工组织及建设指挥协调等任务，保证工程质量、进度、投资履约，并履行竣工验收，质量保修等义务。根据委托协议约定，公司按照君山区财政局审定的工程投资额的125%确定公司代建工程收入。

2019年代建收入实现6.30亿元，同比大幅增加502.47%，主要系当期工程竣工验收量增加所致。

表6 2019年公司前五大代建项目收入明细表（单位：万元）

项目名称	收入金额	投资额
标准化厂房一期	11,467.11	9,173.69
童记三利和食品厂二三车间工程	8,589.08	6,871.26
村级建设平台资金	8,585.28	6,868.22
标准化厂房建设二期	6,316.53	5,053.22
防汛应急贷款美丽乡村建设	5,086.18	4,068.95
合计	40,044.18	32,035.34

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要在建项目为洞庭湖绿色食品产业园建设项目、三角坪棚改项目等。洞庭湖绿色食品产业园建设项目为本期债券募投项目，未来将以出售及出租等市场化方式实现收入，除该项目之外其余主要在建项目均与君山区财政局签署了《委托代建框架协议》。截至2019年末，公司主要在建项目未来尚需投入资金21.93亿元，面临较大的资金支出压力。

表7 截至2019年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	建造模式
洞庭湖绿色食品产业园建设项目*	168,715.63	98,043.31	自建
三角坪棚改	115,512.23	2,000.00	代建
望城片区棚改	24,193.57	7,384.00	代建
清螺小区	14,470.33	14,184.35	代建
农科路棚改	12,079.96	1,476.54	代建
政府机关周边小区棚改	9,184.94	1,766.92	代建
合计	344,156.66	124,855.12	-

注：“*”为本期债券募投项目。
 资料来源：公司提供

2019年公司土地开发整理业务收入大幅下滑，该业务易受土地市场波动的影响，未来收入仍存在不确定性

公司承担了君山区土地开发整理任务，根据2009年1月公司与岳阳市君山区人民政府签署的《土地代开发协议》，公司接受委托对君山区内土地开发项目进行整理，具体包括土地征收（用）、拆迁、安置、三通一平工程建设工作。区域内具体开发项目、开发进度及完成期限由双方另行协商约定，土地完成一级开发后，交由区国土局组织公开交易，同时由君山区财政局对公司当年的土地开发成本进行审核并确认开发过程发生的各项支出作为土地投资成本，财政拨付土地出让收入作为公司土地开发整理收入。

从公司实际情况来看，公司以整理地块的土地成交价格确认为收入，以财政局审核确认后的各项支出结转成本，2019年公司土地整理收入同比减少61.33%，主要系土地成交减少所致。由于公司整理的土地出让收入远高于成本，因此土地开发整理业务毛利率较高，2018年及2019年分别为55.00%和51.61%。

表8 2019年公司土地开发整理业务收入情况（单位：平方米、万元）

序号	地块位置	整理面积	确认收入
1	君山区洞庭大道以北、青螺小区以南	12,521.00	3,342.50
2	君山区柳林洲街道办事处和君山区水管会	19,155.20	2,143.75
3	君山区柳林洲街道办事处岳华村	69,357.00	1,101.35
4	君山区柳林洲街道办事处岳华村，富岗路以西，柳毅路以南，荆江大道以东	33,634.89	832.91
5	君山区柳林洲街道办事处岳华村	47,624.00	762.71
	合计	182,292.09	8,183.22

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司仍在开发整理的土地项目较多，其中包括3,400亩拟开发整理的旅游路沙鸥南路地块，该等项目已与君山区人民政府签订《土地代开发协议》，土地整理

业务可持续性较好。公司土地开发整理业务依赖当地政府土地出让计划，同时易受当地房地产市场价格及土地出让市场波动影响，未来土地开发整理收入存在不确定性。

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亚太（集团）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年审计报告，因财务报表格式调整，2018年数据采用2019年审计报告期初数，报告采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产以土地和应收款项为主，应收款项回收时间不确定，整体资产流动性较弱

截至2019年末，公司资产总额小幅增长，资产结构保持稳定。公司货币资金余额为2.80亿元，其中1.00亿元定期存单因给其他单位借款质押担保而受限，剩余1.80亿元货币资金未受限。

2019年末应收账款账面价值为28.68亿元，同比增长7.74%，账龄在1年以上的占75.12%，主要为应收岳阳市君山区财政局28.67亿元代建款，占总额的99.94%，应收账款回收较慢。其他应收款账面价值为17.76亿元，主要为与其他单位的往来款15.47亿元和拆借给其他单位的资金2.85亿元，其中拆借款未约定利息，其他单位占用公司资金较多。截至2019年末公司应收款项合计达46.44亿元，占总资产的31.68%，规模较大，对公司资金形成较大占用，且该等款项回款时间存在一定不确定性，同时应持续关注对外借款资金的回收风险。

2019年末存货账面价值为18.91亿元，主要为土地使用权3.03亿元和未竣工结算的项目成本15.78亿元。主要系工程成本增加所致。

2019年末其他非流动资产账面价值为75.23亿元，占总资产比重为51.31%，均于2018年之前划拨或购买入账，土地开发整理时间较长，现有库存土地均未完全开发完成，政府对这部分土地拟在未来进行转让。公司土地使用权类型主要为国有出让，用途为商住，总面积合计约51.40万平方米，包括存货中土地使用权及上述库存土地，合计总账面价值为78.25亿元，占总资产比重为53.38%；其中已抵押土地账面价值为17.14亿元，占总资产比重为11.69%。

公司资产主要为土地使用权、应收款项和工程成本，其中应收款项占比较高，回收较慢。土地使用权占总资产的53.38%，且已抵押土地占比较高。公司整体资产流动性偏弱。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	27,986.34	1.91%	38,455.09	2.77%
应收账款	286,837.66	19.57%	266,235.19	19.17%
其他应收款	177,584.58	12.11%	167,692.42	12.07%
存货	189,090.88	12.90%	130,179.22	9.37%
流动资产合计	692,923.77	47.27%	620,192.33	44.65%
其他非流动资产	752,282.00	51.31%	752,282.00	54.16%
非流动资产合计	773,109.88	52.73%	768,734.26	55.35%
资产总计	1,466,033.65	100.00%	1,388,926.58	100.00%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司营业收入增长较快，综合毛利率下降，未来代建业务收入较有保障

2019年公司营业收入同比增长129.99%，主要系代建收入大幅增长502.47%所致。2019年君山区土地出让成交情况较差，导致当期土地开发整理收入大幅减少61.33%。另外由于代建收入毛利率维持20%而其收入占比提升至86.63%，导致当期综合毛利率下降至23.95%，同比减少19.48个百分点。

截至2019年末公司代建项目尚需投资14.86亿元，且公司账面代建项目开发成本为15.78亿元，未来代建收入持续性较有保障。但土地整理收入受君山区土地市场景气度影响较大，未来收入持续性存在一定的不确定性。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	72,722.77	31,619.97
营业利润	13,354.76	11,035.32
利润总额	13,322.96	11,030.68
综合毛利率	23.95%	43.43%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司主营业务收现情况不佳，经营活动现金流表现较差，未来在建项目面临较大的资金压力

公司经营活动现金流入主要来自公司收到的土地开发整理款项，工程施工款项、财政补助款以及公司与其他单位的往来款。公司经营活动现金流出主要是相应业务的成本支出以及与其他单位的往来款。2019年主营业务回款减慢，收现比下降至0.71，同时君山区基础设施项目建设进度加快，公司工程款支付较多，且往来款以流出为主，当期经营活动现金流净额为-8.08亿元，表现较差。

公司投资活动现金流持续净流出，2019年投资湖南君投建设有限公司1,500万元和购建固定资产支出6,656.39万元。

2019年公司债务融资力度加大，取得银行借款4.25亿元和债券融资6.93亿元，偿还债务和支付利息合计3.37亿元，当期筹资活动净流入7.82亿元。截至2019年末公司主要在建工程未来尚需投入21.93亿元，面临较大的资金压力。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.71	1.86
销售商品、提供劳务收到的现金	51,652.87	58,889.32
收到的其他与经营活动有关的现金	11,009.05	118,126.82
经营活动现金流入小计	62,661.93	177,016.13
购买商品、接受劳务支付的现金	93,518.69	83,574.83
支付的其他与经营活动有关的现金	46,640.51	150,920.84
经营活动现金流出小计	143,443.46	239,310.51
经营活动产生的现金流量净额	-80,781.53	-62,294.38
投资活动产生的现金流量净额	-7,929.78	-4,423.84
筹资活动产生的现金流量净额	78,242.56	-69,491.97
现金及现金等价物净增加额	-10,468.75	-136,210.19

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模持续上升，偿债压力上升

2019年末公司所有者权益为91.42亿元，而负债规模增长13.46%至55.18亿元，产权比率上升至60.36%。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	551,838.77	486,390.58
所有者权益	914,194.88	902,536.00
产权比率	60.36%	53.89%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司短期借款为土地抵押借款3,000万元，其他应付款余额为7.09亿元，主要包括资金往来款4.57亿元及向国有企事业单位取得的借款1.74亿元（计入有息债务）。一年内到期的流动负债为抵押借款2,950万元、质押借款11,836万元和保证借款7,100万元。

2019年末长期借款余额为31.42亿元，占总负债的56.94%，主要为13.86亿元保证借款和16.78亿元质押借款，一年内到期的长期借款有2.19亿元。2019年末应付债券余额为6.94亿元，为公司发行的7年期的19君山债01。2019年末长期应付款余额为5.83亿元，均为岳阳市君山区财政局置换公司的有息债务形成的长期应付款，借款利息及本金实际仍由公司偿还。2020年3月13日公司发行了20君山01（6亿元，利率7.96%）。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3,000.00	0.54%	0.00	0.00%
其他应付款	70,928.72	12.85%	82,983.71	17.06%
一年内到期的非流动负债	21,886.00	3.97%	18,992.00	3.90%
流动负债合计	109,906.50	19.92%	132,034.15	27.15%
长期借款	314,243.00	56.94%	296,051.11	60.87%
应付债券	69,383.95	12.57%	0.00	0.00%
长期应付款	58,305.32	10.57%	58,305.32	11.99%
非流动负债合计	441,932.27	80.08%	354,356.43	72.85%
负债合计	551,838.77	100.00%	486,390.58	100.00%
其中：有息债务	484,175.16	87.74%	391,031.24	80.39%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司有息债务同比增加23.82%至48.42亿元，规模较大且增长较快。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，2020-2021年公司尚需偿还的本金达10.85亿元，短期内仍面临偿债压力。

表14 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年及以后
本金	51,007.90	57,527.36	66,449.15	309,190.75

资料来源：公司提供

2019年末公司资产负债率上升至37.64%，同比增加2.62个百分点；短期债务增加较多，导致期末现金短期债务比下降至1.12。2019年EBITDA利息保障倍数仍不高，同时有息债务/EBITDA略有上升。综合看，公司各项偿债能力指标有所弱化。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	37.64%	35.02%
现金短期债务比	1.12	2.02
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.67
有息债务/EBITDA	34.81	33.99

资料来源：公司 2019 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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月29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

公司存在一定或有负债风险

截至2019年末，公司对外提供担保金额1.98亿元，占净资产的2.17%，被担保方为国有企业，未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表16 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	企业性质	是否有反担保
岳阳正通管网运营管理有限公司	19,800.00	国有企业	否

资料来源：公司提供

八、评级结论

2019年岳阳市及君山区经济增长较快，为公司发展提供了良好的外部环境，同时公司主要代建项目总投资为17.54亿元，已投资2.68亿元，业务持续性仍较好。

同时中证鹏元也关注到公司应收款项占比较高，资金被占用较多；土地使用权占比较高且土地资产抵押率较高，资产流动性较弱；经营活动现金流表现较差，在建项目存在较大的资金压力；有息债务规模仍然较大，2019年现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数仅为1.12和0.64，面临较大的偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

基于以上情况，经综合评定，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，维持评级展望为稳定。

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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	27,986.34	38,455.09	183,665.90
应收账款	286,837.66	266,235.19	293,504.54
其他应收款	177,584.58	167,692.42	107,735.43
存货	189,090.88	130,179.22	71,029.36
流动资产合计	692,923.77	620,192.33	679,940.30
其他非流动资产	752,282.00	752,282.00	736,574.23
非流动资产合计	773,109.88	768,734.26	748,638.14
资产总计	1,466,033.65	1,388,926.58	1,428,578.44
短期借款	3,000.00	0.00	0.00
应付账款	13,874.76	30,032.80	18,988.93
其他应付款	70,928.72	82,983.71	74,190.83
一年内到期的非流动负债	21,886.00	18,992.00	11,292.00
流动负债合计	109,906.50	132,034.15	104,926.44
其中：长期借款	314,243.00	296,051.11	398,860.00
应付债券	69,383.95	0.00	0.00
长期应付款	58,305.32	58,305.32	21,613.40
非流动负债合计	441,932.27	354,356.43	420,473.40
负债总额	551,838.77	486,390.58	525,399.84
有息债务	484,175.16	391,031.24	440,765.40
所有者权益	914,194.88	902,536.00	903,178.60
营业收入	72,722.77	31,619.97	80,857.50
营业利润	13,354.76	11,035.32	23,583.90
营业外收入	0.81	0.00	172.02
利润总额	13,322.96	11,030.68	23,735.13
经营活动产生的现金流量净额	-80,781.53	-62,294.38	-69,921.83
投资活动产生的现金流量净额	-7,929.78	-4,423.84	-4,304.29
筹资活动产生的现金流量净额	78,242.56	-69,491.97	167,869.59
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	23.95%	43.43%	31.26%
收现比	0.71	1.86	0.19
产权比率	60.36%	53.89%	58.17%
资产负债率	37.64%	35.02%	36.78%
现金短期债务比	1.12	2.02	16.27
EBITDA（万元）	13,907.13	11,503.68	24,997.56
EBITDA 利息保障倍数	0.64	0.67	1.16
有息债务/EBITDA	34.81	33.99	17.63

注：2018年数据采用2019年审计报告期初数。

资料来源：公司2017年、2019年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019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
岳阳市君山区新城保障性安居工程建设投资有限公司	3,000.00	100.00%	统筹安居工程建设,从事房地产开发、经营和资产管理
岳阳惠众公用事业发展有限公司	10,000.00	100.00%	水利、环境和公共设施管理业
岳阳广清污水处理发展有限公司	15,000.00	100.00%	污水净化处理
岳阳君桂置业有限公司	3,000.00	100.00%	房地产开发,土地平整,市政建设
岳阳市开元君山建设投资有限公司	3,000.00	100.00%	对土地、房产、城市基础设施的投资、开发,城市设施运营管理
岳阳全域旅游发展有限公司	10,000.00	100.00%	旅游资源开发和经营管理,旅游景区配套设施建设,旅游项目建设
岳阳液化天然气有限公司	30,000.00	65.00%	液化天然气的接收、汽化、储备、销售,其他清洁能源的开发和利用
岳阳市君山自来水有限公司	10,000.00	100.00%	供水业务

资料来源:公司2019年审计报告

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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{其他应付款 (有息)} + 1 \text{ 年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$

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。