

2019 年景德镇市城市建设开发投资有限责任公司

**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員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



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【879】号 01

债券简称：19 景城债/ 19
景城城投债

债券剩余规模：10 亿元

债券到期日期：2026 年
1 月 8 日

债券偿还方式：每年付
息一次，在债券存续期
的第 3-7 年末逐年分别
按照债券发行总额的
20%偿还本金

分析师

姓名：
蒋申 钟继鑫

电话：
0755-82872532

邮箱：
jiangsh@cspengyuan.co
m

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 年景德镇市城市建设开发投资有限责任公司 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	2020 年 8 月 19 日	2019 年 6 月 23 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”）对景德镇市城市建设投资集团有限责任公司¹（以下简称“景德镇城投”或“公司”）及其 2019 年 1 月 8 日发行的公司债券（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，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景德镇市优势产业发展态势好，区域经济较快增长，为公司发展提供了良好外部环境，公司在建项目业务量充足，收入较有保障，并得到较大力度的外部支持。同时中证鹏元也关注到了公司土地储备整理项目未来投入和收入实现存在不确定性，公司资产流动性较弱，承接的项目较多导致经营现金流表现欠佳，资金支出压力较大，有息债务规模快速增长且短期偿债压力增大等风险因素。

正面：

- 景德镇市优势产业发展态势好，区域经济较快增长，为公司发展提供了良好基础。2019 年景德镇市实现 GDP926.11 亿元，同比增长 7.8%，区域经济较快增长；景德镇六大优势产业规模以上增加值同比增长 8.5%，优势产业发展态势好，继续为公司发展提供了良好基础。
- 在建项目业务量充足，公司收入较有保障。公司是景德镇市主要的基础设施建设主体之一，主营业务涉及棚户区改造、委托代建等板块。截至 2019 年末，公司主要在政府的政府购买服务棚户区改造项目、委托代建项目总投资合计 107.23 亿元，

¹ 2019 年 5 月 17 日，公司名称由“景德镇市城市建设开发投资有限责任公司”更名为“景德镇市城市建设投资集团有限责任公司”。

可通过政府购买服务、委托代建等实现收益。

- **公司获得的外部支持力度较大。**2019 年，公司获得景德镇市国有资产监督管理委员会（以下简称“景德镇国资委”）实缴出资 14.00 亿元、农发基金出资 1.00 亿元；此外，景德镇市财政局、景德镇市中心城昌南拓展区建设办公室（以下简称“昌南拓展区建设办”）分别注资 8.00 亿元、1.94 亿元，公司获得的外部支持力度较大，资本实力大增。

关注：

- **公司土地储备整理项目未来投入和收入实现存在不确定性。**截至 2019 年末，公司土地整理项目总投资额 47.00 亿元，已投资 26.32 亿元。近年景东高铁商务区、陶瓷文化创意新区的区域规划发生一定变化，景东高铁商务区土地储备整理项目收储工作放缓，公司土地储备整理项目未来投入和收入实现存在不确定性。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以土地、房屋和在建项目工程投入为主，占比超过 50%。截至 2019 年末，公司用于抵质押的银行存款、土地、地上建筑物、工程项目价值合计 81.63 亿元，受限资产规模较大，占总资产的 23.48%。整体来看，公司资产整体流动性较弱。
- **公司经营现金流表现欠佳，面临较大的资金支出压力。**由于项目持续投入及政府支付工程款缓慢，2019 年，公司经营活动产生的现金净额为 0.74 亿元，表现欠佳；公司投资活动现金流也表现为大额净流出，公司资金来源主要为外部借款与政府注资。截至 2019 年末，公司在建项目至少尚需投入 104.02 亿元，面临较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模快速增长，短期偿债压力增大。**截至 2019 年末，公司资产负债率为 58.95%，同比增加 7.57 个百分点；有息债务规模为 153.75 亿元，同比增长 72.13%，有息债务快速增长。2019 年，公司短期有息债务攀升 173.36%至 21.64 亿元，受此影响，现金短期债务比大幅下降至 0.82，公司短期偿债压力增大。

主要财务指标（单位：万元）：

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	3,475,836.53	2,003,920.86	1,450,848.27
所有者权益总额	1,426,754.22	974,333.97	769,196.55
有息债务	1,537,498.88	893,196.29	563,780.00
资产负债率	58.95%	51.38%	46.98%

现金短期债务比	0.82	1.82	14.34
营业收入	109,038.94	34,533.95	30,099.29
营业外收入	10,488.27	0.00	5,001.53
利润总额	20,517.50	9,106.51	31,605.18
综合毛利率	26.79%	43.52%	39.60%
EBITDA	28,751.54	18,189.17	33,238.67
EBITDA 利息保障倍数	0.35	0.47	1.44
经营活动现金流净额	7,383.31	-272,763.30	-76,988.87
收现比	0.70	1.05	2.37

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年1月8日发行7年期10亿元公司债券，募集资金中6.00亿元用于景德镇市景东高铁商务区及北站站前广场建设项目（三期），4.00亿元用于补充公司流动营运资金。截至2020年6月20日，本期债券募集资金专项账户余额为1,678.13元。

二、发行主体概况

2019年6月至2020年7月，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变动。2019年5月17日，景德镇国资委计划货币增资25.25亿元、中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）新增出资500.00万元²。景德镇国资委的增资预计分15年完成，到2035年正式实缴完成。截至2019年末，景德镇国资委新增实缴14.00亿元。截至2019年末，公司注册资本为30.00亿元，实收资本为18.75亿元，公司控股股东及实际控制人仍为景德镇国资委。

2019年5月17日，公司董事长及法定代表人由余时久变更为高唤虎；2019年8月30日，公司2位董事由汪羽、余时久变更为杜钧瑞、钱江欣，公司监事由杨荣治变更为余雷，公司高管变动对公司经营无重大影响。

公司为景德镇市级三家主要的基础设施建设主体之一，2019年内公司主营业务未发生变化，仍主要从事土地一级开发、基础设施建设、棚户区改造等业务。2019年，公司合并报表范围增加8家子公司，其中4家一级子公司，无减少子公司。

表1 2019 公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
景德镇市新成建设投资有限公司	54.90%	19,513.00	土地一级开发，土石方工程	同一控制合并
景德镇市驰城杭萧绿色建筑有限公司	81.25%	8,000.00	钢结构制作、安装；装配式新型建材生产、加工、销售；钢结构设计	新设
景德镇市兴昌建筑工程有限公司	100.00%	1,200.00	房屋建筑工程、市政公用工程、土石方工程	新设
景德镇市金仁资产管理有限公司	100.00%	8,000.00	实业投资；投资项目管理	新设

² 公司与农发基金于2015年9月签订了《投资协议》，投资规模为1亿元，投资项目是景德镇市高铁商务区核心路网（三期），期限为10年，年投资收益为1.20%，到期后由景德镇市人民政府以1亿元的价格一次性收购全部股权。2019年5月，公司根据该项投资的实质，将500万元调整计入实收资本并进行了工商变更，剩余99,500万元调整计入资本公积。

景德镇神州瓷业文化有限公司	100.00%	1,000.00	陶瓷文化创意、旅游服务	非同一控制合并
江西利尔奇贸易有限责任公司	100.00%	1,000.00	建筑材料及其相关配套原辅材料的采购与销售	新设
景德镇市新成信康置业有限责任公司	54.90%	1,000.00	房地产开发、土石方工程；建材销售	同一控制合并
江西得雨茶业有限公司	100.00%	1,000.00	茶叶种植、生产、加工、销售	同一控制合并

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；战略性新兴产业服务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

景德镇市经济保持较快增长，优势产业发展态势好

景德镇市位于江西东北部，系“六山”“两湖”（庐山、黄山、九华山、三清山、龙虎山、武夷山及千岛湖、鄱阳湖）的中心区，拥有皖赣铁路，景德镇机场以及杭瑞、景鹰、德昌、景婺黄四条高速公路，地理位置较好，交通条件便利。此外，景德镇作为我国的“千年瓷都”，其陶瓷文化底蕴深厚，手工制瓷技艺和传统瓷窑作坊营造技艺均被列为首批中国非物质文化遗产。景德镇市下辖乐平市、浮梁县、珠山区、昌江区，截至 2019 年末，景德镇市常住人口为 168.05 万人。

2019 年，景德镇市实现地区生产总值 926.11 亿元，同比增长 7.8%；景德镇市经济总量偏小，GDP 规模排名江西省第 11 位，但经济保持较快增长。2019 年，景德镇市第一、二、三产业增加值分别增长 3.1%、7.9%和 8.4%，三产结构由 2018 年的 6.7：47.5：45.8 调整为 6.6：44.2：49.2，消费是拉动经济增长的第一动力。2019 年景德镇市人均生产总值为 55,228 元，为同期全国人均生产总值的 77.90%。

工业作为景德镇市经济发展的最主要支柱，优势产业发展态势好。2019 年，全市规模以上工业增加值增长 8.3%。特色产业方面，景德镇市经济从传统的陶瓷工业作为支撑发展到陶瓷、航空、汽车及旅游“3+1”产业共同发展的新局面，2019 年，景德镇六大优势产业规模以上增加值同比增长 8.5%；其中，电子信息产业增长 17.9%，精细化工及生物医药产业增长 10.9%，制冷压缩机及家电产业增长 10.1%；直升机及通航产业增长 4.2%，陶瓷及文化创意产业增长 3.0%。

2019 年景德镇市固定资产投资同比增长 10.4%，增速放缓。景德镇市固定资产投资主要为第三产业投资，同比增长 16.8%。房地产投资方面，景德镇市房地产市场明显降温。2019 年，景德镇市房地产开发投资同比下降 20.8%，较上年回落 64.0 个百分点；商品房施工面积同比增长 2.8%，较上年减少 6.9 个百分点；商品房销售面积同比增长 13.6%，较上年减少 6.1 个百分点。社会消费增速呈现小幅波动，2019 年景德镇市社会消费品零售总额增速达 11.4%。景德镇市旅游产业发展势头较好，2019 年，景德镇市接待旅游总人数 8,506.33 万人次，同比增长 26.3%；旅游总收入实现 888.24 亿元，同比增长 29.9%。

表2 景德镇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	926.11	7.8%	846.60	8.2%

第一产业增加值	61.31	3.1%	56.45	3.4%
第二产业增加值	409.56	7.9%	402.32	7.7%
第三产业增加值	455.23	8.4%	387.83	9.4%
规模以上工业增加值	-	8.3%	-	8.3%
固定资产投资	-	10.4%	-	11.2%
社会消费品零售总额	379.33	11.4%	340.66	10.8%
进出口总额	64.30	-6.2%	68.55	22.8%
存款余额	1,282.15	12.4%	1,152.78	6.11%
贷款余额	952.05	15.4%	818.02	18.70%
人均 GDP(万元)	55,228		50,723	
人均 GDP/全国人均 GDP	77.90%		76.85%	

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

2019年，景德镇市实现公共财政收入99.69亿元，增长10.9%；同期景德镇市公共财政支出为235.71亿元，增长15.3%，财政自给率为42.29%。

四、经营与竞争

公司系景德镇市主要的城市基础设施建设主体之一，主要承担昌南新区基础设施建设、昌江区棚户区改造和土地一级开发等任务。2019 年，公司实现营业收入 10.90 亿元，同比增长 215.74%，主要系公司委托代建收入确认原则变更所致。变更后，委托代建业务收入成为公司最主要的收入来源，该业务收入同比增长 614.05%；但委托代建业务毛利率大幅下降至 0.41%，主要系公司将前期完工项目一并结转成本所致。2019 年，公司获得社会公共事业服务中心、昌南发展中心、陶瓷文化交流培训基地及院校等项目经营管理权转让，租赁业务收入为公司营业收入提供了较大补充。

2019 年公司综合毛利率为 26.79%，同比下降 16.73 个百分点。棚户区改造业务、租赁业务保持较高毛利率，主要系二者成本分别为分摊的利息成本、物业发生的修理修缮费用等。物业服务收入系景德镇高铁站车位物业费收入，收入规模较小但管理成本较高，故表现为持续亏损。

表3 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
委托代建	76,103.99	0.41%	10,658.08	43.03%
棚户区改造	6,650.51	46.68%	18,430.22	50.70%
土地开发经营与整理	0.00	0.00%	3,018.24	-23.68%

租赁	26,175.29	99.30%	2,362.73	86.82%
物业服务	109.15	-178.28%	64.68	-367.30%
合计	109,038.94	26.79%	34,533.95	43.52%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年公司变更委托代建收入确认原则，相关收入大幅增长；公司委托代建项目工程量充足，业务持续性较好

公司作为昌南新区基础设施建设的主体，承担了相关区域内水系治理、路网建设、市政道路等一系列项目的建设任务，原业务模式包括购买服务以及委托代建两种，由公司本部和子公司景德镇市城开投金岭开发投资有限责任公司（以下简称“金岭开投”）、景德镇市新成建设投资开发有限责任公司（以下简称“新成建设”）负责委托代建业务。

2018 年，购买服务模式下的项目全部转为委托代建模式。2018 年相关模式下，公司项目完工后，按投资款的 18% 计提委托代建收入并结转利息成本。对于项目成本，公司计入“其他非流动资产”科目中核算，由政府单位根据合同支付，公司收到款项后直接冲减“其他非流动资产”科目。

2019 年，公司变更了委托代建收入确认原则，变更后公司按照完工百分比法确认合同收入和合同费用，公司将经审定的项目成本（包含利息成本）全额加成一定比例确认收入，并结转相应成本；此外，公司将前期完工项目一并结转成本。受上述因素影响，2019 年，公司确认委托代建收入 76,103.99 万元，收入大幅提升；毛利率为 0.41%，表现大幅下降。

表4 公司委托代建业务收入明细（单位：万元）

项目名称	2019 年确认收入	2019 年毛利率
西城区水系综合治理项目	23,113.09	-9.00%
景鹰高速景德镇南出入口连接线工程项目	8,428.68	-9.00%
景南收费站及 206 国道提升改造绿化工程	3,887.89	-9.00%
迎宾大道景观环境综合整治项目	5,747.77	-9.00%
西城区水系湿地公园一期	1,946.07	-9.00%
陶瓷文化创意新区主干道（一、二期）路网项目	32,980.48	12.71%
合计	76,103.99	0.41%
项目名称	2018 年确认收入	2018 年毛利率
景鹰高速景德镇南出入口连接线工程项目	1,750.00	36.10%
社会公共事务服务中心项目	4,230.72	35.46%
景南收费站及 206 国道提升改造绿化工程	769.03	62.17%
玉字亭道路改造工程项目	631.02	38.13%
迎宾大道景观环境综合整治项目	1,204.81	31.12%

西城区西河水系湿地公园（一期）项目	399.45	42.14%
迎宾路市政道路配套工程	1,673.04	71.27%
合计	10,658.08	43.03%

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司委托代建方主要有昌南拓展区建设办、陶瓷工业园区管理委员会（现合并为昌南新区管理委员会）等。公司委托代建项目工程量充足，主要在建的委托代建项目计划总投资合计为 72.97 亿元，业务持续性较好，未来随着相关项目的推进及完工，收入亦有一定的保障。

表5 截至 2019 年末公司主要在建的委托代建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划项目总投资	已投资	建设模式
景东高铁商务区及北站站前广场建设项目（一、二、四期）	304,082.24	110,651.05	委托代建
昌南拓展区北片区路网工程项目	99,802.00	34,737.43	委托代建
站前二路延伸段（景北大道-金岭大道段）道路工程项目	54,054.10	49,970.73	委托代建
昌江区石岭小区城市棚户区改造项目	39,070.00	24,322.88	委托代建
高铁商务区二期路网及配套工程项目	31,600.00	11,824.76	委托代建
低效企业回收建设项目	30,000.00	26,638.18	委托代建
赣铁置业新建道路及新区道路改造、山体修复项目	22,406.62	8,101.76	委托代建
迎宾路市政道路配套工程	16,715.33	12,838.07	委托代建
建设大道延伸段（车站北路-皖赣铁路段）道路工程项目	15,533.59	11,512.88	委托代建
景鹰高速景德镇南出入口连接线工程项目	14,004.36	13,210.96	委托代建
迎宾大道景观综合整治项目	9,907.00	7,266.48	委托代建
昌南拓展区如意湖公园项目	9,563.00	6,527.17	委托代建
西城区西河水系湿地公园（一期）项目	9,500.00	3,193.47	委托代建
景南收费站及 206 国道提升改造绿化工程	6,350.37	5,290.22	委托代建
陶瓷文化创意新区主干道（一、二期）路网项目	67,091.00	46,719.54	委托代建
合计	729,679.61	372,805.58	-

注：本表格内已投资按项目的已结转成本与尚未结转的账面价值计算。

资料来源：公司提供

公司棚户区改造业务具有一定的区域专营性

公司及子公司金岭开投负责景德镇市昌江片区城中村棚户区改造业务的投融资建设，业务具有一定的区域专营性。具体改造任务包括棚户区房屋的拆迁以及相关土地的征收，项目的建设资金由公司自行筹集，公司将棚户区改造投入金额计入“其他非流动资产”科目核算，由政府根据合同在一定年限内平均支付，公司收到款项后冲减相应的“其他非流

动资产”。公司根据项目当年实际投入成本及分摊到该项目的利息支出计提 18% 的服务管理费收入，该收入由政府根据实际情况支付，但具体支付时间并未明确；同时，公司将当年该项目承担的利息支出结转为该项目的营业成本。

昌南拓展区建设办分别在 2017 年与公司签订《景德镇市 2017 年度昌江片区城中村棚户区改造项目政府购买服务合同》；在 2018 年与金岭开投签订《景德镇市 2018 年度昌江片区城中村棚户区改造项目政府购买服务合同》。目前政府购买服务模式，公司在建的棚户区项目是 2017 年和 2018 年度昌江区棚户区改造项目，分别涉及拆迁户 2,051 户和 589 户，涉及拆迁房屋 461,310 平方米和 205,000 平方米，建设期均为 24 个月。2019 年，公司实现棚户区改造业务的服务管理费收入 6,650.51 万元，毛利率与往年差异较大，原因系利息成本分摊不同。

表6 公司棚户区改造业务情况（单位：万元）

年份	项目	当年确认收入	毛利率
2019 年	景德镇市 2017 年昌江片区城中村棚户区改造项目	5,720.39	46.63%
	景德镇市 2018 年度昌江片区城中村棚户区改造项目	930.12	46.98%
	合计	6,650.51	46.68%
2018 年	景德镇市 2017 年昌江片区城中村棚户区改造项目	7,561.00	21.13%
	景德镇市 2018 年度昌江片区城中村棚户区改造项目	10,869.22	71.27%
	合计	18,430.22	50.70%

资料来源：公司提供

2017 年和 2018 年度昌江区棚户区改造项目计划总投资合计 34.26 亿元，按计划总投资款的 18% 计算服务管理费，预计公司可实现收入 6.17 亿元。后续公司尚需投资 11.35 亿元，可计提相应的服务管理费，短期内公司收入仍有保障。2019 年及以后，公司棚改项目不再采用政府购买服务的业务模式，如 2019 年度昌江片区城中村棚户区改造安置房建设项目（以下简称“2019 年棚改项目”）、景德镇市 2020 年度昌江片区城中村棚户区改造安置房建设项目（以下简称“2020 年棚改项目”），公司以自筹资金投入，获取经营收益。

表7 截至 2019 年末公司主要在建政府购买服务的棚户区改造项目情况（单位：万元）

项目名称	计划项目总投资	已投资	建设模式	预计服务管理费总额
景德镇市 2017 年昌江片区城中村棚户区改造项目	234,007.00	149,995.28	政府购买服务	42,121.26
景德镇市 2018 年度昌江片区城中村棚户区改造项目	108,620.30	79,112.12	政府购买服务	19,551.65
合计	342,627.30	229,107.40	-	61,672.91

注：本表格内已投资按项目的已结转成本与尚未结转的账面价值计算。

资料来源：公司提供

受政府规划影响，公司土地开发经营与整理业务收入的实现情况存在不确定性

公司负责昌南新区（原昌南拓展区、高铁商务区）内一级土地整理，由公司本部及子公司新成建设负责，原就具体土地整理项目与景德镇市土地储备中心（以下简称“土储中心”）签订购买服务合同。2018 年双方将购买服务合同变更为代建协议，但双方责任义务、交付条件、结算支付等条款未有变化，与原合同保持一致。根据相关协议，公司自筹资金进行土地整理开发，项目完工并达到熟化标准等条件后移交给土储中心。项目投入成本的回收与收入的确认模式与棚户区改造业务相同。

近年景东高铁商务区、陶瓷文化创意新区的区域规划发生一定变化，景东高铁商务区土地储备整理项目收储工作放缓，公司土地储备整理项目未来投入和收入实现存在不确定性。2019 年，公司未确认土地开发经营与整理业务收入。

景东高铁商务区土地储备整理项目和陶瓷文化创意新区商住地块土地储备整理项目预计总投资分别为 15 亿元和 32 亿元，截至 2019 年末已投入 26.32 亿元。

表8 截至 2019 年末公司土地整理项目情况（单位：万元）

项目名称	计划项目总投资	已投资	建设模式
景东高铁商务区土地储备整理项目	150,000.00	81,701.67	委托代建
陶瓷文化创意新区商住地块土地储备整理项目	320,000.00	181,514.66	委托代建
合计	470,000.00	263,216.33	-

注：本表格内已投资按项目的已结转成本与尚未结转的账面价值计算。

资料来源：公司提供

租赁业务为公司收入提供了较大补充

公司将部分物业出租以获取租赁收入，租赁价格主要采取市场定价方式，公司通过招商与其他机构企业谈判确定租赁价格，签订租赁合同后，公司按年收缴租金。公司目前对外租赁物业中，地上建筑物租金为 50-65 元/月/平方米，地下车位约 3,600 元/年/个。新城大厦写字楼、车位的承租人为景德镇市机关事务局，租赁期限为三年（2018.1-2021.1）。社会公共事业服务中心、昌南发展中心、陶瓷文化交流培训基地及院校项目的经营管理权，由昌南拓展区建设办、景德镇昌南新区管理委员会等转让给公司，转让期限为四年（2018.12-2022.12）；相关物业的承租人为景德镇桃源开发建设有限公司（其股东为“江西景德镇陶瓷工业园区管理委员会”），租赁合同为一年一签。

2019 年，公司确认租赁收入 26,175.29 万元，为公司营业收入提供了较大补充；毛利率为 99.30%，租赁业务成本主要为物业发生的修理修缮费用等，故公司租赁业务毛利率较高。

表9 公司租赁业务情况（单位：平方米、万元）

项目	2019 年		2018 年	
	出租面积	租赁收入	出租面积/车位个数	租赁收入
新成大厦写字楼	36,961.96	2,644.98	29,356.86	1,601.28
新成大厦车位	-	-	267 个	87.38
社会公共事业服务中心	79,680.60	5,701.91	-	-
社会公共事业服务中心车位	-	-	618 个	202.25
景德镇发展中心	130,000.00	5,426.61	-	-
昌南发展中心	43,423.92	3,107.40	-	-
陶瓷文化交流培训基地及院校项目	86,546.00	6,193.20	24,034.00	470.45
昌南拓展区地下停车场	36,702.50	2,626.42	-	-
百树学校特许经营权	-	474.77	-	-
合计	-	26,175.29	-	2,361.36

资料来源：公司提供

目前公司在建项目较多，面临较大的资金支出压力

除上述可用于出租的自营物业资产外，公司还有较多自营的基础设施建设项目。景德镇市景东高铁商务区及北站站前广场建设项目（三期）为“19 景城开投债”募投项目，截至 2019 年末，该项目已完工转固，收入原计划来源于店铺出售及租赁、停车位出租、物业收入、客运站经营和广告收入。根据“19 景城开投债”募集说明书，2019 年该项目预计实现收入 4,433.72 万元，公司相关收入未及预期。

景德镇市昌江区棚户区改造八五九安置房（一期）项目为“19 景城 01”募投项目，原定计划总投资额为 91,602.26 万元。2020 年 7 月 17 日，根据景发改审投资字[2020]105 号文件，同意该项目主体结构及地下室结构增加强度，项目总投资额增加至 113,000 万元，其他事项维持原批复文件不变。截至 2019 年末，该项目已投资 56,759.33 万元，占调整后总投资的 50.23%。根据《景德镇市昌江片区棚户区改造八五九安置房(一期)项目（调整）可行性研究报告》，该项目收入主要来源于住宅、配套商业、停车位的销售收入和物业服务收入，预计可实现销售收入合计 8.71 亿元。

景德镇市名坊园陶瓷旅游开发项目建设为“20 景城 01”募投项目，收入主要来源于景区大门票、演出门票、展示区出租、陶瓷文化创意园租售、民宿、酒店、停车位等。该项目计划总投资额 12.20 亿元，截至 2020 年 6 月末已投入 15,766.32 万元，均为前期土石方工程投入。

此外，2019 年棚改项目总投资额 142,430.99 万元，棚户区改造征收总户数 630 户，项目新建安置房 1,180 户；2020 年棚改项目总投资额 56,898.68 万元，棚户区改造征收总户数 567 户，采用货币补偿安置。2019 年棚改项目由公司自筹资金建设，公司经营获取住宅销售、停车位收费和店铺销售及出租收入等专项经营收入，通过土地出让获取棚改区

域腾让国有土地出让收益³，预计可实现总收入 18.96 亿元；2020 年棚改项目收入均来自于棚改区域腾让国有土地出让收益，预计可实现总收入 13.59 亿元。

公司其他自建项目，如西城区生态修复综合开发项目主要建设内容为西城区、昌南新区生态景观综合提升工程等，项目建成后收入来源包括停车场、商业物业等多业态的租赁收入，游乐场、体育场馆、民宿等经营收入。景德镇发展中心（一期）项目、景德镇昌南新区陶瓷文化交流培训基地项目、昌南大厦项目和景德镇市昌南发展中心项目收益主要来自租赁收入。

公司自建项目完工后，未来将新增多项经营性业务和收入。截至 2019 年末，公司在建的自建项目计划总投资合计 78.48 亿元，已投入 21.49 亿元。

表10 截至 2019 年末公司主要在建的自建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划项目总投资	已投资	建设模式
景德镇市 2019 年度昌江片区城中村棚户区改造安置房建设项目	142,430.99	41,073.50	自建
景德镇市 2020 年度昌江片区城中村棚户区改造安置房建设项目	56,898.68	7,343.75	自建
景德镇市昌江区棚户区改造八五九安置房（一期）项目	113,000.00	56,759.33	自建
西城区生态修复综合开发项目	164,669.62	58,213.81	自建
景德镇发展中心（一期）项目	134,242.00	4,531.01	自建
陶瓷文化交流培训基地项目	58,836.59	18,936.96	自建
景德镇市青少年文化培训基地项目	39,220.00	11,151.85	自建
景德镇市昌南发展中心	16,082.00	10,220.60	自建
昌南大厦项目	14,992.20	377.45	自建
西瓜洲污水处理厂扩容提标改造工程	13,831.76	2,559.63	自建
第一中专新校区地下空间综合开发项目	11,500.00	52.37	自建
汽车小镇服务中心项目	9,696.00	43.45	自建
“人工智能+5G”城市会客厅项目	9,359.00	3,675.08	自建
合计	784,758.84	214,938.79	-

注：本表格内项目已投资额按已结转成本与尚未结转的账面价值计算。

资料来源：公司提供

整体来看，公司棚户区改造、委托代建版块业务工程量较为充足，主要在建的政府购买服务棚户区改造项目、委托代建项目总投资 107.23 亿元，公司营业收入来源有保障。截至 2019 年末，公司主要棚户区改造、委托代建和自建项目后续还需分别投入 11.35 亿元、35.69 亿元和 56.98 亿元，公司在建项目至少尚需投入 104.02 亿元，公司面临较大的

³ 根据 2019 年棚改项目、2020 年棚改项目可研报告，棚户区改造中腾让出的土地收归国有后由政府统一整理和规划，形成的国有土地出让权收益纳入政府性基金预算管理后，可作为棚改项目资金的还款来源。

资金支出压力。

公司继续获得较大力度外部支持

公司作为景德镇市主要的城市基础设施建设主体之一，近年在资产注入、政府补助等方面持续得到景德镇市当地政府部门的大力支持。

2019 年，公司继续获得较大力度的外部支持，资本实力大增。股东增资方面，景德镇国资委拟进行货币增资 25.25 亿元，分 15 年完成实缴，2019 年，景德镇国资委实缴 139,951.84 万元，计入公司实收资本；2019 年农发基金出资 1.00 亿元，为“明股实债”，分别计入公司实收资本 500 万元、资本公积 0.95 亿元。资产注入方面，景德镇市财政局、昌南拓展区建设办分别注资 8.00 亿元、1.94 亿元，计入公司资本公积。政府补助方面，2019 年，公司获得政府补助 5,655.35 万元，为公司利润提供了一定补充。

此外，2019 年 11 月，景德镇市土地储备中心将所持有的新成建设 54.90% 股份无偿划转给公司。截至 2019 年末，新成建设总资产、净资产分别为 58.80 亿元、17.13 亿元；2019 年新成建设营业收入、利润总额分别为 3.30 亿元、0.17 亿元。

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北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）、中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）分别审计并出具标准无保留意见的 2018 年、2019 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019 年度公司合并范围变化详见表 1。

2019 年审计报告中，公司变更收入确认原则，同时就期初未计算递延所得税资产、递延所得税负债等事项进行差错更正。本篇报告使用 2018-2019 年审计报告期末数。

表11 2019 年公司审计报告主要变化

变化内容	受影响的报表科目名称
变更收入确认原则： 1、2018 年审计报告： （1）公司对外提供政府购买服务，于服务已实际发生时确认相关的收入，在确认收入时，以服务已提供，与交易相关的价款能够流入，并且与该项服务有关的成本能够可靠计提。 （2）公司对外提供委托代建服务，于协议约定的时点确认相关收入，在确认收入时，以服务已提供，与交易相关的价款能够流入，并且与该项服务有关的成本能够可靠计提。 2、2019 年审计报告： （1）在提供劳务交易的结果能够可靠估计的情况下，于资产负债表日按照完工百分比法确认提供的劳务收入。劳务交易的完工进度按已完工作的测量/已经发生的劳务成本占估计总成本的比例确定。	调整 2019 年期初数：营业收入、营业成本

(2) 在建造合同的结果能够可靠估计的情况下，于资产负债表日按照完工百分比法确认合同收入和合同费用。合同完工进度按累计实际发生的合同成本占合同预计总成本的比例/实际测定的完工进度确定。

会计差错更正：

- 1、坏账准备 29,313,159.29 元，未计算递延所得税资产。
- 2、投资性房地产公允价值变动收益 64,422,323.93 元，未计算递延所得税负债。
- 3、与资产相关的递延收益 21,447,869.44 元，计入资本公积。

调整 2019 年期初数：递延所得税资产、递延所得税负债、递延收益、资本公积、所得税费用

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，资产以土地、房屋及工程项目投入为主，受限资产规模较大，整体流动性较弱

随着股东注入资本金及融资规模扩大，2019 年公司资产规模继续大幅增加，截至 2019 年末，公司总资产规模达到 347.58 亿元，同比大幅增长 73.45%，资产结构仍以非流动资产为主。

公司货币资金主要为银行存款，截至 2019 年末，1.35 亿元货币资金使用受限，系用于担保的定期存款和履约保证金。预付款项主要为公司本部、新成建设预付的棚改项目资金。2019 年末，公司预付款项同比下降 60.12%，主要系公司上年预付的购地款均已办证；2019 年，公司尚未办妥权证的土地款项计入无形资产。公司应收账款主要为新成建设应收昌南拓展区建设办的工程款项。公司其他应收款增长较快，主要系与政府部门及地方国企的往来款。2019 年末，公司其他应收款对象主要为昌南拓展区建设办，金额为 24.53 亿元，占其他应收款的比重为 84.13%；公司其他应收款大幅增长的原因系合并新成建设后，新增大规模与昌南拓展区建设办的往来款项所致。公司应收款项主要来自政府机构及地方国企，回收风险相对较小，但回收时间存在不确定性，对公司资金造成了一定的占用。2019 年末，公司存货账面价值为 81.55 亿元，主要由项目成本以及土地使用权构成；其中，安置房项目投入 5.67 亿元。截至 2019 年末，公司存货同比大幅增长 1,764.74%，主要系公司将新增地块分类至存货科目、自建安置房棚改房等工程项目持续投入所致。截至 2019 年末，公司存货中用于抵押的土地账面价值为 53.96 亿元，占存货中土地资产价值的 82.93%。

投资性房地产包括土地使用权和房屋建筑，其中，土地使用权账面价值 24.77 亿元，全部采用公允价值计量。值得注意的是，公司景德镇市陶瓷文化创意中心、新城大厦写字楼、陶瓷文化交流培训基地及昌南拓展区社会停车场、义务教育学校等资产的权证正在办理中，账面价值合计 24.81 亿元，公司以评估价值入账，主要用途为商业出租。此外，投资性房地产用于融资抵押的规模合计 17.99 亿元，占比 52.89%。无形资产主要系公司通过招拍挂购

置的土地使用权，其中 16 宗地块的权证正在办理中，账面价值合计 39.74 亿元。公司在建工程为自建项目，2019 年账面价值为 10.51 亿元，同比增长 49.00%。2019 年末，公司其他非流动资产包括委托代建项目成本 46.84 亿元、购买服务项目成本 29.43 亿元和售后回租资产 5.55 亿元。

截至 2019 年末，公司用于抵质押的银行存款、土地、地上建筑物、工程项目价值合计 81.63 亿元，受限资产规模占总资产的 23.48%，受限资产规模较大。整体看，公司资产规模增幅较大，但以土地资产、房屋建筑和工程投入为主，占比超过 50%，且大部分土地和房屋建筑因设置抵押而使用权受限，公司资产整体流动性较弱。

表12 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	178,136.31	5.12%	143,910.26	7.18%
应收账款	157,264.78	4.52%	0.00	0.00%
预付款项	109,079.93	3.14%	273,537.20	13.65%
其他应收款	294,683.70	8.48%	97,617.12	4.87%
存货	815,498.28	23.46%	43,732.65	2.18%
流动资产合计	1,577,533.51	45.39%	579,496.21	28.92%
投资性房地产	340,045.72	9.78%	178,256.55	8.90%
在建工程	105,056.23	3.02%	70,509.27	3.52%
无形资产	525,137.56	15.11%	422,365.02	21.08%
其他非流动资产	818,215.84	23.54%	734,361.74	36.65%
非流动资产合计	1,898,303.03	54.61%	1,424,424.65	71.08%
资产总计	3,475,836.53	100.00%	2,003,920.86	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入来源较有保障，委托代建收入确认原则变更使公司收入大增但毛利率下降

2019 年，公司实现营业收入 10.90 亿元，同比增长 215.74%。主要系公司委托代建收入确认原则变更所致。变更后，委托代建业务收入成为公司最主要的收入来源，该业务收入同比增长 614.05%；但委托代建业务毛利率大幅下降至 0.41%，主要系公司将前期完工项目一并结转成本所致。2019 年，公司获得社会公共事业服务中心、昌南发展中心、陶瓷文化交流培训基地及院校等项目经营管理权转让，租赁业务收入为公司营业收入提供了较大补充。截至 2019 年末公司主要在建项目计划总投资 107.23 亿元，主要棚户区改造、委托代建和自建项目后续还需分别投入 11.35 亿元、35.69 亿元和 56.98 亿元，公司委托代建业务持

续性较好，棚户区改造业务有一定区域专营性，公司未来收入较有保障。

2019 年公司综合毛利率为 26.79%，同比下降 16.73 个百分点。棚户区改造业务、租赁业务保持较高毛利率，主要系二者成本分别为分摊的利息成本、物业发生的修理修缮费用等。

2019 年，公司确认资产减值损失 3,508.78 万元，系公司计提的坏账损失，主要是对昌南新区合并过程中昌南拓展区建设办部分争议暂借款、景德镇市自然资源局合并过程中争议暂借款和景德镇市城市建设投资开发公司经营亏损而计提的坏账准备。2019 年，公司营业外收入实现 10,488.27 万元，主要为政府补助、非同一控制下企业合并合并对价小于公允价值的部分。综合上述影响，2019 年，公司利润总额达 2.05 亿元，同比增长 125.31%。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	109,038.94	34,533.95
资产减值损失	-3,508.78	1,012.11
营业利润	10,535.16	9,454.51
营业外收入	10,488.27	0.00
利润总额	20,517.50	9,106.51
综合毛利率	26.79%	43.52%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现欠佳，投资活动现金流持续大额净流出，未来存在较大资金压力

公司主营业务收现能力尚可，2019 年收现比为 0.70。销售商品、提供劳务收到的现金为公司收到的委托代建项目回款及租赁收入，购买商品、接受劳务支付的现金系公司支付的资本化利息及委托代建项目公司投入的工程成本。此外，公司还有大额的往来款进出，2019 年公司往来款净流入⁴1.79 亿元。2019 年，公司经营活动产生的现金净流入 7,383.31 万元，表现欠佳。

近年公司投资活动持续大额净流出。2019 年公司持续投入自建项目，持续进行土地购置，致使投资活动产生的现金净流出 63.13 亿元，净流出规模同比增长 160.39%。由于经营活动与投资活动所需资金较大，近年公司资金来源主要来自外部借款与政府注资。2019 年，公司通过银行借款、融资租赁借款和发行债券融资 50.29 亿元，政府注入资金、吸收股东投资合计 24.08 亿元，使得当期筹资活动净流入 63.64 亿元。截至 2019 年末，公司在建项目

⁴ 往来款净流入用公式“收到其他与经营活动有关的现金-支付其他与经营活动有关的现金”计算。

至少尚需投资 104.02 亿元，面临较大的资金压力，预计公司仍有较强的融资需求。

表14 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.70	1.05
销售商品、提供劳务收到的现金	76,060.44	36,295.81
收到其他与经营活动有关的现金	885,657.95	354,869.37
经营活动现金流入小计	961,718.39	391,165.17
购买商品、接受劳务支付的现金	84,410.09	270,742.17
支付其他与经营活动有关的现金	867,715.65	391,782.22
经营活动现金流出小计	954,335.08	663,928.47
经营活动产生的现金流量净额	7,383.31	-272,763.30
投资活动产生的现金流量净额	-631,343.22	-242,455.99
筹资活动产生的现金流量净额	636,439.50	497,825.07
现金及现金等价物净增加额	12,479.59	-17,394.22

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司所有者权益大幅增长，同时有息债务规模快速增长，短期偿债压力增大

由于通过负债满足资本支出，公司负债规模大幅增长，2019 年末公司负债总额 204.91 亿元，同比增长 99.02%。2019 年末受益于股东增资、政府资金注入，公司所有者权益同比增长 46.43%，达 142.68 亿元。但公司产权比率同比上升 37.95 个百分点，公司净资产对负债的保障程度减弱。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	2,049,082.31	1,029,586.89
所有者权益	1,426,754.22	974,333.97
产权比率	143.62%	105.67%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司短期借款 2.94 亿元，均为保证借款。其他应付款主要为与当地政府单位的往来款、财政拨付拟注资款和拆迁等项目保证金。2019 年末，公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款 15.70 亿元和应付债券 3.00 亿元，同比增长 205.71%。

表16 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	29,416.00	1.44%	18,000.00	1.75%
应付账款	97,815.82	4.77%	14,471.58	1.41%
其他应付款	332,813.15	16.24%	104,249.17	10.13%
一年内到期的非流动负债	187,033.00	9.13%	61,180.00	5.94%
流动负债合计	710,178.33	34.66%	215,612.94	20.94%
长期借款	1,063,117.00	51.88%	794,750.00	77.19%
应付债券	180,000.00	8.78%	0.00	0.00%
长期应付款	104,475.51	5.10%	19,266.29	1.87%
非流动负债合计	1,338,903.99	65.34%	813,973.95	79.06%
负债总额	2,049,082.31	100.00%	1,029,586.89	100.00%
其中：有息债务	1,537,498.88	75.03%	893,196.29	86.75%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末，公司长期借款 106.31 亿元，均有保证、质押、抵押等增信措施，同比增长 33.77%。截至 2019 年末，公司长期应付款 10.45 亿元，其中 7.79 亿元为融资租赁款项、2.65 亿元为棚改资金、财政拨款等专项应付款。截至 2019 年末，公司应付债券余额为 21.00 亿元，其中 3 亿元将于一年内到期。截至 2020 年 7 月末，公司债券存续规模 38 亿元，明细如下：

表17 截至 2020 年 7 月末，公司存续债券明细（单位：亿元、年）

代码	债券简称	债券类型	发行规模	期限	发行利率	到期日
1980002.IB	19 景城开投债	一般企业债	10	7	7.49%	2026/1/8
162776.SH	19 景城 01	私募债	5	2+2+1	6.00%	2024/12/25
031900716.IB	19 景德城投 PPN002	定向工具	3	3+2	6.35%	2024/9/20
032000051.IB	20 景德城投 PPN001	定向工具	2	3	5.72%	2023/3/18
102001001.IB	20 景德城投 MTN001	一般中期票据	5	3	4.50%	2023/5/12
032000597.IB	20 景德城投 PPN002	定向工具	3	3+2	5.68%	2025/6/27
167031.SH	20 景城 01	私募债	10	3+3+3+3	5.50%	2032/6/23

资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司有息债务包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款中有息部分。截至 2019 年末，公司有息债务规模为 153.75 亿元，同比增长 72.13%。2019 年末，公司短期有息债务（短期借款、一年内到期的非流动负债）达 21.64 亿元，同比增长 173.36%，公司短期债务逐步攀升。

偿债指标方面，2019 年末资产负债率为 58.95%，同比增加 7.57 个百分点。受公司短期债务规模大幅攀升、在建项目持续进行资本投入影响，公司现金短期债务比大幅下降至 0.82。随着公司有息债务规模的快速增长，公司利息费用规模同步增大；虽利润总额的增长带动

EBITDA 同比增加，但 EBITDA 利息保障倍数同比下降至 0.35，有息债务/EBITDA 增加，公司经营利润对有息债务的保障能力较弱。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	58.95%	51.38%
现金短期债务比	0.82	1.82
EBITDA（万元）	28,751.54	18,189.17
EBITDA 利息保障倍数	0.35	0.47
有息债务/EBITDA	53.48	49.11

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、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，公司本部（报告查询日：2020年7月7日）和新成建设（报告查询日：2020年7月7日）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

截至 2019 年末，公司对外担保余额合计为 0.60 亿元，占期末公司净资产的 0.42%，担保对象均为景德镇市另一投融资平台景德镇市陶汇投资发展有限公司，其控股股东为景德镇市国资运营投资控股集团有限责任公司。

表19 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保余额	担保类型	担保期限	反担保措施
景德镇市陶汇投资发展有限公司	6,000.00	6,000.00	保证	2019.7.22-2022.7.22	无
合计	6,000.00	6,000.00			

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

七、评级结论

2019年景德镇市经济保持较快增长，优势产业发展态势好，为公司发展提供了良好外

部环境。公司主营业务涉及棚户区改造、土地整理和委托代建等三大板块，承接的项目投资规模较大，未来可通过委托代建、政府购买服务形式取得收入，收入较有保障；在建的自营项目投入运营后也可进一步丰富公司收入来源。作为景德镇市主要的基础设施建设主体之一，公司继续获得较大力度的政府支持，资本实力大增。

同时中证鹏元也关注到，受区域规划变化影响，公司土地储备整理项目未来投入和收入实现存在不确定性。公司资产以土地、房屋和在建项目工程投入为主，但部分银行存款、土地、地上建筑物、工程项目已用于抵押，受限资产规模较大，公司资产流动性较弱。由于项目持续投入及政府支付工程款缓慢，公司经营、投资现金流表现欠佳，未来公司还需对在建项目投入较多资金，公司面临较大的资金支出压力。公司通过外部融资、政府资金注入补足资金缺口，因此公司有息债务规模快速增长；随债务逐步到期，公司短期偿债压力增大。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为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）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	178,136.31	143,910.26	164,303.43
其他应收款	294,683.70	97,617.12	57,401.73
存货	815,498.28	43,732.65	0.00
无形资产	525,137.56	422,365.02	416,840.41
其他非流动资产	818,215.84	734,361.74	516,261.31
资产总计	3,475,836.53	2,003,920.86	1,450,848.27
短期借款	29,416.00	18,000.00	0.00
其他应付款	332,813.15	104,249.17	102,118.52
一年内到期的非流动负债	187,033.00	61,180.00	11,460.00
长期借款	1,063,117.00	794,750.00	552,320.00
应付债券	180,000.00	0.00	0.00
长期应付款	104,475.51	19,266.29	0.00
负债总额	2,049,082.31	1,029,586.89	681,651.72
有息债务	1,537,498.88	893,196.29	563,780.00
所有者权益总额	1,426,754.22	974,333.97	769,196.55
营业收入	109,038.94	34,533.95	30,099.29
营业利润	10,535.16	9,454.51	26,682.11
营业外收入	10,488.27	0.00	5,001.53
净利润	14,725.40	6,466.71	26,013.41
经营活动产生的现金流量净额	7,383.31	-272,763.30	-76,988.87
投资活动产生的现金流量净额	-631,343.22	-242,455.99	-709,739.35
筹资活动产生的现金流量净额	636,439.50	497,825.07	836,575.41
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	26.79%	43.52%	39.60%
收现比	0.70	1.05	2.37
产权比率	143.62%	105.67%	88.62%
资产负债率	58.95%	51.38%	46.98%
现金短期债务比	0.82	1.82	14.34
EBITDA（万元）	28,751.54	18,189.17	33,238.67
EBITDA 利息保障倍数	0.35	0.47	1.44
有息债务/EBITDA	53.48	49.11	16.96

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 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
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
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	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中有息部分

附录三 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。