

抚州市临川区城镇建设开发投资有限公司

2021 年绿色债券信用评级报告



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：





报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【702】号 02

分析师

姓名：
谢海琳 阮航

电话：
0755-82872123

邮箱：
xiehl@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 7 月 29 日

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

抚州市临川区城镇建设投资有限公司 2021 年绿色债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：基础发行额 5 亿元，弹性配售额 5 亿元 评级展望：稳定

债券期限：7 年

增信方式：国有土地使用权抵押担保

债券偿还方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度每
年分别偿还债券发行总额的 10%

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”）对抚州市临川区城镇建设投资有限公司（以下简称“临川城投”或“公司”）本次拟计划发行规模为 10 亿元，其中基础发行额为 5 亿元，弹性配售额为 5 亿元绿色债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到较好的外部环境为公司的发展提供了良好基础；公司基础设施建设业务可持续性较好，同时获得了较大的外部支持；国有土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平。同时中证鹏元关注到公司土地整理业务及收入存在不确定性；公司整体资产流动性偏弱且经营现金流表现不佳，面临较大资金压力；公司有息债务逐年增长，债务压力加大以及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。2017-2019 年，抚州市临川区分别实现地区生产总值 419.8 亿元、429.6 亿元和 469.6 亿元，增速分别为 8.7%、7.9%和 7.5%，增速高于全国水平，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司基础设施建设业务可持续性较好。公司是临川区重要基础设施建设和投融资平台，截至 2019 年末主要在建代建项目总投资为 13.34 亿元，已投资 3.21 亿元，均已签订代建协议，业务可持续性较好。
- 公司获得较大力度的外部支持。2016-2019 年，抚州市人民政府、财政局等单位通过增加注册资本、划拨土地及资本注入的方式，共净增加公司资本公积 33.82 亿元。

此外,2016-2019 年公司共收到政府补贴 1.80 亿元,有效地提升了公司的盈利水平。

- 国有土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平。公司拟以评估价值 219,289.30 万元的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保,按发行利率为 8% 计算,用于抵押担保的土地使用权的评估值为本期债券计划发行规模 10 亿元(其中基础发行额为 5 亿元,弹性配售额为 5 亿元绿色债券)及一年利息总额的 2.03 倍,有效提升了本期债券的信用水平。

关注:

- 公司土地整理业务及收入存在不确定性。2018 年及 2019 年公司无可确认收入的土地整理项目,且考虑到该业务来源依赖于临川区政府对区域内土地出让的规划,收入的实现也易受当地土地出让市场行情的影响,未来土地整理收入不确定性较大。
- 公司整体资产流动性偏弱。2019 年末,公司资产以存货和应收款项为主,账面价值分别为 101.58 亿元和 48.13 亿元,合计占比达 92.38%。应收款项回款时间存在一定不确定性;存货为土地资产和开发成本,土地资产受限比例较高,且集中变现能力较弱;整体资产流动性偏弱。
- 公司经营现金流表现不佳,面临较大资金压力。2017-2019 年公司经营活动现金分别净流出 10.04 亿元、16.93 亿元和 14.46 亿元,表现不佳。截至 2019 年末,公司主要在建项目尚需投资额为 32.00 亿元,项目尚需投资额大部分需要公司自筹,尚需投资规模较大,面临较大的资金压力。
- 公司有息债务逐年增长,偿债压力加大。2019 年末公司有息债务为 35.70 亿元,较 2017 年末增加 5.74 亿元,有息债务规模较大;资产负债率为 33.75%,较 2017 年末增加 6.55 个百分点;2017-2019 年,有息债务/EBITDA 分别为 15.11、19.79 和 47.09,偿债压力加大。
- 面临一定或有负债风险。截至 2019 年 12 月 31 日,公司对外担保金额为 5.52 亿元,占 2019 年末所有者权益的 5.14%,均未采取反担保措施,面临一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,620,523.81	1,665,991.52	1,691,735.22
所有者权益合计	1,073,657.47	1,201,742.67	1,231,518.59
有息债务	357,000.00	318,640.00	299,640.00
资产负债率	33.75%	27.87%	27.20%
现金短期债务比	2.14	2.99	254.73
营业收入	80,915.89	72,746.75	67,729.19
营业利润	7,950.86	11,343.25	12,842.81
营业外收入	63.31	4,758.85	6,250.38
利润总额	7,555.17	16,039.31	19,059.41
综合毛利率	13.12%	13.05%	19.32%
EBITDA	7,581.66	16,100.88	19,829.61
EBITDA 利息保障倍数	0.36	0.97	0.84
经营活动现金流净额	-144,601.18	-169,306.44	-100,364.91
收现比	0.48	0.48	0.48

注：2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金
资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

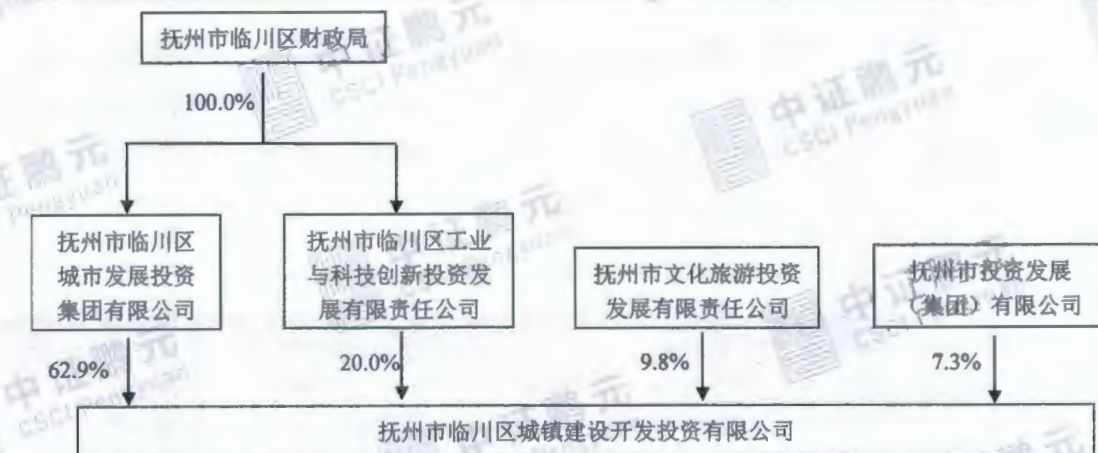
公司成立于2002年5月8日，初始注册资本2,000万元，系由抚州市临川区城镇建设开发投资中心（以下简称“临川开发中心”）以实物、无形资产（土地使用权）出资1,000万元、货币出资990万元，自然人金波和魏朝辉分别以货币出资5万元设立。2011年11月11日，公司增加注册资本8,000万元，由临川开发中心以货币5,000万元、无形资产（土地使用权）3,000万元认缴，变更后公司注册资本为10,000万元。2013年5月3日，公司自然人股东金波和魏朝辉将所持股份转让给临川开发中心，临川开发中心持有公司100%的股权，公司变更为法人独资公司。2016年9月21日，经抚州市临川区人民政府批准，临川开发中心将持有公司100%的股权转让给抚州市临川区财政局，2016年11月8日，根据公司股东决议，公司注册资本由10,000万元变更为70,000万元，由抚州市临川区财政局以货币资金全资认缴。

2018年7月20日，抚州市临川区财政局将持有公司7.30%的股权转让给抚州市投资发展（集团）有限公司，2018年12月20日，抚州市临川区财政局将持有公司9.80%的股权转让给抚州市文化旅游投资发展有限责任公司。

2020年1月14日，抚州市临川区财政局将公司82.9%的股权转让给抚州市临川区城市发展投资集团有限公司和抚州市临川区工业与科技创新投资发展有限责任公司（以下简称“抚州临川工科”）。

公司注册资本及实收资本均为70,000.00万元，控股股东为抚州市临川区城市发展投资集团有限公司，实际控制人为抚州市临川区财政局。截至2020年6月末，公司产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2020年6月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司是抚州市临川区重要的城市基础设施建设与管理主体，主要承担临川区的土地整理、基础设施项目的投资和建设等工作。截至2019年末，纳入公司合并范围的子公司共计3家，具体情况详见表1。

表1 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

企业名称	注册资本	持股比例	主营业务
抚州市临川温泉景区建设开发投资有限公司	15,000.00	100.00%	温泉景区建设开发，旅游建设开发
抚州市临川区梦之旅旅游服务有限公司	300.00	70.00%	国内旅游业务；旅行社服务
抚州市临川区城投建筑工程有限公司	10,000	100.00%	房屋建筑工程；建筑装饰、装修等

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：2021年江西省抚州市临川区城镇建设开发投资有限公司绿色债券；

发行总额：计划发行规模为10亿元，其中基础发行额为5亿元，弹性配售额为5亿元；

债券期限和利率：7年期，固定利率；

还本付息方式：每年期末付息一次，分次还本，在债券存续期的第3至第7个计息年度每年分别偿还债券发行总额的20%；

增信方式：公司拟以评估价值219,289.30万元的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券基础发行额为5.00亿元，其中募集资金2.50亿元用于抚州市临川区垃圾与污水治理项目，2.50亿元用于补充营运资金；如行使弹性配售选择权，总发行规模为10.00亿元，其中5.00亿元拟用于抚州市临川区垃圾与污水治理项目，5.00亿元拟用于补充营运资金。募集资金投向明细如下。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

1、若本期债券基础发行额为 5.00 亿元			
项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
抚州市临川区垃圾与污水治理项目	72,709.82	25,000.00	34.38%
补充营运资金	-	25,000.00	-
合计	-	50,000.00	-
2、若行使弹性配售选择权，本期债券总发行规模为 10.00 亿元			
项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
抚州市临川区垃圾与污水治理项目	72,709.82	50,000.00	68.77%
补充营运资金	-	50,000.00	-
合计	-	100,000.00	-

资料来源：公司提供

（1）项目概况

抚州市临川区垃圾与污水治理项目位于江西省抚州市，工程由生活垃圾焚烧发电厂的建设和污水处理厂的建设组成。具体建设内容和规模如下：

1、生活垃圾焚烧发电厂

抚州市生活垃圾焚烧发电项目位于江西省抚州市临川区抚北镇金坪村、抚北工业园东侧，厂区占地面积59,433.63平方米。项目设计总处理能力为1,200吨/日，年可处理能力达44万吨，建设两条600吨/日生活垃圾焚烧线，配两台12MW凝汽式汽轮发电机组。服务范围为抚州市市本级、高新区、临川区、东临新区、东乡区。

2、污水处理厂

新建污水处理厂6座，总用地面积66,620.44m²，总处理规模为5.7万m³/d，其中生活污水处理厂4座，包括唱凯镇生活污水处理厂、上顿渡生活污水处理厂（一期）、临川区生活污水处理厂（二期）、云山镇生活污水处理厂，处理规模共3.7万m³/d，占地面积共计36,900.27m²；工业污水处理厂2座，包括抚北工业园区才都工业区污水处理厂、抚北工业园二期扩建工程，处理规模共2万m³/d，占地面积共计29,720.17m²。

（2）项目建设进度

抚州市临川区垃圾与污水治理项目计划总投资为72,709.82万元，项目目前正处于前期工作阶段，未开工，建设期预计为24个月。

(3) 项目审批情况

该项目符合国家产业政策方向，已经通过了相关主管部门的审批，具体批复文件如表3所示。

表3 本期债券募投项目审批情况

序号	批准文件	批准文号	批文日期
1	关于抚州市临川区垃圾与污水治理项目可行性研究报告的批复	临发改环资字〔2019〕04号	2019年8月2日
2	关于抚州市临川区垃圾与污水治理项目用地预审意见	临自然资字〔2019〕40号	2019年7月22日
3	建设项目选址意见书	临城规选字第〔2019〕0027号	2019年7月22日
4	关于抚州市临川区垃圾与污水治理项目的意见	临环函字〔2019〕45号	2019年7月26日
5	关于抚州市临川区垃圾与污水治理项目节能评估报告表的审查意见	-	2019年7月24日
6	临川区重大事项社会稳定风险评估工作备案表	-	2019年7月29日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

(4) 项目收益情况

公司为本期债券募投项目的运营主体，收入主要来自于污水处理及垃圾焚烧发电两部分，污水处理收入来源主要包括居民用水、行政事业单位用水、经营基建单位用水、特种行业用水、工业企业用水销售等，收费价格参考《抚州市发改委关于调整市中心城区污水处理费征收标准的通知》（抚发改收费〔2018〕9号）中的相关定价标准。垃圾焚烧发电收入来源主要包括垃圾焚烧发电收益以及居民住户、单位、店面、车辆及停车场、建筑施工工程等垃圾处理，收费标准参考《抚州市征收城市生活垃圾处理费及收取卫生服务费的实施办法》及《江西省发展改革委关于抚州市生活垃圾焚烧发电项目上网电价的批复》。

募投项目前两年为建设期。经江西中昌工程咨询监理有限公司测算，该项目建成后五年内可实现共计57,904.80万元的收入，其中：污水处理收入12,742.29万元，垃圾焚烧发电收入45,162.50万元。扣除经营成本为5,725.40万元、所得税1,322.83万元后的净收益50,856.57万元。

但考虑到受当地经济发展等因素影响，该项目竣工后污水处理和垃圾焚烧发电的运营规模及单价能否达到预期还存在一定不确定性。

四、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

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，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。2017-2019 年，我国国内生产总值（GDP）从 82.08 万亿元增长至 99.09 万亿元，各年分别增长 6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长 11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长 17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国正处在转变发展方式、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，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020 年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019 年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为 3.8%，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 万亿元，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。

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；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，城投公司融资环境有所改善

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委等六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018 年 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，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，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。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。

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，依法依规承接政府

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。

2019 年仍延续 2018 年下半年的政策定调，2019 年 3 月政府工作报告中指出，要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），表明要切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级 PPP 项目。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。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

近年抚州市经济保持较快发展，但增速逐年放缓，经济发展水平偏弱

抚州市位于江西省东部，辖 9 县 2 区和抚州国家级高新技术开发区、东临新区两个重点开发区，总面积 1.88 万平方公里。2017-2019 年抚州分别实现地区生产总值 1,354.57 亿元、1,382.40 亿元和 1,510.92 亿元，增速分别为 8.7%、8.0% 和 7.9%，增速放缓，但仍高于全国水平。第一、第二、第三产业结构由 2017 年的 16.0:43.9:40.1 调整为 2019 年的 14.2:38.0:47.8。截至 2019 年底，抚州市常住人口 406.03 万人，地区人均生产总值 37,272 元，为全国平均水平的 52.58%，经济发展水平偏弱。

抚州市工业经济保持较快增长态势，2017-2019 年，抚州市全部工业增加值分别 471.95 亿元、424.94 亿元和 413.38 亿元，同比分别增长 9.0%、8.5% 和 8.7%。六大支柱产业分别为化工建材、机电汽车、有色金属加工、食品工业、生物医药和电子信息。2017-2019 年，六大支柱产业营业收入方面，有色金属加工持续增长，化工建材、机电汽车、生物医药和电子信息增长呈现波动性，食品工业增速持续下降。

抚州市经济发展主要依靠固定资产投资拉动。2017-2019 年，抚州市全社会固定资产投资增速分别为 12.0%、10.7% 和 9.2%，增速逐年下滑，主要以第二、第三产业固定资产投资

为主。房地产投资方面，2017-2019年抚州市全年房地产开发投资增速分别为6.8%、20.4%和-6.9%；房屋销售建筑面积分别为554.42万平方米、467.93万平方米和482.74万平方米，增速分别为23.2%、-15.6%和3.2%，随着三四线城市棚改规模的逐渐缩减，房地产投资景气度有所下滑。消费方面表现稳定，2017-2019年社会消费品零售总额均保持两位数的增速。

表4 2017-2019年抚州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,510.92	7.9%	1,382.40	8.0%	1,354.57	8.7%
第一产业增加值	215.20	3.1%	199.28	3.1%	216.35	4.5%
第二产业增加值	573.88	8.2%	566.00	8.0%	594.59	8.4%
第三产业增加值	721.85	9.4%	617.12	10.1%	543.63	10.9%
工业增加值	413.38	8.7%	424.94	8.5%	471.95	9.0%
固定资产投资	-	9.2%	-	10.7%	1,401.41	12.0%
社会消费品零售总额	607.53	11.7%	544.14	10.6%	537.66	12.0%
进出口总额	152.40	7.9%	141.33	5.8%	133.56	9.8%
存款余额	2,249.67	8.6%	2,067.27	8.8%	1,904.9	15.8%
贷款余额	1,882.04	16.4%	1,608.78	17.5%	1,368.88	20.9%
人均GDP（元）		37,272		34,226		33,688
人均GDP/全国人均GDP		52.58%		52.95%		56.18%

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2017-2019年抚州市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年抚州市实现公共财政收入129.24亿元，同比增长4.1%，其中税收收入95.3亿元，占公共财政收入比重为73.74%；实现政府性基金收入194.8亿元，同比下降1.2%；同期抚州市公共财政支出为474.32亿元，同比增长17.3%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为27.25%。

临川区区域经济保持较快增长，经济发展水平一般

近年临川区经济规模保持较快增长，2017-2019年分别实现地区生产总值419.8亿元、429.6亿元和469.6亿元，同期增速分别为8.7%、7.9%和7.5%，增速逐年下滑，但仍高于全国水平。按照总人口数130万计算，2019年临川区人均GDP为3.61万元，为同期全国人均水平的50.92%，经济发展水平一般。

工业经济方面，2017-2019年临川区规模以上工业增加值同比增速均在8%以上，保持较快的增长。其中，2018年，电力行业完成工业增加值占规模以上工业累计增加值比重为31.2%；有色金属行业完成工业增加值占规模以上工业累计增加值比重为29.9%。2019年，

规模以上工业企业实现工业总产值197.2亿元，增长10.35%；工业用电量7.7亿千瓦时，增长18.3%。工业经济持续较快发展。

固定资产投资方面，2017-2019年，临川区固定资产投资同比增速分别为13.8%、11.2%和12.4%，有所波动。招商引资方面，2019年全区实际进资88亿元、增长24.7%，项目个数和项目进资均位列抚州全市第一。2017-2019年临川区社会消费品零售总额分别为194.8亿元、196.9亿元和220.0亿元，分别增长11.8%、10.5%和11.8%，保持较快增速。

表 5 2017-2019 年抚州市临川区主要经济数据（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	469.6	7.5%	429.6	7.9%	419.8	8.7%
第一产业增加值	-	-	44.7	2.8%	49.7	4.4%
第二产业增加值	-	-	195.2	8.0%	203.7	8.0%
第三产业增加值	-	-	189.7	9.1%	166.4	11.3%
规模以上工业增加值	-	8.8%	-	9.0%	-	9.1%
固定资产投资	290.0	12.4%	-	11.2%	210.2	13.8%
社会消费品零售总额	220.0	11.8%	196.9	10.5%	194.8	11.8%
人均 GDP（元）	3.61		3.85		3.76	
人均 GDP/全国人均 GDP	50.92%		59.69%		62.98%	

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：《2017 年临川区经济运行情况分析》、《2018 年全年临川经济运行简析》、《关于临川区 2019 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2020 年国民经济和社会发展规划草案的报告》，中证鹏元整理

2019年临川区实现公共财政收入14.24亿元，同比增长0.7%，其中税收收入11.24亿元，占公共财政收入比重为78.92%；实现政府性基金收入19.34亿元，同比下降24.6%；同期临川区公共财政支出为70.25亿元，同比增长11.4%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为20.27%。

五、公司治理与管理

1. 公司治理

公司成立以来，按照《公司法》等相关法律法规的要求，建立了相应的公司治理结构和治理制度。公司设立股东会，并建立了董事会制度和监事会制度。控股股东具有决定公司战略发展规划、选举或更换由非职工代表担任的董事和监事、修改章程、对公司增加或减少注册资本作出决议以及对合并、分立等事项作出决议等职权。

公司董事会由3名董事组成，董事长1名。董事每届任期为三年，获得连续委派或者连

续当选可以连任。董事会具有决定公司经营计划和投资方案、制定公司章程及修改方案、决定公司内部管理机构设置等职权。

公司设监事会，由5名监事组成，设监事会主席1名。公司董事会成员、总经理、副总经理和财务负责人不得兼任监事。监事任期每届为三年，任期届满可连选连任。监事会拥有检查公司财务，监督董事、高级管理人员执行公司职务行为的职权。

2. 公司管理

公司实行总经理负责制，并根据自身经营管理需要构建了内部组织架构，设立了办公室、财务部、融资部、工程部四个职能部门。公司设总经理1名，副总经理1名。由董事会聘任或解聘，并根据公司工作需要可设总会计师、总工程师等职务，上述职务由总经理提名，董事会聘任或者解聘。

在财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，明确了相关财务管理组织机构的职责，并对财务会计监督、费用支出用款的监管做出了明确的规定，规范了财务核算及管理的各项基础工作，制定了严格的定额管理制度。项目管理方面，公司制定了《工程项目管理制度》，在投资项目规划、招投标管理、进度控制及工程管理各方面都制定了规范的制度。

图2 截至2019年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

作为抚州市临川区重要的城市基础设施建设平台，公司主要从事基础设施代建、土地整理等业务。2017-2019年公司营业收入逐年增长，收入主要来源于项目代建业务。土地

整理方面，仅2017年实现收入，2018及2019年公司无可确认收入的土地整理项目。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
项目代建收入	80,879.95	13.11%	72,738.42	13.04%	54,226.97	13.04%
旅游业务收入	25.50	8.85%	0.00	-	0.00	-
土地整理收入	0.00	-	0.00	-	13,480.00	44.44%
其他收入	10.44	100.00%	8.34	100.00%	22.22	100.00%
合计	80,915.89	13.12%	72,746.75	13.05%	67,729.19	19.32%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建工程规模较大，项目代建业务可持续性较好，但自营项目未来收入情况存在不确定性

根据公司与抚州市临川区人民政府签订的《项目委托代建（管）协议》，抚州市临川区人民政府作为委托人与公司就福银高速抚北互通至温泉风景区连接线工程、临川区人口饮水项目等委托代建（管）事项协商一致，项目建设期内，通过安排政府财政资金等方式向公司注入项目资本金，资金来源包括但不限于本级财政一般预算收入、财政基金和预算外资金。项目建设期内，公司负责工程项目质量、投资、进度控制等，项目工程总造价包括：工程费用、其他费用、基本预备费、建设期利息、其他属于建设工程概算、预算价格标准范围内的费用和支出等。项目工程完工后交由委托人进行竣工验收，项目竣工验收合格后，由公司向委托人提交工程决算文件，委托人收到完整的决算文件后 10 日内指定有资质的审计机构进行审计，审计机构应该在 2 个月内提交财务审计的决算意见。待工程竣工决算后，确定项目的实际投入成本，并以实际投入成本的 10%-20%作为公司建设服务费，项目代建收入为代建（管）项目实际投入成本加上项目建设服务费。对于部分体量较大的项目，公司在项目竣工后分步确认收入。在项目建设初期或者实施阶段，根据委托项目建设的实际需要，抚州市临川区人民政府先行拨付项目建设资金可抵扣建设项目代建款。值得注意的是，《项目委托代建（管）协议》并未就委托人何时支付公司委托代建（管）资金做出明确约定。

近年来公司主要完成了公共租赁住房建设项目、廉租房建设项目、福银高速抚北互通至温泉风景区连接线工程、临川区人口饮水、政府大楼及周边道路绿化工程等重大项目的施工，2017-2019 年政府按照项目投入成本的 15%作为项目管理费，公司分别确认项目代建收入 54,226.97 万元、72,738.42 万元和 80,879.95 万元，占营业收入的比重分别为 80.06%、99.99%和 99.96%，是营业收入的主要来源。

表 7 2017-2019 年公司项目代建收入构成明细（单位：万元）

时间	项目	项目成本	项目收入
2019 年	残联档案局大楼工程	887.23	1,020.32
	区粮食局工程	1,659.90	1,908.89
	城管局其他项目支出	19,359.89	22,263.88
	政府大楼及周边道路绿化工程	29,338.04	33,738.75
	安石学校	8,051.93	9,259.72
	剪子口工程	2,356.79	2,710.31
	污水管网工程	2,710.43	3,117.00
	抚北管网	1,603.50	1,844.03
	其他	4,305.75	5,017.06
	合计	70,273.50	80,879.95
2018 年	福银高速抚北互通至温泉风景区连接线工程	9,332.32	10,732.16
	抚北大桥至抚北工业园区	4,886.07	5,618.98
	抚吉高速临川连接线	3,285.53	3,778.36
	公共租赁用房工程	4,842.52	5,568.90
	廉租房工程	1,532.89	1,762.82
	学府路东延伸段，建设路东延伸段，公园东路延伸段等道路工程	4,906.03	5,641.94
	温泉防洪工程	1,687.10	1,940.16
	河埠防洪工程	1,815.86	2,088.24
	2014 病险水库	5,399.31	6,209.21
	2015 病险水库	2,008.99	2,310.34
	中央财政现代农业生产发展资金	2,339.40	2,690.31
	12、13 年新增千亿粮食建设项目	3,212.09	3,693.91
	临川区人口饮水项目	9,331.87	10,731.65
	创业园（共创平台）	3,605.45	4,146.27
	零星项目	5,065.25	5,825.17
	合计	63,250.68	72,738.42
2017 年	公共租赁用房建设项目	34,788.75	40,007.06
	廉租房建设项目	12,365.14	14,219.91
	合计	47,153.89	54,226.97

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司主要在建项目预计总投资为 55.00 亿元，累计已投资额为 23.00 亿元，尚需投资 32.00 亿元，面临较大资金压力。除往期债券募投项目为自营性质外，其余项目均已签订代建协议，主要代建项目计划总投资为 13.34 亿元，已投资 3.21 亿元，尚需投入 10.13 亿元，代建业务可持续性较好。公司往期债券募投项目未来收入主要来源于房屋出售及出租，往期募投项目预计分别于 2017 年 6 月和 2020 年 2 月完工，但未按原计

划完工。

表 8 截至 2019 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资额	累计已投资额	项目性质
高标准农田项目	123,390.00	27,675.13	代建
临川二中	3,989.28	3,522.46	代建
临川区污水管二期	6,000.00	867.33	代建
抚州市临川区保障性安居工程（一期）项目	134,407.36	80,000.00	自营/往期债券募投项目
抚州市临川区保障性安居工程（二期）项目	101,487.45	49,000.00	自营/往期债券募投项目
抚州市上顿渡河西及染织厂片区棚户区改造项目	110,510.35	66,358.50	自营/往期债券募投项目
江西省昌抚合作示范区综合管廊工程	70,167.72	2,596.90	自营/往期债券募投项目
合计	549,952.16	230,020.32	-

资料来源：公司提供

土地整理业务毛利率较高但收入规模波动较大，未来土地整理业务存在较大不确定性

公司负责抚州市临川区范围内的土地整理开发业务。公司对计划出让土地进行整理开发，在土地整理的过程中，相应成本由公司垫支；当土地达到出让条件后，公司将整理好的土地交由抚州市土地储备中心以“招拍挂”的形式进行出让，土地出让金由临川区财政局扣除相关税费等部分返还给公司，以往年度返还比例为 80%。公司暂未就该项业务与政府签订委托土地整理开发业务协议，待整理土地完成出让后，临川区财政局出具《临川区财政局关于抚州市临川区城镇建设开发投资有限公司土地收入确认问题的通知》，根据该项通知，临川区财政局将土地出让金扣除税费等部分的净收益返还公司，作为公司当年土地整理收入。

2017 年，公司确认土地整理收入共计 13,480.00 万元，毛利率为 44.44%，业务毛利率较高。2018 年及 2019 年，公司当期无可确认收入的土地整理项目，且考虑到该业务来源依赖于临川区政府对区域内土地出让的规划，收入的实现也易受当地土地出让市场行情的影响，未来土地整理业务不确定性较大。

表 9 2017 年公司土地整理业务情况（单位：亩、万元）

地块位置	面积	出让总价	确认土地整理收入	收入/出让总价
临川区上顿渡金山大道以南	48.52	16,850.00	13,480.00	80.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来公司在资产注入、政府补助方面得到当地政府的较大支持

2016 年，抚州市临川区人民政府办公室增加公司 6 亿元注册资金；抚州市临川区人民

政府向公司拨付资金，用于竞拍14宗国有土地使用权，增加资本公积23.42亿元；抚州市临川区人民政府向公司子公司临川区温泉景区建设开发投资有限公司注入6.80亿元，用于购买土地增强公司资本实力，增加资本公积6.80亿元。

2017年，临川区财政局向公司拨付了用于竞拍“赣（2018）临川区不动产权第0000961号”及“0000962号”两宗土地的资金，计入了公司资本公积。此外，临川区财政局向公司拨付资金14.15亿元，以推动公司持续发展，合计增加当年资本公积21.35亿元。

2018年，临川区财政局向公司注入位于湖南乡灵谷峰的一块土地，按照实际支付价格0.36亿元入账，计入资本公积。同时，政府收回公司账面价值4.35亿元土地，导致资本公积减少。

2019年，政府划拨了两块账面价值总计8.02亿元的土地，同时回收了账面价值21.42亿元的土地，导致资本公积净减少13.40亿元。

在财政补贴方面，当地政府也对公司给予了一定的支持。2016-2019年，公司分别收到政府补助合计7,100.00万元、6,100.00万元、4,752.84万元和45.70万元，较好地提升了公司的盈利水平。

表 10 近年来公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、资产注入			
时间	资产类别	金额/账面价值	依据文件
2016 年	货币资金	60,000.00	临府办抄字【2016】1156 号
	土地资产	234,203.12	临府办抄字【2016】1465 号
	货币资金	68,000.00	临府办抄字【2016】1464 号
2017 年	土地资产	72,006.64	临府办抄字【2017】1462 号
	货币资金	141,483.78	临府办抄字【2017】1463 号
2018 年	土地资产	3,558.76	临财字【2018】49 号
2019 年	土地资产	80,181.00	-
合计		659,433.30	-
2、财政补贴			
时间	补贴金额	依据文件	
2016 年	7,100.00	临景财函字【2016】7 号、临财字【2016】48 号	
2017 年	6,100.00	临景财函字【2017】20 号、临财字【2017】56 号	
2018 年	4,752.84	临财字【2018】50 号等	
2019 年	45.70	-	
合计		17,998.54	-

资料来源：公司 2014-2016 年三年连审审计报告、2017-2019 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年和2019年，公司合并范围子公司数量分别新增1家。

资产结构与质量

公司资产规模整体保持增长，整体流动性偏弱

受2018年及2019年政府收回部分土地的影响，公司资产规模有所下降。截至2019年末，公司资产规模为162.05亿元，其中流动资产占比为99.38%。

截至2019年末，公司货币资金余额11.34亿，无受限资金。公司应收账款规模逐年增长，2019年末，公司应收账款账面价值为15.39亿元，2017-2019年复合增长率为162.14%，为应收抚州市临川区财政局的项目款。公司其他应收款主要为往来款，截至2019年末，前五大应收对象占其他应收款期末余额的93.64%，分别为抚州市临川区财政局、抚州市临川区城镇建设开发投资中心、抚州临川工科、抚州市临川区鑫临房地产开发有限公司和抚州市临川区基础设施建设投资有限公司，以上应收对象为抚州市临川区财政局或国有事业单位。中证鹏元注意到，公司应收款项的应收单位主要是政府部门和当地国企，回收时间受政府财政实力和资金安排影响存在一定的不确定性，对公司资金运用造成一定影响。

存货是公司资产的主要构成部分，2019年末公司存货由土地资产和开发成本构成，账面价值为101.58亿元，占资产总额的比重为62.68%，近三年规模逐年减少，主要原因是2018及2019年政府无偿收回均为商住用地的土地，土地资产账面价值分别减少4.35亿元和13.40亿元。截至2019年末，公司土地资产共有94宗，其中73宗为政府注入，其余为招拍挂获得。土地资产面积共计333.80万平方米，账面价值为80.98亿元，使用权类型为出让，用途为商住，其中账面价值40.31亿元的土地已经被抵押，占土地资产账面价值的49.78%；开发成本账面价值为20.60亿元，主要为基础设施项目的投入。

公司资产以土地资产、建设开发成本、应收款项为主，截至2019年末，上述资产合计占总资产比重为92.38%，其中土地资产受限比例较高，且集中变现能力较弱，应收款项回款时间存在一定不确定性。整体来看，公司资产流动性偏弱。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	113,446.96	7.00%	202,357.20	12.15%	254,726.56	15.06%
应收账款	153,901.26	9.50%	82,941.43	4.98%	22,395.60	1.32%
其他应收款	327,365.99	20.20%	216,912.79	13.02%	109,816.49	6.49%
存货	1,015,767.89	62.68%	1,156,558.49	69.42%	1,187,867.68	70.22%
流动资产合计	1,610,486.76	99.38%	1,658,775.60	99.57%	1,691,239.33	99.97%
资产总计	1,620,523.81	100.00%	1,665,991.52	100.00%	1,691,735.22	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入持续增长，政府补助贡献度下降

公司营业收入主要来源于土地整理业务和项目代建业务，2017-2019年公司营业收入分别为6.77亿元、7.27亿元和8.09亿元，持续增长。从收入构成来看，公司营业收入以项目代建业务为主，项目代建业务收入占比均超过80%，2018年及2019年则接近100%。截至2019年末，公司在建代建项目规模较大，未来业务可持续较好。需要注意的是，公司部分自营项目未来主要收入来源于物业出售及出租，受工程建设进度以及实际出售、运营情况等多因素影响，亦存在不达预期的可能。

毛利率方面，2017-2019年公司综合毛利率分别为19.32%、13.05%和13.12%，2017年公司综合毛利率较高主要系当期实现土地整理业务收入且毛利率高达44.44%。2017-2019年公司分别实现利润总额1.91亿元、1.60亿元和0.76亿元，其中政府补助收入占利润总额的比重分别为32.01%、29.63%和0.60%，政府补助对公司利润的贡献程度大幅下降

表12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	80,915.89	72,746.75	67,729.19
营业利润	7,950.86	11,343.25	12,842.81
营业外收入	63.31	4,758.85	6,250.38
利润总额	7,555.17	16,039.31	19,059.41
综合毛利率	13.12%	13.05%	19.32%

资料来源：公司 2017-2019 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不佳，在建项目规模较大，面临较大的资金压力

2017-2019年公司收现比均为0.48，主营业务资金回笼情况不佳，主要系代建业务委托

方抚州市临川区财政局支付工程款较为滞后所致。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要系公司用于工程款的支付及土地购买，规模均远大于公司主营业务回款。此外，公司往来款流入流出规模均较大。综合因素影响下，2017-2019年公司经营活动产生的现金分别净流出10.04亿元、16.93亿元和14.46亿元，表现不佳。

投资活动方面，2017-2019年投资活动现金流量净额分别为-9.83亿元、10.98亿元和2.90亿元，波动较大，主要系公司银行理财产品购买及赎回所致。筹资活动方面，2017和2019年筹资活动现金流分别为净流入24.90亿元和5.67亿元，主要系政府注入资本金及融资所致，而2018年公司筹资活动方面现金流入及流出规模均较少，仅小额净流入0.71亿元。

截至2019年末，公司主要在建项目预计总投资为55.00亿元，尚需投资额为32.00亿元，尚需投资金额较大，公司面临较大的资金支出压力。

表 13 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
收现比	0.48	0.48	0.48
销售商品、提供劳务收到的现金	39,221.09	35,178.97	32,751.03
收到其他与经营活动有关的现金	496,299.01	432,487.63	564,641.64
经营活动现金流入小计	535,520.10	467,666.60	597,392.67
购买商品、接受劳务支付的现金	124,703.13	92,430.71	151,389.94
支付其他与经营活动有关的现金	555,272.47	544,453.61	546,281.53
经营活动现金流出小计	680,121.28	636,973.05	697,757.58
经营活动现金流量净额	-144,601.18	-169,306.44	-100,364.91
投资活动现金流量净额	29,026.61	109,848.71	-98,252.56
筹资活动现金流量净额	56,664.32	7,088.37	248,993.11
现金及现金等价物净增加额	-58,910.24	-52,369.36	50,375.64

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务逐年增长，偿债压力逐渐加大

截至2019年末，公司负债总额增至54.69亿元，2017-2019年复合增长率9.01%。在所有者权益方面，受2018及2019年政府收回了公司土地使用权的影响，2019年末公司所有者权益下降至107.37亿元。受上述因素影响，2019年末公司产权比率为50.93%，所有者权益对负债的保障程度下降，但保障程度较好。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
------	--------	--------	--------

负债总额	546,866.34	464,248.85	460,216.63
所有者权益	1,073,657.47	1,201,742.67	1,231,518.59
产权比率	50.93%	38.63%	37.37%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

流动负债方面，应交税费主要为应交增值税及企业所得税，随着公司业务规模的扩大，应交税费规模逐年增长，2019年末为5.98亿元。其他应付款主要系公司与政府单位往来款，近年有所波动，主要系往来款项的拆借及偿还所致。截至2019年末，公司一年内到期非流动负债规模为5.30亿元，其中一年内到期的长期借款、应付债券规模分别为1.30亿元和4.00亿元。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券。2019年末公司长期借款为6.40亿元，其中抵押借款4.00亿元，利率5.39%，抵押物为土地使用权；信用借款2.40亿元，利率5.70%。应付债券分别为“16临川债”（利率5.68%）、“17临川城投债01”（利率6.50%）、“19临川城投债01”（利率8.00%），余额分别为9.00亿元、4.00亿元和11亿元，期限均为7年。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应交税费	59,836.91	10.94%	49,349.08	10.63%	38,768.16	8.42%
其他应付款	117,627.61	21.51%	91,303.87	19.67%	116,806.97	25.38%
一年内到期非流动负债	53,000.00	9.69%	67,640.00	14.57%	1,000.00	2.17%
流动负债合计	242,866.34	44.41%	213,248.85	45.93%	161,576.63	35.11%
长期借款	64,000.00	11.70%	81,000.00	17.45%	89,000.00	19.34%
应付债券	240,000.00	43.89%	170,000.00	36.62%	180,000.00	39.11%
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00%	29,640.00	6.44%
非流动负债合计	304,000.00	55.59%	251,000.00	54.07%	298,640.00	64.89%
负债合计	546,866.34	100.00%	464,248.85	100.00%	460,216.63	100.00%
有息债务	357,000.00	65.28%	318,640.00	68.64%	299,640.00	65.11%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务包括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，近年公司有息债务逐年增长，偿债压力逐渐加大，截至2019年末，公司有息债务规模为35.70亿元，占负债总额的65.28%。

表 16 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
本息和	76,100.00	64,036.00	99,454.00	170,034.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债指标来看, 2019年末公司资产负债率为33.75%, 较2017年末上升6.55个百分点, 负债水平较快上升。短期偿债能力方面, 2019年公司现金短期债务比为2.14, 现金对短期债务的覆盖能力较好。长期偿债能力方面, 2019年公司EBITDA为0.76亿元, 为近三年最低, 主要系政府补助大幅减少。2019年公司利息债务/EBITDA 为47.09, 长期偿债压力仍较大。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	33.75%	27.87%	27.20%
现金短期债务比	2.14	2.99	254.73
EBITDA (万元)	7,581.66	16,100.88	19,829.61
EBITDA 利息保障倍数	0.36	0.97	0.84
有息债务/EBITDA	47.09	19.79	15.11

注: 2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金

资料来源: 公司 2017-2019 年审计报告, 中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

(一) 本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先, 本期债券募投项目收益是本期债券按时还本付息资金的来源之一。本期债券募投项目主要通过污水处理厂和垃圾焚烧发电厂建成后收取污水处理费及电费实现收入。根据项目的可行性研究报告, 该项目建成后, 在本期债券存续期内共计可实现收入57,904.80万元, 扣除经营成本和所得税后净收益50,856.57万元。但中证鹏元关注到, 受工程进度、未来运营规模及定价等因素影响, 该项目未来能否实现预期收益存在不确定性。

公司现有经营业务收入能为公司偿债提供一定保障。2017-2019年公司营业收入分别为6.77亿元、7.27亿元和8.09亿元。公司作为抚州市临川区重要的城市基础设施投资建设主体, 从事保障房建设、城市基础设施建设业务, 且公司在建代建项目规模较大, 业务及收入可持续较好。需要注意的是, 公司部分自营项目未来主要收入来源于物业出售及出租, 受工程建设进度以及实际出售、运营情况等多因素影响, 亦存在不达预期的可能。此外, 公司在建项目资金需求较大, 经营性活动现金流近三年持续净流出, 经营活动存在较大的资金压力。

最后, 公司必要时可以通过资产变现筹措偿债资金。截至2019年末, 公司土地使用权账面价值总计为80.98亿元, 必要时通过资产出让或者用于抵押进行融资的方式, 能够为

公司提供一定的流动性支持。但包括为本期债券抵押增信的土地后，公司土地使用权受限占比为68.29%，集中变现也存在一定困难，且土地资产价值易受土地市场波动影响，变现价值存在不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

国有土地使用权抵押担保为本期债券的本息偿付提供了进一步的保障，有效提升了本期债券的信用水平

为保障本期债券持有人的利益，公司拟以其拥有的位于抚州市的6宗土地使用权设定抵押，抵押的土地使用权面积为331,690.70平方米，用途为住宅和商业，使用权类型为出让。

根据公司与天风证券股份有限公司签订的《国有土地使用权抵押合同》及与中国工商银行股份有限公司抚州临川支行签订的《抵押资产监管协议》，本期债券土地抵押担保的范围为本期债券的本金、利息（本期债券产生的利息、逾期利息和相关复利）以及违约金、损害赔偿金、手续费、保险费及其他为签订或履行抵押合同而发生的费用、抵押权人实现担保权利和债权所产生的费用（包括但不限于处置费用、税费、诉讼费用、拍卖费、执行费、律师费、差旅费）；抵押登记时间为债券发行日5个工作日内。同时，在债券存续期间，公司应聘请经天风证券股份有限公司和中国工商银行股份有限公司抚州临川支行认可的具备相应资质的资产评估机构按年对抵押资产进行跟踪评估，抵押资产的跟踪评估基准日为本期债券初次评估报告基准日在当年的对应日，年度报告出具时间不应迟与该报告基准日的20个工作日。当抵押土地评估总价低于本期债券募集资金本金及一年利息总额的1.5倍时，公司应在收到抵押资产监管机构出具的《追加抵押资产通知书》后40个工作日内完成追加抵押。公司因经营发展需要，可对抵押资产进行置换，但应对拟置入抵押资产进行评估，并保证评估价值不低于拟置出资产评估价值。当抵押资产总价值超过本期债券未偿还本金及一年期利息的2.0倍时，公司有权向债权代理人申请对超过2.0倍部分的抵押资产进行增值释放。

北京华亚正信资产评估有限公司2019年9月20日出具“华亚正信评资字[2019]第Z09-0003号评”估咨询报告，以2019年8月31日为评估基准日，对用于抵押的6宗土地进行了评估。抵押资产评估总价为219,289.30万元，若按发行利率为8%计算，抵押土地评估总价为本期债券计划发行规模10亿元及一年利息总额的2.03倍，从而为本期债券的偿付提供了有效保障。公司用于本期债券抵押土地账面价值合计为149,933.62万元，相应土地使用

权的评估价值为账面价值的1.46倍。考虑到当地土地交易市场低迷、房地产投资放缓等因素，未来土地价值及能否集中变现存在一定不确定性。

表 18 抵押土地使用权明细（单位：平方米、万元）

编号	土地使用证证号	面积	评估价值	账面价值	用途
1	赣（2016）临川区不动产权第 0003335 号	134,125.30	71,420.90	51,371.79	商业、住宅
2	赣（2016）临川区不动产权第 0003343 号	12,277.90	9,623.90	6,461.12	商业、住宅
3	赣（2016）临川区不动产权第 0003341 号	24,526.10	21,234.00	14,557.98	商业、住宅
4	赣（2016）临川区不动产权第 0003346 号	6,562.06	4,776.20	3,390.68	商业、住宅
5	赣（2016）临川区不动产权第 0003368 号	23,051.44	16,778.00	10,988.97	商业、住宅
6	赣（2016）临川区不动产权第 0003371 号	131,147.90	95,456.30	63,163.08	商业、住宅
合计		331,690.70	219,289.30	149,933.62	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

九、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（自主查询版），从2017年1月1日至报告查询日（2020年6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）对外担保事项

截至2019年12月31日，公司对外担保金额为5.52亿元，占2019年末所有者权益的5.14%，对外担保对象为临川区事业单位及国有企业，但均未采取反担保措施，公司存在一定的或有负债风险，详细情况如下表所示。

表19 截至2019年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保主体	担保金额	担保期限	是否反担保
抚州市临川区交通建设投资有限公司	23,700.00	2017.06-2037.01	无
抚州市临川区水利建设投资有限公司	16,500.00	2017.05-2036.09	无
抚州市临川区第一人民医院	15,000.00	2015.12-2021.12	无
总计	55,200.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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	113,446.96	202,357.20	254,726.56
其他应收款	327,365.99	216,912.79	109,816.49
存货	1,015,767.89	1,156,558.49	1,187,867.68
总资产	1,620,523.81	1,665,991.52	1,691,735.22
其他应付款	117,627.61	91,303.87	116,806.97
一年内到期的非流动负债	53,000.00	67,640.00	1,000.00
长期借款	64,000.00	81,000.00	89,000.00
应付债券	240,000.00	170,000.00	180,000.00
长期应付款	0.00	0.00	29,640.00
总负债	546,866.34	464,248.85	460,216.63
有息债务	357,000.00	318,640.00	299,640.00
所有者权益	1,073,657.47	1,201,742.67	1,231,518.59
营业收入	80,915.89	72,746.75	67,729.19
营业利润	7,950.86	11,343.25	12,842.81
营业外收入	63.31	4,758.85	6,250.38
利润总额	7,555.17	16,039.31	19,059.41
经营活动产生的现金流量净额	-144,601.18	-169,306.44	-100,364.91
投资活动产生的现金流量净额	29,026.61	109,848.71	-98,252.56
筹资活动产生的现金流量净额	56,664.32	7,088.37	248,993.11
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	13.12%	13.05%	19.32%
收现比	0.48	0.48	0.48
产权比率	50.93%	38.63%	37.37%
资产负债率	33.75%	27.87%	27.20%
现金短期债务比	2.14	2.99	254.73
EBITDA（万元）	7,581.66	16,100.88	19,829.61
EBITDA 利息保障倍数	0.36	0.97	0.84
有息债务/EBITDA	47.09	19.79	15.11

注：2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金
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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ 或 $\text{EBITDA} / \text{分配股利、利润或偿付利息支付的现金}$
现金类资产	货币资金
有息债务	$1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款有息部分}$

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。

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。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。

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公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。