

吉安市新庐陵投资发展有限公司

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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【207】号 06

分析师

姓名：
谢海琳 何佳欢

电话：
0755-82872123

邮箱：
xiehl@cspengyuan.com

评级日期：
2021 年 2 月 22 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

吉安市新庐陵投资发展有限公司 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：不超过 10 亿元（含），其中基础发 行规模为 5 亿元，弹性配售额度为 5 亿元 | 评级展望：稳定 |
| 债券期限：7 年 | 增信方式：保证担保 |
| 债券偿还方式：每年付息一次，债券存续期内第 3-7 个计息年度末分别按照债券发行总 额 20%的比例偿还债券本金，第 4 年末附设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选 择权 | |

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”）对吉安市新庐陵投资发展有限公司（以下简称“新庐陵”或“公司”）本次拟发行总额不超过 10 亿元（含）（其中基础发行规模为 5 亿元，弹性配售额度为 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公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司土地整理业务和市政基础设施建设业务可持续性较好，获得的外部支持力度较大，此外，吉安城投控股集团有限公司（以下简称“吉安城控”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司整体资产流动性较弱，部分账龄较长的其他应收款存在一定的坏账风险，面临较大的资金压力和一定的偿债压力，且面临一定的或有负债等风险因素。

正面：

- 外部运营环境较好，为公司发展提供了良好基础。近年来，吉安市经济保持快速增长，2017-2019 年分别实现地区生产总值 1,633.47 亿元、1,742.23 亿元和 2,085.41 亿元，增速分别为 9.0%、8.9%和 8.1%，为公司发展提供了良好的基础。

- **公司土地整理业务和市政基础设施建设业务可持续性较好。**公司是吉安市重要的基础设施投资建设主体，截至 2019 年末，公司存货中的拟开发土地账面价值为 88.35 亿元，主要市政基础设施建设项目预计总投资为 27.47 亿元，累计已投资 22.52 亿元，土地整理业务和市政基础设施建设业务可持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2017-2019 年，公司获得财政补贴分别为 0.37 亿元、1.78 亿元和 1.30 亿元，分别占当期利润总额的比重为 25.99%、115.43%和 68.61%。截至 2019 年末，政府合计向公司注入土地 111.51 亿元，其中计入实收资本 4.20 亿元，计入资本公积 107.31 亿元。2019 年，公司因收到资产注入形成的资本公积合计 7.02 亿元。
- **吉安城控提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，吉安城控主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券信用水平。

关注：

- **公司整体资产流动性较弱，部分账龄较长的其他应收款存在一定的坏账风险。**截至 2019 年末，公司存货、应收账款和其他应收款账面价值合计 158.57 亿元，占总资产的比重为 74.52%，存货主要为拟开发土地和开发成本，应收账款和其他应收款回收时间不确定，对资金形成一定占用，公司整体资产流动性较弱。截至 2019 年末，公司其他应收款合计计提坏账准备 1.56 亿元，其中对 4 家民营企业单项金额重大并单独全额计提坏账准备合计 0.96 亿元。考虑到部分其他应收款账龄较长，若无法及时收回，存在一定的坏账风险。
- **公司面临较大的资金压力。**2017-2019 年，公司收现比分别为 0.45、0.63 和 0.19，收现比表现较差，主营业务回款能力较弱。截至 2019 年末，公司包括房地产项目在内的主要在建项目预计尚需投资 37.74 亿元，再加上需偿还到期债务，面临较大的资金压力。
- **公司面临一定的偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务规模为 50.39 亿元，较 2017 年末增长 25.94%，其中一年内需偿还的有息债务规模为 16.26 亿元，面临一定的偿债压力。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 36.29 亿元，占期末净资产的比重为 27.20%。担保对象包括国有企业、事业单位和民营企业，均无反担保措施，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 | 2,127,870.37 | 1,881,466.80 | 1,713,455.59 |
| 所有者权益 | 1,334,109.44 | 1,240,138.53 | 1,228,362.39 |
| 有息债务 | 503,881.63 | 399,110.71 | 400,096.43 |
| 资产负债率 | 37.30% | 34.09% | 28.31% |
| 现金短期债务比 | 1.51 | 1.27 | 2.58 |
| 营业收入 | 100,079.01 | 117,109.77 | 98,592.28 |
| 其他收益 | 13,000.04 | 17,804.12 | 3,651.46 |
| 营业利润 | 18,923.57 | 15,165.30 | 14,084.29 |
| 利润总额 | 18,948.55 | 15,423.98 | 14,048.41 |
| 综合毛利率 | 11.09% | 9.51% | 13.16% |
| EBITDA | 20,149.80 | 16,006.66 | 14,496.93 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.35 | 1.40 | 0.97 |
| 经营活动现金流净额 | 62,516.56 | 173,214.53 | 13,567.48 |
| 收现比 | 0.19 | 0.63 | 0.45 |

资料来源：公司2017-2019年连审审计报告，中证鹏元整理

吉安城控主要财务指标（单位：万元）

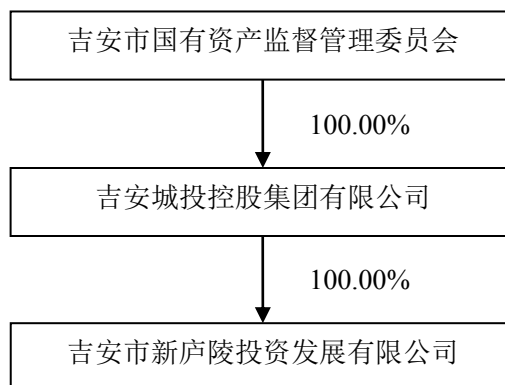
| 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 6,983,692.16 | 6,318,947.34 | 5,596,630.51 |
| 所有者权益 | 3,370,796.59 | 2,748,951.40 | 2,714,419.09 |
| 营业收入 | 361,339.56 | 270,939.19 | 200,389.15 |
| 利润总额 | 47,862.76 | 39,187.21 | 22,801.93 |
| 综合毛利率 | 21.46% | 16.18% | 16.84% |
| 资产负债率 | 51.73% | 56.50% | 51.50% |
| 经营活动现金流净额 | -250,526.86 | 66,995.17 | 154,305.03 |

资料来源：吉安城控2017-2019年连审审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司由吉安市行政事业国有资产经营有限公司等15家国有企业于2009年8月14日共同发起设立，初始注册资本为6.00亿元。2013年2月，吉安市人民政府将公司原有15家股东持有的公司股权全部划转至吉安市国有资产监督管理委员会（以下简称“吉安国资委”）持有，由其代表吉安市人民政府履行出资人职责。2019年11月，根据吉企改办字[2019]13号文件，吉安市国有企业改革领导小组办公室将公司100%股权无偿划转至吉安城控，同时公司注册资本增加至7.00亿元。截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为7.00亿元，控股股东为吉安城控，实际控制人为吉安国资委。

图 1 截至 2019 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司是吉安市重要的基础设施投资建设主体，主要从事吉安市的基础设施建设、土地整理等业务。截至2019年末，公司纳入合并报表范围的子公司共12家。

表 1 截至 2019 年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

| 子公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | 业务性质 | 子公司级次 |
|------------------|-----------|---------|----------|-------|
| 吉安市旅游投资发展有限公司 | 40,000.00 | 96.20% | 旅游资源开发经营 | 一级 |
| 吉安市财兴投资管理有限公司 | 40,000.00 | 100.00% | 投资管理 | 一级 |
| 吉安市惠庐陵国有资产经营有限公司 | 10,000.00 | 100.00% | 房产租赁 | 一级 |
| 吉安市臻福旅游开发有限责任公司 | 3,000.00 | 100.00% | 旅游服务 | 二级 |
| 吉安市新瑞人力资源服务有限公司 | 2,100.00 | 100.00% | 人力资源服务 | 一级 |
| 吉安市泊士停车管理有限公司 | 2,100.00 | 100.00% | 交通运输 | 一级 |
| 吉安市新瑞商贸有限公司 | 1,000.00 | 100.00% | 贸易 | 一级 |
| 吉安市久隆新实业有限公司 | 1,000.00 | 100.00% | 房地产开发 | 二级 |

| | | | | |
|-----------------|----------|---------|----------|----|
| 吉安市金庐陵酒店管理有限公司 | 1,000.00 | 80.00% | 酒店管理 | 二级 |
| 吉安市民航发展服务有限公司 | 1,000.00 | 100.00% | 航班航线经营管理 | 二级 |
| 吉安全域旅游旅行社有限责任公司 | 500.00 | 55.00% | 旅游服务 | 二级 |
| 江西新鸿人力资源服务有限公司 | 200.00 | 60.00% | 人力资源服务 | 二级 |

注：公司对吉安市旅游投资发展有限公司的持股比例为按照实缴金额计算。

资料来源：公司提供

二、本期债券概况

债券名称：2021年吉安市新庐陵投资发展有限公司绿色债券；

发行总额：不超过10亿元（含），其中基础发行规模为5亿元，弹性配售额度为5亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，债券存续期内第3-7个计息年度末分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金，第4年末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。在本期债券存续期的第4年末公司可选择在原债券票面利率基础上上调或下调0-300个基点（含本数），投资者有权将持有的本期债券部分或全部回售给公司。回售部分债券可选择转售或予以注销。若投资者未行使回售选择权，自本期债券存续期第4年起，逐年分别按照剩余债券每百元本金值20%的比例偿还债券本金；

增信方式：吉安城控提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金不超过10亿元（含），其中基础发行规模为5亿元，弹性配售额度为5亿元，如未行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为5亿元，募集资金中2.5亿元拟用于吉安市赣江两岸生态环境综合治理项目（一期），2.5亿元用于补充营运资金；如行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模为10亿元，其中5亿元拟用于吉安市赣江两岸生态环境综合治理项目（一期），5亿元用于补充营运资金。具体使用计划如下：

表 2 本期债券募集资金投向明细（单位：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 |
|-----------------------|----------|-------------|----------|
| 未行使弹性配售选择权： | | | |
| 吉安市赣江两岸生态环境综合治理项目（一期） | 6.79 | 2.50 | 36.80% |
| 补充营运资金 | - | 2.50 | - |
| 合计 | - | 5.00 | - |
| 行使弹性配售选择权： | | | |

| | | | |
|-----------------------|----------|--------------|----------|
| 吉安市赣江两岸生态环境综合治理项目（一期） | 6.79 | 5.00 | 73.60% |
| 补充营运资金 | - | 5.00 | - |
| 合计 | - | 10.00 | - |

资料来源：公司提供

（一）项目概况

吉安市赣江两岸生态环境综合治理项目（一期）主要包括滨江红光地块和神岗山地块生态环境综合治理工程。滨江红光地块生态环境综合治理工程总用地面积约65公顷，主要建设内容包括河道岸线治理工程、地面提升工程、水系湿地治理工程、环境整治及绿化提升工程和配套服务设施工程。神岗山地块生态环境综合治理工程总用地面积约53.5公顷，主要建设内容包括山体修复工程、基础设施工程、环境整治及绿化景观提升工程和配套建筑工程。

（二）项目审批情况

该项目已取得的相关批复文件列示如下：

表 3 吉安市赣江两岸生态环境综合治理项目（一期）项目批复情况

| 名称 | 文号 | 发文机关 | 印发时间 |
|-------------------------------------|----------------------|--------------------|-----------|
| 关于吉安市赣江两岸生态环境综合治理项目（一期）可行性研究报告的批复 | 吉市发改环资字[2020]21号 | 吉安市发展和改革委员会 | 2020-1-3 |
| 关于吉安市赣江两岸生态环境综合治理项目（一期）不单独进行节能审查的说明 | - | 吉安市发展和改革委员会 | 2020-1-6 |
| 关于滨江红光地块生态环境综合治理工程建设用地的预审意见 | 吉庐新自然资字[2019]6号 | 吉安市自然资源局庐陵新区分局 | 2019-6-15 |
| 关于神岗山地块生态环境综合治理工程建设用地的预审意见 | 吉庐新自然资字[2019]5号 | | 2019-6-15 |
| 建设项目选址意见书 | 选字第庐规市政选字附 2019-01 号 | 吉安市城乡规划建设局庐陵新区规划分局 | 2019-3-1 |
| 建设项目选址意见书 | 选字第庐规市政选字附 2019-02 号 | | 2019-3-6 |

资料来源：公司提供

（三）项目资金来源及建设进度

吉安市赣江两岸生态环境综合治理项目（一期）项目估算总投资67,932.43万元，项目资金来源包括：本期债券募集资金50,000.00万元，占项目估算总投资的73.60%，公司自筹17,932.43万元，占项目估算总投资的26.40%。项目建设期限2年，已于2020年1月开工。

（四）项目收益及风险分析

根据江西双睿工程咨询有限公司出具的《吉安市赣江两岸生态环境综合治理项目（一期）可行性研究报告》，本期债券募投项目神岗山地块收入来源主要有登秀江楼体验收入、配套停车场收费收入、秀江楼经营用房租金收入等；滨江红光地块收入来源主要有配套停车场收费收入、河东码头建筑经营用房租金收入、骑车租赁收入等。根据公司提供的《吉安市新庐陵投资发展有限公司关于募投项目收益测算的报告》，在本期债券存续期内¹，吉安市赣江两岸生态环境综合治理项目（一期）预计可实现项目收入77,016.61万元，扣除经营成本及费用8,566.67万元和营业税金及附加5,175.52万元后，可实现项目净收益63,274.42万元，对用于募投项目的募集资金本金和利息覆盖倍数为0.94，无法完全覆盖用于募投项目的债券本金和利息。此外，考虑到本期债券募投项目工程进度和当地经济发展状况等因素的影响，项目能否按照预定工期竣工以及竣工后能否实现预期收益存在一定不确定性。

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。

¹ 假设本期债券于项目开工后第1年末发行，债券存续期为项目开工后第2-8年，票面利率为7%。

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，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任何形式的担保，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。

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

在固定资产投资的拉动下，吉安市近年经济保持较快增长

吉安市位于江西省中部，赣江中游，下辖2区10县1市，是革命老区井冈山所在地。吉

安市是连接长三角、珠三角和闽东南的重要节点，拥有井冈山机场、京九铁路、衡茶吉铁路、赣江航道及多条高速公路，交通较为便利。吉安市面积2.53万平方公里，截止到2018年末，常住人口为495.66万人。水资源方面，吉安市可开发水能资源157万千瓦，拥有江西省最大的水力发电厂万安水电厂。矿产资源方面，吉安市发现矿产55种，其中探明储量的矿产28种，主要矿种包括铁矿石、钨、煤炭、萤石、石膏、岩盐等。

近年来吉安市经济保持较快发展，但增速有所减缓。2017-2019年吉安市分别实现地区生产总值1,633.47亿元、1,742.23亿元及2,085.41亿元。按可比价格计算，增速分别为9.0%、8.9%和8.1%。其中，2018年吉安市人均GDP为35,202元，为同期全国人均生产总值的54.46%。从产业结构上看，近年吉安市第三产业增加值比重有所提高。

工业方面，近年吉安市加快工业经济的转型升级，拥有1个国家级经济技术开发区、1个国家高新技术开发区和11个省级工业园区。吉安市已形成电子信息、医药化工、绿色食品、机械制造、冶金建材、电力热力生产和供应业等六大支柱产业。吉安市规模以上工业经济保持较好的发展态势，2017-2019年规模以上工业增加值同比增速分别为9.2%、9.4%和8.9%，其中，2018年战略性新兴产业增加值增长20.9%，规模工业企业资产总计1,791.96亿元，增长23.2%。

近年来吉安市固定资产投资规模很大，持续增长，但增速逐年放缓。2017-2019年全市固定资产投资同比增长率分别为13.3%、10.7%和8.9%。其中，2017-2018年房地产销售面积分别为339.65万平方米、330.87万平方米，增速分别为11.2%、-2.6%，房地产景气度下降。

表 4 2017-2019 年吉安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） | 2,085.41 | 8.1% | 1,742.23 | 8.9% | 1,633.47 | 9.0% |
| 第一产业增加值 | 214.34 | 3.2% | 207.99 | 3.7% | 242.95 | 4.8% |
| 第二产业增加值 | 945.43 | 8.7% | 790.05 | 8.9% | 727.19 | 8.6% |
| 第三产业增加值 | 925.64 | 9.0% | 744.19 | 11.1% | 663.34 | 11.3% |
| 规模以上工业增加值 | - | 8.9% | - | 9.4% | - | 9.2% |
| 固定资产投资 | - | 8.9% | - | 10.7% | 1,937.71 | 13.3% |
| 社会消费品零售总额 | 576.48 | 12.1% | 514.19 | 11.3% | 504.97 | 12.6% |
| 进出口总额（亿美元） | - | - | 58.88 | 7.7% | 54.68 | 8.6% |
| 存款余额 | 3,141.43 | 11.4% | 2819.91 | - | 2,618.97 | - |
| 贷款余额 | 2,221.87 | 18.8% | 1871.02 | - | 1,560.59 | - |
| 人均 GDP（元） | - | - | - | 35,202 | - | 33,134 |

| | | | |
|-----------------|---|--------|--------|
| 人均 GDP/全国人均 GDP | - | 54.46% | 55.54% |
|-----------------|---|--------|--------|

注：表中“-”为未公布相关数据。

资料来源：2017-2018年吉安市国民经济与社会发展统计公报，吉安市统计局，中证鹏元整理

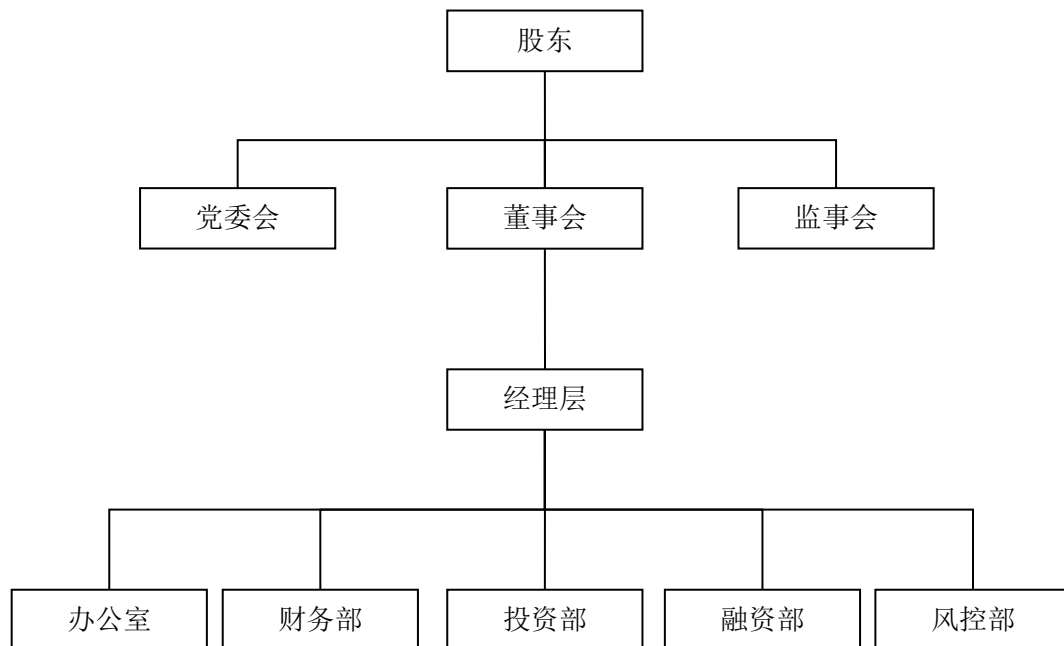
2018年吉安市全市实现公共财政收入167.73亿元，较上年增长7.2%；完成政府性基金收入165.47亿元，同比增长84.2%。

五、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》等法律法规制定了公司章程，设立了党委会、董事会、监事会以及管理层。公司不设股东会，经吉安国资委授权，由吉安城控对公司履行出资人职责。公司设董事会，成员为5人，设董事长1名，职工代表董事1名，非职工代表董事由吉安城控委派和更换，职工代表董事由公司职工通过职工代表大会选举产生和更换，董事长由公司董事会选举产生，董事每届任期三年。公司设监事会，成员为3人，设监事会主席1名，职工代表监事1名，非职工代表监事由吉安城控委派和更换，职工代表监事由公司职工通过职工代表大会选举产生和更换，监事会主席由全体监事过半数选举产生，监事会每届任期三年。公司设总经理1名，总理由董事长根据市政府意见提名，经董事会讨论通过，由董事会聘任或者解聘。在组织结构设置方面，公司设立了5个职能部门，包括办公室、财务部、投资部、融资部和风控部。

整体而言，公司法人治理结构及组织架构设置能够满足公司日常经营及业务发展需要。

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

公司是吉安市重要的基础设施投资建设主体，收入主要来源于市政基础设施建设、土地整理和房屋销售等业务。2017-2019年，公司分别实现营业收入9.86亿元、11.71亿元和10.01亿元。2019年公司营业收入同比下降14.54%，主要系公司当年未实现房屋销售收入所致。受业务结构调整等因素的影响，近年公司综合毛利率呈波动趋势，2017-2019年公司综合毛利率分别为13.16%、9.51%和11.09%。

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 | | 2017 年 | |
|-----------|-------------------|---------------|-------------------|--------------|------------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 市政基础设施建设 | 8,571.60 | 4.33% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 土地整理 | 88,264.62 | 9.09% | 64,075.24 | 9.09% | 74,657.90 | 9.09% |
| 房屋销售 | 0.00 | 0.00% | 52,930.95 | 9.88% | 20,869.13 | 17.89% |
| 其他业务 | 3,242.79 | 83.36% | 103.57 | 75.50% | 3,065.25 | 80.14% |
| 合计 | 100,079.01 | 11.09% | 117,109.76 | 9.51% | 98,592.28 | 13.16% |

注：其他业务主要为旅游服务收入、商品销售收入、房屋租赁收入、餐饮服务收入和资金占用费收入等。
资料来源：公司提供

公司拟开发土地规模较大，土地整理业务可持续性较好

吉安市政府根据城市规划及财政资金安排，确定土地回购计划，公司对政府拟回购的土地进行开发整理，包括征地、拆迁、安置、补偿、场地平整及适当的城市配套设施建设，以达到净地的出让交付标准。土地整理完成后，吉安市政府按照国土资源部11号令《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规定》和吉安市相关政策法规进行土地交易，土地出让资金进入吉安市财政局专户，吉安市财政局按照土地整理成本加成土地开发整理收益支付给公司，公司按此确认收入。土地整理成本通常为政府注入公司土地的入账评估价，加成比例在10%左右。

近年来公司的土地整理项目主要包括吉朱大道以东、螺子山北侧（庐陵文化园内）G、H#地块等项目，2017-2019年公司分别实现土地整理业务收入7.47亿元、6.41亿元和8.83亿元，收入规模存在波动主要受每年回购计划影响所致。毛利率方面，由于近年公司回款价格加成比例未变化，2017-2019年公司土地整理业务毛利率均为9.09%。

表 6 2017-2019 年公司土地整理收入情况（单位：平方米，万元）

| 年度 | 项目 | 出让土地面积 | 收入 | 成本 |
|--------|----------------------------|-------------------|------------------|------------------|
| 2019 年 | 青原区 C5 地块 | 54,246.94 | 3,688.30 | 3,353.00 |
| | 石阳路、鹭洲西路、广场西路 2#地块 | 4,514.00 | 1,336.50 | 1,215.00 |
| | 吉朱大道以东、螺子山北侧（庐陵文化园内）G、H#地块 | 125,953.00 | 83,239.81 | 75,672.56 |
| | 合计 | 184,713.94 | 88,264.61 | 80,240.56 |
| 2018 年 | 石阳路、鹭洲西路、广场西路 4#地块 | 10,209.00 | 3,022.80 | 2,748.00 |
| | 韶山东路与沿江路交叉口西北角（原吉安师范地块） | 61,146.00 | 61,052.44 | 55,502.22 |
| | 合计 | 71,355.00 | 64,075.24 | 58,250.22 |
| 2017 年 | 第三人民医院以东、堆花酒厂以西、真君山南路以北地块 | 28,764.00 | 74,657.90 | 67,870.82 |
| | 合计 | 28,764.00 | 74,657.90 | 67,870.82 |

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司存货中的拟开发土地账面价值为88.35亿元，面积合计312.35万平方米，主要位于吉水县、万安县、吉安市城北新区等区域，未来能够根据吉安市政府的回购计划进行开发整理出让，土地整理业务可持续性较好。但受吉安市土地出让政策规划和当地房地产市场景气度波动影响，未来公司土地整理开发收入仍可能存在一定波动。

公司在建项目规模较大，市政基础设施建设业务可持续性较好，但面临较大的资金压力

公司作为吉安市振兴中央苏区发展的实施主体，负责吉安市及吉泰走廊等振兴中央苏区重点项目的投资和建设工作。市政基础设施建设项目主要由公司本部开展，业务模式主

要是委托代建模式。吉安市人民政府委托公司投资建设项目，并与公司签订相关的委托代建协议书。公司采取招投标方式发包给中标单位，并由中标单位负责承建。项目建设资金来源于财政拨款的启动资金、公司自筹资金及银行借款。吉安市人民政府授权财政局按照委托代建协议书中约定的回款金额分期支付回款，回款期5-7年，公司的回款收入一般集中在每年的四季度进行确认，回款包含项目代建投资款和项目代建人应得的投资回报。

2017-2018年公司未确认市政基础设施建设业务收入，2019年公司实现市政基础设施建设业务收入8,571.60万元，来自吉福路西延工程项目，毛利率为4.33%。截至2019年末，公司在建的市政基础设施建设项目（委托代建项目和政府购买服务项目）主要包括吉安市新井冈山大桥项目、吉福路西延工程和吉安市滨江红光地块城中村棚户区改造及配套基础设施建设项目等项目。截至2019年末，公司在建市政基础设施建设项目预计总投资27.47亿元，已投资22.52亿元，后续尚需投资5.11亿元，业务可持续性较好。但值得注意的是，公司部分委托代建项目未约定收益比例，未来毛利率可能发生波动。

此外，公司还有部分自建自营项目，主要包括吉安市中心城区智慧停车场及周边配套设施建设工程（一期）、吉安高新区标准厂房工程和井冈山七村温泉项目等项目。受当地经济发展和当地汽车保有量情况等因素的影响，公司自营项目收入存在一定不确定性。同时存在吉安赣江大桥危桥改造工程、中心城区至桐坪机场快速通道工程等在建项目未约定具体的业务模式，未来能否给公司带来利润存在一定不确定性。截至2019年末，公司自建自营项目和尚未确定业务模式的项目预计总投资34.41亿元，已投资8.30亿元，后续尚需投资26.10亿元，投资规模较大带来较大的资金支出压力。

表 7 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 预计总投资额 | 已投资额 | 业务模式 |
|------------------------------|------------|------------|--------|
| 吉安市新井冈山大桥项目 | 126,300.00 | 107,878.65 | 委托代建 |
| 吉安市滨江红光地块城中村棚户区改造及配套基础设施建设项目 | 97,432.53 | 76,211.64 | 政府购买服务 |
| 吉安赣江大桥危桥改造工程 | 84,342.00 | 2,098.23 | 尚未确定 |
| 吉安市中心城区智慧停车场及周边配套设施建设工程（一期） | 62,586.85 | 5,148.52 | 自建自营 |
| 中心城区至桐坪机场快速通道工程 | 60,162.00 | 1,015.00 | 尚未确定 |
| 吉安高新区标准厂房工程 | 45,800.00 | 21,350.00 | 自建自营 |
| 井冈山机场二期扩建项目 | 39,162.00 | 29,011.37 | 自建自营 |
| 吉福路西延工程 | 29,741.00 | 31,385.36 | 委托代建 |
| 神冈山旅游综合体 | 26,000.00 | 12,598.48 | 自建自营 |
| 井开区东区路网工程 | 21,200.00 | 9,766.67 | 委托代建 |
| 庐陵特色美食城 | 10,000.00 | 7,511.07 | 自建自营 |

| | | | |
|---------------------|-------------------|-------------------|------|
| 井冈山七村温泉项目 | 10,000.00 | 13.08 | 自建自营 |
| 吉安市安福县武功山臻福里文旅综合体项目 | 6,000.00 | 4,282.06 | 自建自营 |
| 合计 | 618,726.38 | 308,270.13 | |

资料来源：公司提供

公司在建房地产项目预计未来能够给公司带来一定收入，但需关注当地经济发展情况和房地产市场景气度对项目收益的影响

公司原有房屋销售业务主要由公司的子公司吉安市久隆新实业有限公司和吉安市鑫诚实业有限公司负责经营，二者均已取得房地产开发暂定资质证书。在业务模式上，公司以“限房价、竞地价”的竞拍方式获得项目开发资格后，政府指定吉安市城市建设投资开发公司、吉安市螺湖湾湿地公园工程建设指挥部与公司签订相关建设拆迁安置住房购买协议。公司按照协议约定逐年确认安置房建设收入，并结转相应成本。

2017-2018年公司分别实现房屋销售收入2.09亿元和5.29亿元，收入来自于恒泰花园二期项目和恒盛花园三期项目，2018年末该两个安置房项目均已完工并全部回购，后续不会再形成收入。2017-2018年公司房屋销售毛利率分别为17.89%和9.88%，2018年毛利率下降主要系2017年安置房项目按照预估成本结转的成本偏低，2018年相应调高结转成本所致。

2019年3月，吉安市久隆新实业有限公司将其持有吉安市鑫诚实业有限公司51%全部股权分别转让给吉安市新瑞商贸有限公司、肖敏安。股权转让后，公司仅通过吉安市新瑞商贸有限公司持有吉安市鑫诚实业有限公司26.01%股权，作为长期股权投资进行核算，原有螺湖湾湿地项目不再作为公司项目。

截至2019年末，公司主要在建房地产项目为水木清华项目和杜鹃广场项目，水木清华项目属于商品房，杜鹃广场项目包括商业地产和地下停车场。截至2019年末，公司主要在建房地产项目预计总投资12.06亿元，已投资5.53亿元。随着房地产项目建成销售或出租，预计能够给公司带来一定收入，但需关注当地经济发展情况和房地产市场景气度对项目收益的影响。

表 8 截至 2019 年末公司主要在建房地产项目情况（单位：平方米，万元）

| 项目名称 | 规划建筑面积 | 预计总投资 | 已投资 | 项目类型 |
|-----------|-------------------|-------------------|------------------|----------|
| 水木清华项目 | 163,444.00 | 90,000.00 | 43,486.84 | 商品房 |
| 杜鹃广场项目 | 52,739.51 | 30,563.90 | 11,768.29 | 商业、地下停车场 |
| 合计 | 216,183.51 | 120,563.90 | 55,255.13 | |

资料来源：公司提供

近年公司持续获得较大力度的外部支持

公司作为吉安市重要的基础设施投资建设主体，近年在财政补助和资产注入方面获得较大支持。

财政补助方面，根据吉安市财政局出具的文件，2017-2019年，公司获得财政补贴分别为0.37亿元、1.78亿元和1.30亿元，分别占当期利润总额的比重为25.99%、115.43%和68.61%，有效提升了公司的利润水平。

资产注入方面，截至2019年末，政府合计向公司注入土地111.51亿元，其中计入实收资本4.20亿元，计入资本公积107.31亿元。2019年公司接受无偿划拨吉安市惠庐陵国有资产经营有限公司100.00%股权，增加资本公积5.52亿元；接受无偿划拨江西吉安长运有限公司40.00%股权，增加资本公积0.34亿元；接受无偿划拨江西长运吉安公共交通有限责任公司30.00%股权，增加资本公积0.07亿元；子公司吉安市惠庐陵国有资产经营有限公司2019年度接受无偿划拨房产，增加资本公积1.09亿元。上述资产注入增强了公司的资本实力。

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希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况如下表所示。

表 9 2017-2019 年公司纳入合并报表范围子公司变化情况

| 年度 | 子公司名称 | 变化情况 | 变化原因 |
|-------|------------------|------|---------------|
| 2017年 | 江西中汇富实业有限公司 | 新增 | 增资扩股 |
| 2018年 | 吉安市旅游投资发展有限公司 | 新增 | 新设 |
| 2018年 | 吉安全域旅游旅行社有限责任公司 | 新增 | 新设 |
| 2018年 | 吉安市金庐陵酒店管理有限公司 | 新增 | 新设 |
| 2018年 | 吉安市民航发展服务有限公司 | 新增 | 新设 |
| 2018年 | 江西中汇富实业有限公司 | 减少 | 股权转让 |
| 2019年 | 吉安市泊士停车管理有限公司 | 新增 | 新设 |
| 2019年 | 吉安市新瑞人力资源服务有限公司 | 新增 | 新设 |
| 2019年 | 吉安市财兴投资管理有限公司 | 新增 | 新设 |
| 2019年 | 吉安市惠庐陵国有资产经营有限公司 | 新增 | 划拨，非同一控制下企业合并 |
| 2019年 | 江西新鸿人力资源服务有限公司 | 新增 | 新设 |
| 2019年 | 吉安市臻福旅游开发有限责任公司 | 新增 | 新设 |
| 2019年 | 吉安市鑫诚实业有限公司 | 减少 | 股权转让 |

资料来源：公司提供

资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，资产以土地资产、基础设施建设项目和应收款项为主，整体资产流动性较弱，部分账龄较长的其他应收款存在一定的坏账风险

随着资产注入和负债融资，近年公司资产规模持续增长。截至2019年末，公司总资产为212.79亿元，三年复合增长率为11.44%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，近三年流动资产占总资产的比重均超过85.00%。

表 10 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 | 246,312.69 | 11.58% | 150,436.93 | 8.00% | 116,005.07 | 6.77% |
| 应收账款 | 219,937.14 | 10.34% | 135,555.45 | 7.20% | 96,983.14 | 5.66% |
| 其他应收款 | 217,126.91 | 10.20% | 270,003.25 | 14.35% | 224,040.11 | 13.08% |
| 存货 | 1,148,644.33 | 53.98% | 1,143,397.93 | 60.77% | 1,154,163.01 | 67.36% |
| 流动资产合计 | 1,842,510.85 | 86.59% | 1,744,276.00 | 92.71% | 1,660,999.15 | 96.94% |
| 长期股权投资 | 53,600.17 | 2.52% | 49,057.07 | 2.61% | 3,590.54 | 0.21% |
| 投资性房地产 | 53,338.42 | 2.51% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 在建工程 | 76,680.98 | 3.60% | 40,528.55 | 2.15% | 31,976.08 | 1.87% |
| 其他非流动资产 | 48,322.57 | 2.27% | 41,978.97 | 2.23% | 14,236.69 | 0.83% |
| 非流动资产合计 | 285,359.53 | 13.41% | 137,190.80 | 7.29% | 52,456.44 | 3.06% |
| 资产总计 | 2,127,870.37 | 100.00% | 1,881,466.80 | 100.00% | 1,713,455.59 | 100.00% |

资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司货币资金为24.63亿元，主要为银行存款，其中有750.00万元为银行保函保证金，使用受限。截至2019年末，公司应收账款为21.99亿元，主要为因主营业务形成的应收吉安市财政局、吉安市鑫诚实业有限公司和吉州区财政局等单位的款项，款项收回较慢，对公司资产形成一定占用。截至2019年末，公司其他应收款为21.71亿元，主要为应收吉安市财政局、吉安市庐陵新区财政局和吉安市绿庐陵林业投资有限公司等单位的往来款。公司其他应收款合计计提坏账准备1.56亿元，其中对江西井冈园林实业发展有限公司、江西上善若水投资发展有限公司、江西天人生物控股有限公司、六星（吉安）科技孵化园发展有限公司4家民营企业属于单项金额重大并单独计提坏账准备的合计0.96亿元其他应收款100.00%计提坏账准备，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款合计计提坏账准备0.57亿元。公司其他应款规模较大，回收时间不确定，对资产形成一定占用，同时考虑到部分其他应收款账龄较长，若无法及时收回，存在一定的坏账风险。

公司存货主要为拟开发土地和开发成本，2019年末公司存货账面价值为114.86亿元，

其中拟开发土地为88.35亿元，均为吉安市政府作价出资注入的土地，土地用途主要为商住用地，吉安市政府将根据城市规划及财政资金安排回购土地。截至2019年末，公司存货中的土地有17.45亿元用于抵押担保而受限，已抵押土地占比为19.75%；存货中开发成本部分因属于售后回租赁标的物而受限，受限规模为7.39亿元。

截至2019年末，公司长期股权投资为5.36亿元，主要为对吉安市吉庐陵融资担保有限公司（投资4.53亿元，占股29.03%）、江西吉安长运有限公司（无偿划拨，占股40.00%）等单位的投资，均采用权益法计量，2019年权益法下确认的投资损益合计392.62万元。受吉安市惠庐陵国有资产经营有限公司纳入合并范围影响，2019年末公司投资性房地产账面价值为5.33亿元，均为用于出租的房屋建筑物，均按照成本模式计量。截至2019年末，公司在建工程为7.67亿元，主要为井冈山机场扩建工程、吉安高新区标准厂房工程和中心城区停车场项目及其他停车场等。截至2019年末，公司其他非流动资产为4.83亿元，包括吉安大桥西岸互通工程、赣江大桥危桥改造工程和桐坪机场快速通道项目。

总体来看，近年公司资产规模持续增长，资产以土地资产、基础设施建设项目和应收款项为主，土地均为政府作价出资注入，应收款项规模较大且未来回收时间存在不确定性，对公司资产形成一定占用，整体资产流动性较弱，部分账龄较长的其他应收款存在一定的坏账风险。

盈利能力

近年公司营业收入有所波动，政府补助对公司利润形成较好补充

公司营业收入主要来源于土地整理业务、市政基础设施建设业务和房屋销售业务，近年营业收入有所波动，2017-2019年公司分别实现营业收入9.86亿元、11.71亿元和10.01亿元。其中2019年营业收入较上年下降14.54%，主要系安置房项目完工导致当年未实现房屋销售收入所致。截至2019年末，公司主要在建市政基础设施建设项目预计总投资为27.47亿元，累计已投资22.52亿元，存货中拟开发土地账面价值88.35亿元，土地整理业务和市政基础设施建设业务可持续性较好。

毛利率方面，受收入结构调整及安置房项目结算进度的影响，近年公司综合毛利率存在一定波动，2017-2019年公司综合毛利率分别为13.16%、9.51%和11.09%。

2017-2019年，公司获得财政补贴分别为0.37亿元、1.78亿元和1.30亿元，分别占当期利润总额的比重为25.99%、115.43%和68.61%，政府补助对利润形成较好补充。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|-------|------------|------------|-----------|
| 营业收入 | 100,079.01 | 117,109.77 | 98,592.28 |
| 其他收益 | 13,000.04 | 17,804.12 | 3,651.46 |
| 营业利润 | 18,923.57 | 15,165.30 | 14,084.29 |
| 营业外收入 | 33.88 | 258.80 | 19.11 |
| 利润总额 | 18,948.55 | 15,423.98 | 14,048.41 |
| 综合毛利率 | 11.09% | 9.51% | 13.16% |

资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，但主营业务回款能力较弱，未来仍面临较大的资金压力

公司经营活动现金流入主要来源于项目结算款、收到的往来款和财政补贴；经营活动现金流出主要为支付的工程款和往来款。2017-2019年公司收现比分别为0.45、0.63和0.19，收现比表现较差，主营业务回款能力较弱。受益于往来款持续净流入，2017-2019年公司经营活动现金流合计净流入24.93亿元，整体表现较好。

近年公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出主要为对吉安市吉庐陵融资担保有限公司等单位的股权投资以及对井冈山机场扩建工程等项目投资。2017-2019年，公司投资活动现金合计净流出15.41亿元。

公司筹资活动现金流入主要为金融机构借款，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息。2017-2019年公司筹资活动现金流量净额分别为2.79亿元、-6.43亿元和8.93亿元，其中2018年净流出主要系当年借款规模减少而偿还债务规模增加所致。截至2019年末，公司包括房地产项目在内的主要在建项目预计尚需投入37.74亿元，未来公司面临较大的资金压力。

表 12 公司现金流情况表（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|-----------------|------------|------------|------------|
| 收现比 | 0.19 | 0.63 | 0.45 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 18,596.65 | 73,786.38 | 43,881.52 |
| 收到的其他与经营活动有关的现金 | 273,501.84 | 180,453.70 | 86,223.12 |
| 经营活动现金流入小计 | 292,098.49 | 254,240.08 | 130,104.64 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 75,102.24 | 67,987.56 | 45,774.84 |
| 支付的其他与经营活动有关的现金 | 151,167.46 | 12,215.09 | 69,648.78 |
| 经营活动现金流出小计 | 229,581.93 | 81,025.55 | 116,537.15 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 62,516.56 | 173,214.53 | 13,567.48 |

| | | | |
|---------------|------------|------------|------------|
| 投资活动产生的现金流量净额 | -56,699.29 | -74,511.74 | -22,913.33 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 89,308.49 | -64,270.92 | 27,939.34 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 95,125.76 | 34,431.86 | 18,593.49 |

资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年公司有息债务规模整体保持增长，面临一定的偿债压力

随着债务融资规模的增加，近年公司负债总额持续增长，截至2019年末负债总额为79.38亿元，较2017年末增长63.63%。受益于资产注入和利润积累，公司所有者权益逐年增加，2019年末所有者权益为133.41亿元。综合影响下，近年公司产权比率持续上升，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

表 13 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 | 793,760.93 | 641,328.27 | 485,093.19 |
| 所有者权益 | 1,334,109.44 | 1,240,138.53 | 1,228,362.39 |
| 产权比率 | 59.50% | 51.71% | 39.49% |

资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司短期借款为4.00亿元，系当年向交银国际信托有限公司取得的流动资金借款，利率为6.09%。公司其他应付款主要为应付政府单位及国有企业的往来款等，2019年末账面价值为24.49亿元。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债为12.26亿元，包括一年内到期的应付债券9.95亿元、长期借款1.41亿元和长期应付款0.90亿元。

截至2019年末，公司长期借款账面价值为15.32亿元，包括质押借款、抵押借款和保证借款，利率区间为4.90%-6.20%。截至2019年末，公司应付债券账面价值为13.95亿元，包括“19新庐陵MTN001”、“19赣新庐陵投ZR001”、“19新庐陵PPN001”，票面利率区间为6.00%-7.50%。截至2019年末，公司长期应付款为4.86亿元，其中公司于2017年向吉安市家庐陵房地产投资开发公司借入5年期长期借款3.00亿元，专用于吉安大桥西岸互通项目征收拆迁补偿，利率为4.75%；于2019年向平安国际融资租赁（天津）有限公司借入3.00亿元融资租赁款。

表 14 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 |
| 短期借款 | 40,000.00 | 5.04% | 0.00 | 0.00% | 20,000.00 | 4.12% |
| 其他应付款 | 244,878.01 | 30.85% | 198,310.46 | 30.92% | 42,499.82 | 8.76% |

| | | | | | | |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| 一年内到期的非流动负债 | 122,615.76 | 15.45% | 118,325.00 | 18.45% | 25,000.00 | 5.15% |
| 流动负债合计 | 452,495.07 | 57.01% | 360,542.55 | 56.22% | 125,996.77 | 25.97% |
| 长期借款 | 153,200.00 | 19.30% | 151,500.00 | 23.62% | 126,500.00 | 26.08% |
| 应付债券 | 139,471.63 | 17.57% | 99,285.71 | 15.48% | 198,596.43 | 40.94% |
| 长期应付款 | 48,594.24 | 6.12% | 30,000.00 | 4.68% | 30,000.00 | 6.18% |
| 非流动负债合计 | 341,265.86 | 42.99% | 280,785.71 | 43.78% | 359,096.43 | 74.03% |
| 负债合计 | 793,760.93 | 100.00% | 641,328.27 | 100.00% | 485,093.19 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 503,881.63 | 63.48% | 399,110.71 | 62.23% | 400,096.43 | 82.48% |

资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告，中证鹏元整理

近年公司有息债务规模整体保持增长，截至2019年末，公司有息债务规模为50.39亿元，较2017年末增长25.94%，面临一定的偿债压力。其中，一年内需偿还的有息债务规模为16.26亿元。

从偿债指标看，随着公司负债规模增加，资产负债率有所上升，2019年末公司资产负债率为37.30%。2017-2019年，公司现金短期债务比分别为2.58、1.27和1.51，现金类资产对短期有息债务的覆盖情况尚可。整体来看，公司在建项目规模较大，未来债务规模有可能进一步上升，将使得公司的偿债压力加大。

表 15 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2019 年 | 2018 年 | 2017 年 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 37.30% | 34.09% | 28.31% |
| 现金短期债务比 | 1.51 | 1.27 | 2.58 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.35 | 1.40 | 0.97 |
| 有息债务/EBITDA | 25.01 | 24.93 | 27.60 |

资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告，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

本期债券本息偿付资金将主要来源于募投项目收益、公司日常运营和资产变现产生的现金流。

募投项目收益方面，根据公司提供的《吉安市新庐陵投资发展有限公司关于募投项目收益测算的报告》，在本期债券存续期内，吉安市赣江两岸生态环境综合治理项目（一期）预计可实现项目收入77,016.61万元，扣除经营成本及费用和营业税金及附加后，可实现项目净收益63,274.42万元，能够为本期债券本息偿付提供一定保障。但考虑到在债券存续期内募投项目的项目净收益无法完全覆盖本期债券募集资金用于募投项目的本金和利息，同

时本期债券募投项目受工程进度和当地经济发展状况等因素的影响，能否按照预定工期竣工以及竣工后能否实现预期收益存在一定不确定性。

公司经营收入方面，2017-2019年公司合计实现营业收入31.58亿元，销售商品、提供劳务收到的现金合计13.63亿元。截至2019年末，公司主要在建市政基础设施建设项目预计总投资为27.47亿元，累计已投资22.52亿元，存货中拟开发土地账面价值88.35亿元，土地整理业务和市政基础设施建设业务可持续性较好。但值得注意的是，近年公司收现比较差，主营业务回款能力较弱，会对公司经营活动现金流产生一定影响。

资产变现方面，截至2019年末，公司存货中拟开发土地为88.35亿元，面积合计312.35万平方米。必要时，公司可将未受限的土地通过抵押融资或拍卖等方式获得资金用于还本付息。但值得注意的是，极端情况下大规模的资产能否顺利变现以及变现金额均存在一定的不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

吉安城控提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券信用等级

本期债券由吉安城控提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证担保范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

吉安城控前身为吉安市青林科技服务有限公司，成立于2016年5月。2019年10月，根据中共吉安市委办公室吉办字[2019]115号文件，吉安城控名称变更为现名，吉安城控股东变更为吉安国资委（持股100%），同时注册资本变更为100,000万元。截至2019年末，吉安城控注册资本为100,000万元，实收资本为35万元，控股股东及实际控制人均为吉安国资委。

吉安城控为控股平台，具体业务由子公司吉安市城市建设投资开发有限公司和新庐陵及下属公司负责，主要经营吉安市基础设施建设、土地整理、房地产开发等业务。2017-2019年，吉安城控分别实现营业收入20.04亿元、27.09亿元和36.13亿元，综合毛利率分别为16.84%，16.18%及21.46%。

表 16 吉安城控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 |
| 土地整理开发 | 279,523.80 | 21.02% | 195,861.51 | 20.50% | 164,252.98 | 18.08% |

| | | | | | | |
|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|----------------|
| 房地产销售 | 38,135.01 | 7.70% | 53,834.72 | 2.88% | 22,347.90 | 19.18% |
| 混凝土销售 | 22,508.65 | 16.86% | 14,994.00 | 12.64% | 6,886.59 | 9.97% |
| 委托代建 | 9,852.39 | 100.00% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 生活及现代服务 | 894.58 | 23.93% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 绿化养护及其他 | 848.89 | 42.37% | 860.13 | 36.10% | 1,220.33 | 29.73% |
| BT 项目 | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% | 130.45 | 13.45% |
| 主营业务收入 | 351,763.31 | 21.58% | 265,550.36 | 16.53% | 194,838.25 | 17.99% |
| 其他业务收入 | 9,576.25 | 17.27% | 5,388.83 | -1.12% | 5,550.90 | -23.75% |
| 合计 | 361,339.56 | 21.46% | 270,939.19 | 16.18% | 200,389.15 | 16.84% |

资料来源：吉安城控 2017-2019 年连审审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，吉安城控总资产为698.37亿元，所有者权益为337.08亿元，资产负债率为51.73%。2019年，吉安城控实现利润总额4.79亿元，经营活动现金净流出25.05亿元。

表 17 吉安城控主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 | 2018 年 | 2017 年 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 6,983,692.16 | 6,318,947.34 | 5,596,630.51 |
| 所有者权益 | 3,370,796.59 | 2,748,951.40 | 2,714,419.09 |
| 营业收入 | 361,339.56 | 270,939.19 | 200,389.15 |
| 营业利润 | 48,148.05 | 39,450.67 | 23,892.10 |
| 利润总额 | 47,862.76 | 39,187.21 | 22,801.93 |
| 经营活动现金流净额 | -250,526.86 | 66,995.17 | 154,305.03 |
| 综合毛利率 | 21.46% | 16.18% | 16.84% |
| 资产负债率 | 51.73% | 56.50% | 51.50% |

资料来源：吉安城控 2017-2019 年连审审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，吉安城控主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

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，从2017年1月1日至报告查询日（2020年3月9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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险

截至2019年末，公司对外担保金额合计36.29亿元，占期末净资产的比重为27.20%。担保对象包括国有企业、事业单位和民营企业，均无反担保措施。其中，对民营企业的担保金额为3,000.00万元，均为对江西雅绅进出口发展有限公司的担保。总体来看，公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。

表 18 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保单位名称 | 担保金额 | 期限 | 是否有反担保 |
|-------------------|-------------------|---------------|--------|
| 吉安市高铁新区投资有限公司 | 141,600.00 | 2018.9-2033.9 | 否 |
| 吉安市高铁新区投资有限公司 | 116,000.00 | 2018.6-2038.6 | 否 |
| 吉安市家庐陵房地产投资开发有限公司 | 31,425.00 | 2017.6-2022.6 | 否 |
| 吉安市家庐陵房地产投资开发有限公司 | 30,000.00 | 2017.9-2020.9 | 否 |
| 江西青原山旅游发展有限公司 | 28,500.00 | 2019.8-2033.8 | 否 |
| 吉安市螺湖湾实业发展有限公司 | 8,000.00 | 2016.6-2026.6 | 否 |
| 江西省吉安市白鹭洲中学 | 4,400.00 | 2013.6-2023.6 | 否 |
| 江西雅绅进出口发展有限公司 | 3,000.00 | 2013.3-无固定期限 | 否 |
| 合计 | 362,925.00 | - | - |

注：吉安市螺湖湾实业发展有限公司因管理疏忽未在规定时间内公示年度报告且满三年时间，被列入异常经营及严重违法记录。

资料来源：公司提供

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 | 246,312.69 | 150,436.93 | 116,005.07 |
| 应收账款 | 219,937.14 | 135,555.45 | 96,983.14 |
| 其他应收款 | 217,126.91 | 270,003.25 | 224,040.11 |
| 存货 | 1,148,644.33 | 1,143,397.93 | 1,154,163.01 |
| 长期股权投资 | 53,600.17 | 49,057.07 | 3,590.54 |
| 投资性房地产 | 53,338.42 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 76,680.98 | 40,528.55 | 31,976.08 |
| 其他非流动资产 | 48,322.57 | 41,978.97 | 14,236.69 |
| 资产总计 | 2,127,870.37 | 1,881,466.80 | 1,713,455.59 |
| 短期借款 | 40,000.00 | 0.00 | 20,000.00 |
| 其他应付款 | 244,878.01 | 198,310.46 | 42,499.82 |
| 一年内到期的非流动负债 | 122,615.76 | 118,325.00 | 25,000.00 |
| 长期借款 | 153,200.00 | 151,500.00 | 126,500.00 |
| 应付债券 | 139,471.63 | 99,285.71 | 198,596.43 |
| 长期应付款 | 48,594.24 | 30,000.00 | 30,000.00 |
| 总负债 | 793,760.93 | 641,328.27 | 485,093.19 |
| 有息债务 | 503,881.63 | 399,110.71 | 400,096.43 |
| 所有者权益 | 1,334,109.44 | 1,240,138.53 | 1,228,362.39 |
| 营业收入 | 100,079.01 | 117,109.77 | 98,592.28 |
| 其他收益 | 13,000.04 | 17,804.12 | 3,651.46 |
| 营业利润 | 18,923.57 | 15,165.30 | 14,084.29 |
| 营业外收入 | 33.88 | 258.80 | 19.11 |
| 利润总额 | 18,948.55 | 15,423.98 | 14,048.41 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 62,516.56 | 173,214.53 | 13,567.48 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -56,699.29 | -74,511.74 | -22,913.33 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 89,308.49 | -64,270.92 | 27,939.34 |
| 财务指标 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
| 综合毛利率 | 11.09% | 9.51% | 13.16% |
| 收现比 | 0.19 | 0.63 | 0.45 |
| 产权比率 | 59.50% | 51.71% | 39.49% |
| 资产负债率 | 37.30% | 34.09% | 28.31% |
| 现金短期债务比 | 1.51 | 1.27 | 2.58 |
| EBITDA（万元） | 20,149.80 | 16,006.66 | 14,496.93 |

| | | | |
|---------------|-------|-------|-------|
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.35 | 1.40 | 0.97 |
| 有息债务/EBITDA | 25.01 | 24.93 | 27.60 |

资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告，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 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| 现金类资产 | 货币资金 |
| 有息债务 | $\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$ |

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。