



# 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2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 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  
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： 



# 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 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

|        | 本次         | 首次         |
|--------|------------|------------|
| 主体信用等级 | AA         | AA         |
| 评级展望   | 稳定         | 稳定         |
| 债券信用等级 | AA+        | AA+        |
| 评级日期   | 2021-06-15 | 2020-07-29 |

## 评级观点

- 中证鹏元对抚州市临川区城镇建设开发投资有限公司（以下简称“临川城投”或“公司”）及其 2021 年 2 月发行的绿色债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好的基础；基础设施建设业务有一定可持续性；国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性偏弱，面临一定资金压力，公司总债务规模较大，偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险。

## 未来展望

- 预计公司业务持续性较好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 债券概况

债券简称：21 临川绿色债/ G21 临川

债券剩余规模：5 亿元

债券到期日期：2028-02-05

偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 年末分别偿还债券发行总额的 20%

增信方式：国有土地使用权抵押担保

## 联系方式

项目负责人：何佳欢  
hejh@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳  
xiehl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目            | 2020   | 2019   | 2018   |
|---------------|--------|--------|--------|
| 总资产           | 165.06 | 162.05 | 166.60 |
| 所有者权益         | 108.10 | 107.37 | 120.17 |
| 总债务           | 31.36  | 35.70  | 31.86  |
| 资产负债率         | 34.51% | 33.75% | 27.87% |
| 现金短期债务比       | 1.54   | 2.14   | 2.99   |
| 营业收入          | 7.29   | 8.09   | 7.27   |
| 其他收益          | 0.32   | 0.00   | 0.00   |
| 利润总额          | 0.94   | 0.76   | 1.60   |
| 销售毛利率         | 13.04% | 13.12% | 13.05% |
| EBITDA        | 1.44   | 0.76   | 1.61   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.55   | 0.36   | 0.97   |
| 经营活动现金流净额     | 5.61   | -14.46 | -16.93 |
| 收现比           | 0.22   | 0.48   | 0.48   |

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理



## 优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**抚州市临川区工业经济稳步发展，固定资产投资对经济推动作用较大，2020年地区生产总值增速高于全国水平，为公司发展提供了良好的基础。
- **公司基础设施建设业务有一定可持续性。**公司是临川区重要基础设施建设和投融资平台，主要基础设施建设项目均签订了代建协议，业务有一定可持续性。
- **国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券信用水平。**公司用于本期债券抵押的土地为6宗，评估价值合计为227,225.70万元（评估基准日2021年4月30日），为本期债券未偿还本金和拟发行第二期绿色债券<sup>1</sup>本金及一年期利息之和的2.13倍，仍能为本期债券的本息偿付提供较好的保障。

## 关注

- **公司整体资产流动性偏弱。**2020年末，公司资产以存货和应收款项为主。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。
- **公司面临一定资金压力。**截至2020年末，公司主要在建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。
- **公司自营项目规模较大，需持续关注资金回收。**公司在建自营项目规模较大，收入主要来源于房屋出售及管廊出租，存在不达预期的可能，需持续关注资金回收情况。
- **公司总债务规模较大，偿债压力较大。**2020年末公司总债务规模较大，EBITDA利息保障倍数较低，偿债压力较大。
- **公司面临一定或有负债风险。**公司对外担保规模较大，其中对民营企业江西才都电子科技有限公司担保金额为4.50亿元，无反担保，面临一定的或有负债风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称     | 版本号                |
|---------------|--------------------|
| 城投公司信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2019V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法    | cspy_ff_2019V1.0   |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

<sup>1</sup> 假设拟发行第二期绿色债规模为5.00亿元，票面利率7.00%。



## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年2月5日公开发行了7年期5亿元的公司债券，其中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。截至2021年5月30日，本期债券募集资金余额为1.97亿元。

## 三、发行主体概况

2020年7月-2021年4月，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，控股股东仍为抚州市临川区城市发展投资集团有限公司，实际控制人仍为抚州市临川区财政局。

2020年，公司主营业务未发生变化，仍主要承担临川区的基础设施项目投资和建设等工作。2020年公司合并报表范围无变化。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

#### 2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

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。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

**2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松**

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城

投公司的流动性风险。

## 区域经济环境

### 抚州市经济持续发展，但整体实力仍然偏弱

2020年抚州市地区生产总值1,572.51亿元，同比增长3.7%，增速高于同期全国GDP增速1.4个百分点，其中，第一产业增加值221.38亿元，增长2.3%；第二产业增加值588.85亿元，增长4.2%；第三产业增加值762.28亿元，增长3.7%。三次产业比由上年的14.2：37.6：48.2调整为14.1：37.4：48.5。按2019年末常住人口计算，2020年人均生产总值38,729元，占全国人均GDP的53.46%，经济发展水平有待提高。

抚州市工业经济保持一定增长态势，2020年全部工业增加值415.31亿元，增长4.0%。2020年六大支柱产业营收增长方面，电子信息实现高速增长，有色金属营业收入实现双位数高增长，化工建材和生物医药营业收入实现个位数稳定增长，机电汽车营业收入实现负增长，食品加工营业收入持续负增长。

抚州市经济发展仍主要依靠固定资产投资拉动。2020年抚州市全社会固定资产投资同比增长8.7%，增速较上年略有下降；其中工业投资增长14.5%；基础设施建设投资下降7.6%，占固定资产投资总额的比重为16.6%。全年房地产开发投资增长11.5%，房屋销售建筑面积540.10万平方米，增长11.9%，增速较2019年提高。

2020年抚州市社会消费品零售总额为539.26亿元。批发和零售业是社会消费品零售市场的主导力量，实现零售额498.02亿元，增长4.0%，占全市社会消费品零售总额的92.4%。

**表1 抚州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

| 项目              | 2020 年   |       | 2019 年   |       |
|-----------------|----------|-------|----------|-------|
|                 | 金额       | 增长率   | 金额       | 增长率   |
| 地区生产总值（GDP）     | 1,572.51 | 3.7%  | 1,510.92 | 7.9%  |
| 第一产业增加值         | 221.38   | 2.3%  | 215.20   | 3.1%  |
| 第二产业增加值         | 588.85   | 4.2%  | 573.88   | 8.2%  |
| 第三产业增加值         | 762.28   | 3.7%  | 721.85   | 9.4%  |
| 全部工业增加值         | 415.31   | 4.0%  | 413.38   | 8.7%  |
| 固定资产投资          | -        | 8.7%  | -        | 9.2%  |
| 社会消费品零售总额       | 539.26   | 3.2%  | 607.53   | 11.7% |
| 进出口总额           | 173.87   | 14.1% | 152.40   | 7.9%  |
| 存款余额            | 2,562.31 | 13.9% | 2,249.67 | 8.6%  |
| 贷款余额            | 2,266.00 | 20.4% | 1,882.04 | 16.4% |
| 人均 GDP（元）       | 38,729   |       | 37,272   |       |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | 53.46%   |       | 52.58%   |       |

注：“-”表示相关数据未公布。

资料来源：抚州市 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年抚州市实现一般公共预算收入130.34亿元，同比增长0.8%；全市政府性基金收入281.00亿元，



增长44.2%；同期抚州市一般公共预算支出为499.98亿元，同比增长5.3%；抚州市财政自给率为26.07%。

### 临川区区域经济持续增长，经济发展水平偏弱

近年临川区经济规模持续增长，2020年地区生产总值增速高于全国水平。按照总人口数130万计算，2020年临川区人均GDP为3.74万元，为同期全国人均水平的51.62%，经济发展水平偏弱。

工业经济方面，临川区构建起以电子信息产业、有色金属加工、生物医药、食品加工等为主的工业体系。2020年，规模以上工业企业实现工业总产值226.42亿元，增长11.9%；2020年工业用电量为7.61亿千瓦时，增长3.1%，工业经济持续发展。

固定资产投资对当地经济推动作用较大，2020年临川区固定资产投资增速较高。招商引资方面，2020年全区实际进资约58亿元，排全省前列。

表2 抚州市临川区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

| 项目              | 2020 年 |      | 2019 年 |       |
|-----------------|--------|------|--------|-------|
|                 | 金额     | 增长率  | 金额     | 增长率   |
| 地区生产总值（GDP）     | 486.14 | 3.6% | 469.6  | 7.5%  |
| 规模以上工业增加值       | -      | 4.6% | -      | 8.8%  |
| 固定资产投资          | -      | 8.8% | 290.0  | 12.4% |
| 社会消费品零售总额       | 186.2  | 3.2% | 220.0  | 11.8% |
| 人均 GDP（元）       | 37,395 |      | 36,123 |       |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | 51.62% |      | 50.92% |       |

注：“-”表示数据未公开披露；人均 GDP 均按 130 万总人口计算。

资料来源：《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》、《关于临川区 2020 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2021 年国民经济和社会发展规划草案的报告》，中证鹏元整理

2020年临川区实现一般公共预算收入13.82亿元，下降2.9%，剔除留抵退税政策因素影响，同口径增长1.0%；实现政府性基金收入17.40亿元，比上年决算数下降10%；同期临川区一般公共预算支出为64.89亿元，比上年决算数下降6.7%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为21.30%。

## 五、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，2020年公司主营业务仍为项目代建业务，收入下降主要系代建项目工程结算量减少所致。2020年公司销售毛利率为13.04%，与上年基本持平。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目     | 2020 年    |        | 2019 年    |        |
|--------|-----------|--------|-----------|--------|
|        | 金额        | 毛利率    | 金额        | 毛利率    |
| 项目代建收入 | 72,870.79 | 13.04% | 80,879.95 | 13.11% |
| 旅游业务收入 | 9.95      | 7.22%  | 25.50     | 8.85%  |



|      |           |         |           |         |
|------|-----------|---------|-----------|---------|
| 其他收入 | 4.44      | 100.00% | 10.44     | 100.00% |
| 合计   | 72,885.18 | 13.04%  | 80,915.89 | 13.12%  |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 公司在建工程规模较大，业务有一定持续性，但自营项目未来收入情况存在不确定性

公司与抚州市临川区人民政府（以下简称“临川区政府”）签订的《项目委托代建（管）协议》，在项目建设初期或实施阶段，根据委托项目建设的实际需要，临川区政府先行拨付项目建设资金，先行拨付的建设资金可抵建设项目代建款。代建款按公司支出项目建设成本加计委托建设费15%计算。项目工程完工后交由临川区政府进行竣工验收，项目竣工验收合格后，由公司向临川区政府提交工程决算文件，临川区政府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。值得注意的是，《项目委托代建（管）协议》并未就临川区政府何时支付公司委托代建（管）资金做出明确约定，回款时间存在一定不确定性。

2020年公司确认收入的项目主要为农村基础设施、安石大道、城管局其他项目支出等多个项目，2020年公司按照项目投入成本加计15%的管理费确认项目代建收入，确认项目代建收入72,870.79万元。

表4 2019-2020 年公司代建收入明细（单位：万元）

| 年度     | 项目名称                            | 收入        | 成本        |
|--------|---------------------------------|-----------|-----------|
| 2020 年 | 农村基础设施                          | 26,209.48 | 22,792.21 |
|        | 安石大道                            | 21,242.26 | 18,472.63 |
|        | 城管局其他项目支出                       | 17,360.60 | 15,097.07 |
|        | 临川二中                            | 5,579.47  | 4,852.00  |
|        | 临川区人口饮水项目                       | 1,034.21  | 899.37    |
|        | 公共租赁住房工程                        | 410.71    | 357.16    |
|        | 创业园（共创平台）                       | 392.00    | 340.89    |
|        | 区粮食局工程                          | 133.51    | 116.10    |
|        | 安石学校                            | 103.33    | 89.86     |
|        | 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    | 102.03    | 88.72     |
|        | 武装部工程                           | 68.10     | 59.22     |
|        | 2015 病险水库                       | 64.78     | 56.34     |
|        | 廉租房工程                           | 58.87     | 51.19     |
|        | 临川区 2012 年之后（含 12 年）新增千亿斤粮食工程建设 | 48.38     | 42.08     |
|        | 中央财政现代农业生产发展资金                  | 34.26     | 29.80     |
|        | 环保局取水口环境检测站工程                   | 27.33     | 23.76     |
|        | 龙津大桥                            | 1.48      | 1.28      |
|        | 合计                              | 72,870.79 | 63,369.68 |
| 2019 年 | 政府大楼及周边道路绿化工程                   | 33,738.75 | 29,338.04 |



|           |                  |                  |
|-----------|------------------|------------------|
| 城管局其他项目支出 | 22,263.88        | 19,359.89        |
| 安石学校      | 9,259.72         | 8,051.93         |
| 污水管网工程    | 3,117.00         | 2,710.43         |
| 剪子口工程     | 2,710.31         | 2,356.79         |
| 区粮食局工程    | 1,908.89         | 1,659.90         |
| 抚北管网      | 1,844.03         | 1,603.50         |
| 残联档案局大楼工程 | 1,020.32         | 887.23           |
| 其他        | 5,017.06         | 4,305.75         |
| <b>合计</b> | <b>80,879.95</b> | <b>70,273.50</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建项目预计总投资为54.40亿元，累计已投资额为42.34亿元，尚需投资12.06亿元，仍面临一定资金压力。除各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，其余主要代建项目总投资为12.74亿元，已投资3.12亿元，尚需投入9.62亿元，代建业务可持续性较好。

各期债券募投项目未来收入主要来源于房屋出售及管廊出租，受工程建设进度以及实际出售、运营情况等多因素影响，存在不达预期的可能。其中本期债券募投项目为抚州市临川区垃圾与污水治理项目，截至2021年4月末，项目已投入资金约5,000.00万元，已投资金额占总投资的比例为6.88%，项目处于前期工作阶段。

表5 截至2020年12月31日公司主要在建拟建项目情况（单位：万元）

| 主要在建基础设施工程情况          |                   |                   |                   |             |
|-----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------|
| 项目名称                  | 预计总投资             | 累计总投资             | 尚需投资              | 是否签订代建协议    |
| 高标准农田项目               | 123,390.00        | 27,675.13         | 95,714.87         | 代建          |
| 临川二中                  | 3,989.28          | 3,522.46          | 466.82            | 代建          |
| <b>小计</b>             | <b>127,379.28</b> | <b>31,197.59</b>  | <b>96,181.69</b>  | -           |
| 抚州市临川区保障性安居工程（一期）项目   | 134,407.36        | 124,472.21        | 9,935.15          | 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        | 94,796.24         | 6,691.21          | 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        | 107,353.11        | 3,157.24          | 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         | 65,568.52         | 4,599.20          | 自营/往期债券募投项目 |
| <b>小计</b>             | <b>416,572.88</b> | <b>392,190.08</b> | <b>24,382.80</b>  | -           |
| <b>在建项目合计</b>         | <b>543,952.16</b> | <b>423,387.67</b> | <b>120,564.49</b> | -           |
| 主要拟建基础设施工程情况          |                   |                   |                   |             |
| 项目名称                  | 预计总投资             | 已投资               | 尚需投资              | 是否签订代建协议    |
| 临川区常盛路建设工程            | 10,500.00         | 0.00              | 10,500.00         | -           |
| 临川区科创中心               | 40,000.00         | 0.00              | 40,000.00         | -           |
| <b>拟建项目合计</b>         | <b>50,500.00</b>  | <b>0.00</b>       | <b>50,500.00</b>  | -           |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理



## 六、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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并报表范围子公司无变化。

### 资产结构与质量

#### 公司资产规模保持增长，整体流动性偏弱

2020年公司资产规模小幅增加至165.06亿元，几乎全部为流动资产。

表6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目      | 2020 年       |         | 2019 年       |         |
|---------|--------------|---------|--------------|---------|
|         | 金额           | 占比      | 金额           | 占比      |
| 货币资金    | 99,919.44    | 6.05%   | 113,446.96   | 7.00%   |
| 应收账款    | 216,276.11   | 13.10%  | 153,901.26   | 9.50%   |
| 其他应收款   | 287,710.38   | 17.43%  | 327,365.99   | 20.20%  |
| 存货      | 1,033,990.59 | 62.64%  | 1,015,767.89 | 62.68%  |
| 流动资产合计  | 1,637,901.19 | 99.23%  | 1,610,486.76 | 99.38%  |
| 非流动资产合计 | 12,703.49    | 0.77%   | 10,037.05    | 0.62%   |
| 资产总计    | 1,650,604.68 | 100.00% | 1,620,523.81 | 100.00% |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司货币资金余额9.99亿元，无受限资金。截至2020年末，公司应收账款余额中99.99%为应收抚州市临川区财政局的项目款，2020年规模大幅增长主要系代建项目工程款完成结算但大部分未收到回款。公司其他应收款主要为往来款，截至2020年末，前五大应收对象占其他应收款期末余额的98.93%，分别为抚州市临川区财政局（15.12亿元）、抚州市临川区鑫临房地产开发有限公司（5.39亿元）、抚州市临川区基础设施建设投资有限公司（4.59亿元）、抚州市万景实业发展有限公司（3.47亿元）和抚州市临川区晟投建材有限公司（0.01亿元），以上应收对象均为政府部门和当地国企。中证鹏元注意到，公司应收款项的应收单位主要政府部门和当地国企，回收风险较小，但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，对公司资金存在一定占用。

存货是公司资产的主要构成部分，由土地资产和开发成本构成，截至2020年末，存货账面价值为103.40亿元。截至2020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81.30亿元，使用权类型均为出让，用途均为商住，其中账面价值49.74亿元的土地已经被抵押，占土地资产账面价值的61.17%；2020年末公司开发成本账面价值为22.10亿元，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，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。

## 收入质量与盈利能力

### 2020年公司营业收入有所下降，投资收益对公司贡献度上升

公司营业收入主要来源于项目代建业务，因代建业务结算规模减少导致2020年营业收入小幅下降，公司销售毛利率保持稳定。由于委托方支付滞后，主营业务资金回笼情况不佳，公司收现比进一步下滑。截至2020年末，主要代建项目总投资为12.74亿元，已投资3.12亿元，业务有一定可持续性。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管廊出租，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。

2020年公司实现利润总额0.94亿元，按权益法核算的长期股权投资收益对公司利润总额贡献上升，公司投资收益主要来自于持股30%的抚州市临川区赣抚建材资源开发有限公司，2020年投资收益占利润总额的比重为31.83%。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 指标名称  | 2020 年    | 2019 年    |
|-------|-----------|-----------|
| 营业收入  | 72,885.19 | 80,915.89 |
| 收现比   | 0.22      | 0.48      |
| 投资收益  | 2,999.90  | 1,498.89  |
| 营业利润  | 9,461.73  | 7,950.86  |
| 利润总额  | 9,424.33  | 7,555.17  |
| 销售毛利率 | 13.04%    | 13.12%    |

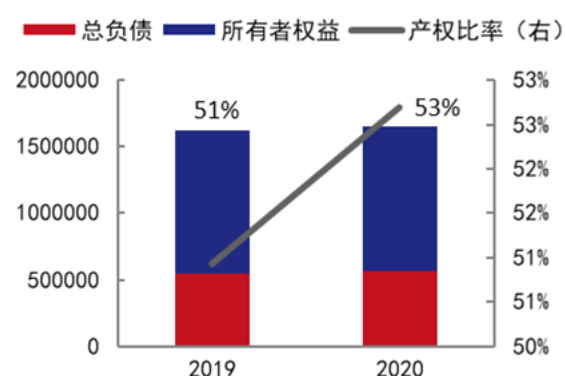
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 公司流动负债占比大幅上升，总债务规模较大，偿债压力较大

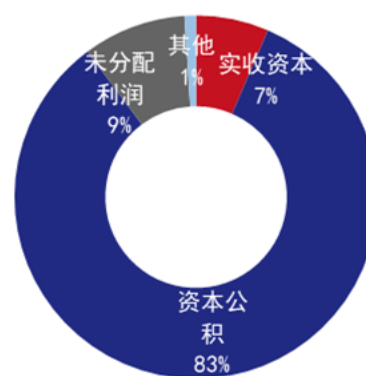
受应付往来款增加影响，2020年公司负债总额有所增加。留存收益增加使得2020年末公司所有者权益增加至108.10亿元，以政府注入土地和划拨资金为主。2020年末公司产权比率为53%，所有者权益对负债保障程度仍较好。

图1 公司资本结构（单位：万元）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司短期借款为质押借款和信用借款，全部为2020年新增。其他应付款增加主要系公司与政府单位往来款增加所致。截至2020年末，公司一年内到期非流动负债规模中一年内到期的长期借款、应付债券规模分别为1.40亿元和4.00亿元。

非流动负债方面，2020年末公司长期借款余额为4.86亿元，其中抵押借款2.86亿元，利率5.39%，抵押物为土地使用权；信用借款2.00亿元，利率5.70%。应付债券分别为“16临川城投债”（票面利率5.68%）、“17临川城投债01”（票面利率6.50%）、“19临川城投债01”（票面利率8.00%），余额（含一年内到期的应付债券）分别为9.00亿元、4.00亿元和11.00亿元，2021年公司新增本期债券（票面利率6.80%，期限7年）5.00亿元。

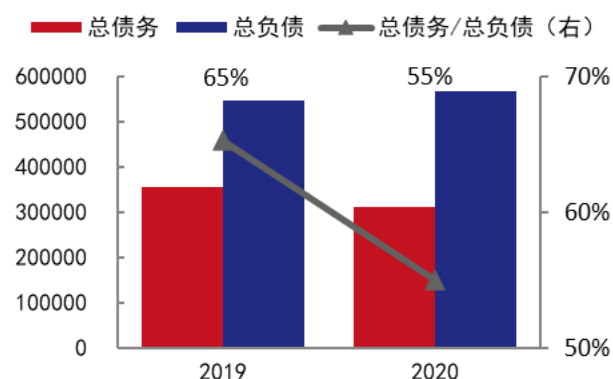
表8 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目             | 2020 年            |                | 2019 年            |                |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
|                | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             |
| 短期借款           | 11,000.00         | 1.93%          | 0.00              | 0.00%          |
| 应付账款           | 68,869.31         | 12.09%         | 59,836.91         | 10.94%         |
| 其他应付款（不含应付利息）  | 176,376.24        | 30.96%         | 117,627.61        | 21.51%         |
| 一年内到期的非流动负债    | 54,000.00         | 9.48%          | 53,000.00         | 9.69%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>321,013.94</b> | <b>56.36%</b>  | <b>242,866.34</b> | <b>44.41%</b>  |
| 长期借款           | 48,600.00         | 8.53%          | 64,000.00         | 11.70%         |
| 应付债券           | 200,000.00        | 35.11%         | 240,000.00        | 43.89%         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>248,600.00</b> | <b>43.64%</b>  | <b>304,000.00</b> | <b>55.59%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>569,613.94</b> | <b>100.00%</b> | <b>546,866.34</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

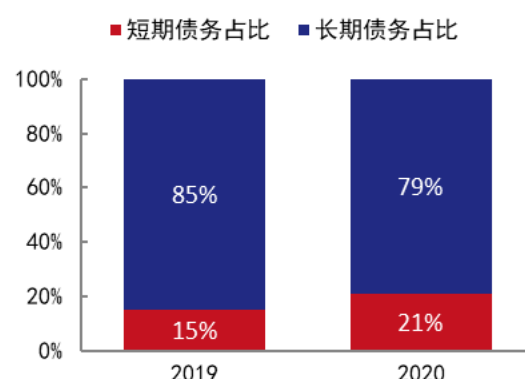
截至2020年末，公司总债务包含短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券，合计为31.36亿元，占总负债的比重为55.05%，整体规模较大，以长期债务为主。

图3 公司债务占负债比重（单位：万元）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2020年末公司资产负债率为34.51%，整体负债水平较低。公司现金短期债务比表现尚可，但呈现逐年下滑趋势。公司EBITDA利息保障倍数低，存在较大的偿债压力。

表9 公司偿债能力指标

| 指标名称          | 2020 年 | 2019 年 |
|---------------|--------|--------|
| 资产负债率         | 34.51% | 33.75% |
| 现金短期债务比       | 1.54   | 2.14   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.55   | 0.76   |

注：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 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日2021年4月15日）及子公司抚州市临川温泉景区建设开发投资有限公司（报告查询日2021年3月11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；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。

### 或有事项分析

截至2020年末公司对外担保金额为27.32亿元，占同期所有者权益的25.27%，对外担保对象主要为临川区事业单位及国有企业，其中对民营企业江西才都电子科技有限公司担保金额为4.50亿元，均未采取反担保措施，公司面临一定的或有负债风险，详细情况如下表所示。



表10 截至 2020 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       | 担保到期日      | 是否有反担保 |
|-------------------------|------------|------------|--------|
| 抚州市临川区城市发展投资集团有限公司      | 23,700.00  | 2037-01-30 | 无      |
| 抚州市临川区水利建设投资有限公司        | 16,500.00  | 2036-9-30  | 无      |
| 抚州市临川区第一人民医院            | 3,000.00   | 2022-03-02 | 无      |
| 抚州市临川区工业与科技创新投资发展有限责任公司 | 130,000.00 | 2034-09-08 | 无      |
|                         | 45,000.00  | 2030-04-27 | 无      |
|                         | 10,000.00  | 2030-12-14 | 无      |
| 江西才都电子科技有限公司            | 45,000.00  | 2033-12-30 | 无      |
| 合计                      | 273,200.00 | --         | --     |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

国有土地使用权抵押担保仍能为本期债券的本息偿付提供较好的保障，有效提升了本期债券的信用水平

本期债券发行时，公司以其合法拥有的位于抚州市的6宗共计331,690.70平方米的土地使用权为本期债券和拟发行的第二期绿色债券提供抵押担保，2020年6月30日公司已办妥抵押登记手续。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》，在本期债券本息全部清偿完毕前，抵押资产的价值与未偿还本金与一年期利息之和的比率不得低于1.5倍；若抵押比率不低于2.0倍的情况下，公司因经营发展的需要，可以向债权人代理人申请对超过2.0倍部分的抵押资产进行增值释放；公司因经营发展的需要，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。此外，在本期债券存续期间，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。

北京华亚正信资产评估有限公司2021年5月出具“华亚正信评资字[2021]第C09-0003号评”估咨询报告，以2021年4月30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227,225.70万元。假设公司第二期绿色债券发行规模5亿元，票面利率7.00%，抵押资产为本期债券未偿还本金（5亿元）和拟发行第二期绿色债本金（5亿元）及一年期利息（分别以票面利率6.80%和7.00%计算）的2.13倍，满足债券发行对抵押比率不得低于1.50倍的约定。

表11 截至 2020 年末本期债券用于抵押土地概况（单位：平方米、万元）

| 土地使用证号                    | 宗地位置   | 面积         | 土地用途  | 使用权类型 | 评估值       |
|---------------------------|--------|------------|-------|-------|-----------|
| 赣（2016）临川区不动产权第 0003335 号 | 临川区连城乡 | 134,125.30 | 商业、住宅 | 出让    | 72,713.30 |



|                           |                |            |       |    |            |
|---------------------------|----------------|------------|-------|----|------------|
| 赣（2016）临川区不动产权第 0003343 号 | 临川区上顿渡学府路延伸段北侧 | 12,277.90  | 商业、住宅 | 出让 | 10,088.30  |
| 赣（2016）临川区不动产权第 0003341 号 | 临川区上顿渡才都大道西侧   | 24,526.10  | 商业、住宅 | 出让 | 21,767.40  |
| 赣（2016）临川区不动产权第 0003346 号 | 临川区上顿渡临川大道东侧   | 6,562.06   | 商业、住宅 | 出让 | 5,006.70   |
| 赣（2016）临川区不动产权第 0003368 号 | 临川区上顿渡河西临崇路东侧  | 23,051.44  | 商业、住宅 | 出让 | 17,587.60  |
| 赣（2016）临川区不动产权第 0003371 号 | 临川区上顿渡抚八线以南    | 131,147.90 | 商业、住宅 | 出让 | 100,062.40 |
| 合计                        | -              | 331,690.70 | -     | -  | 227,225.70 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。



## 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）   | 2020 年       | 2019 年       | 2018 年       |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金          | 99,919.44    | 113,446.96   | 202,357.20   |
| 应收账款          | 216,276.11   | 153,901.26   | 82,941.43    |
| 其他应收款         | 287,710.38   | 327,365.99   | 216,912.79   |
| 存货            | 1,033,990.59 | 1,015,767.89 | 1,156,558.49 |
| 流动资产合计        | 1,637,901.19 | 1,610,486.76 | 1,658,775.60 |
| 非流动资产合计       | 12,703.49    | 10,037.05    | 7,215.93     |
| 资产总计          | 1,650,604.68 | 1,620,523.81 | 1,665,991.52 |
| 短期借款          | 11,000.00    | 0.00         | 0.00         |
| 应交税费          | 68,869.31    | 59,836.91    | 49,349.08    |
| 其他应付款（不含应付利息） | 176,376.24   | 117,627.61   | 91,303.87    |
| 一年内到期的非流动负债   | 54,000.00    | 53,000.00    | 67,640.00    |
| 流动负债合计        | 321,013.94   | 242,866.34   | 213,248.85   |
| 长期借款          | 48,600.00    | 64,000.00    | 81,000.00    |
| 应付债券          | 200,000.00   | 240,000.00   | 170,000.00   |
| 非流动负债合计       | 248,600.00   | 304,000.00   | 251,000.00   |
| 负债合计          | 569,613.94   | 546,866.34   | 464,248.85   |
| 所有者权益         | 1,080,990.74 | 1,073,657.47 | 1,201,742.67 |
| 营业收入          | 72,885.19    | 80,915.89    | 72,746.75    |
| 营业利润          | 9,461.73     | 7,950.86     | 11,343.25    |
| 利润总额          | 9,424.33     | 7,555.17     | 16,039.31    |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 56,077.73    | -144,601.18  | -169,306.44  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -142.55      | 29,026.61    | 109,848.71   |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -69,462.69   | 56,664.32    | 7,088.37     |
| 财务指标          | 2020 年       | 2019 年       | 2018 年       |
| 销售毛利率         | 13.04%       | 13.12%       | 13.05%       |
| 收现比           | 0.22         | 0.48         | 0.48         |
| 资产负债率         | 34.51%       | 33.75%       | 27.87%       |
| 现金短期债务比       | 1.54         | 2.14         | 2.99         |
| EBITDA（亿元）    | 1.44         | 0.76         | 1.61         |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.55         | 0.36         | 0.97         |

注：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 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

| 子公司名称               | 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 2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 附录三 主要财务指标计算公式

| 指标名称          | 计算公式                                                                             |
|---------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| 销售毛利率         | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$                         |
| 收现比           | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$                               |
| 资产负债率         | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$                                         |
| 现金短期债务比       | $\text{现金类资产} / \text{短期总债务}$                                                    |
| 现金类资产         | $\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$                 |
| 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 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$                          |
| 短期债务          | $\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$              |
| 长期债务          | $\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$                                   |
| 总债务           | $\text{短期债务} + \text{长期债务}$                                                      |

## 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。 |