

九江富和建设投资有限公司

2014 年公司债券 2017 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
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：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【254】号 03

债券剩余规模：12 亿元

债券到期日期：

2020 年 9 月 1 日

债券偿还方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第 3-6 年末，分别按照债券发行总额 25%的比例偿还债券本金

分析师

姓名：
刘惠琼 杨再昆

电话：
0755-8287 3175

邮箱：
liuhq@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司城投公司主体长期信用评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

九江富和建设投资有限公司 2014 年公司债券 2017 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	2017 年 6 月 19 日	2016 年 6 月 21 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对九江富和建设投资有限公司（以下简称“九江富和”或“公司”）及其 2014 年 9 月 1 发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 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跟踪期内，九江市全市和九江经济技术开发区（以下简称“经开区”）经济和财政均保持增长；公司继续获得经开区在财政补贴方面的支持；公司在建项目较多，土地储备充裕，未来收入较有保障。同时我们也关注到了九江市全市及经开区政府性基金收入大幅下滑；公司资产中土地资产占比较高，流动性偏弱；公司委贷业务和对外担保存在较大的坏账风险和代偿风险；公司经营活动现金流表现不佳，未来存在较大的资金支出压力；公司有息债务增长较快，偿债压力增大等风险因素。

正面：

- 九江市全市和经开区经济和公共财政收入均保持增长。2016 年九江市地区生产总值为 2,096.13 亿元，同比增长 9.4%；全市公共财政收入为 260.52 亿元，同比增长 5.39%；2016 年经开区地区生产总值为 226.51 亿元，同比增长 9.7%；公共财政收入为 13.99 亿元，同比增长 22.76%。
- 公司在建项目较多，土地储备充裕，未来收入较有保障。近年公司收入主要来自代建业务和土地收储业务，收入规模相对稳定。截至 2016 年末，公司在建拟建项目计划总投资 91.91 亿元，已完成投资 61.79 亿元，待结算金额约 45.55 亿元；此外，公司拥有土地资产面积为 8,875.34 亩，合计账面价值为 168.95 亿元。

- **公司继续获得地方政府的支持。**公司作为经开区基础设施建设项目重要的投建主体，继续得到地方政府的支持，2016 年收到经开区财政局给予的企业发展基金专项补贴 1.84 亿元

关注：

- **九江市全市和经开区政府性基金收入均出现大幅下滑。**2016 年九江市全市和经开区政府性基金收入分别为 150.42 亿元和 2.55 亿元，同比分别下降 36.47%和 73.40%；受此影响，地方综合财力分别同比分别下降 8.34%和 21.67%。
- **公司委贷业务存在较大的坏账风险。**截至 2016 年末，公司委托贷款余额达 10.27 亿元，占公司期末净资产的 5.05%；其中，逾期贷款金额累计 10.12 亿元，占期末贷款余额的比重达 98.54%。对此当地政府出台了一系列反担保政策，但未来逾期贷款本金能否全部收回受经开区财政状况的影响仍存在不确定性。
- **公司对外担保存在较大的代偿风险。**截至 2016 年末，公司对外担保余额为 3.92 亿元，占公司期末净资产的 1.93%，其中对江西旭阳雷迪科技股份有限公司提供的担保金额为 3.03 亿元，占担保总额的 77.53%，公司为其发放的委拖贷款已发生逾期，该担保亦存在较大的代偿风险。
- **公司资产以土地和在建项目为主，且土地已抵押部分占比较大，资产流动性偏弱。**2016 年末，公司存货规模为 216.06 亿元，占总资产的比重为 61.55%，主要系基础设施建设工程和待开发的土地，其中土地资产账面价值为 168.95 亿元，占存货的 78.20%，其中已抵押土地账面价值为 106.06 亿元，占比 62.77%。
- **公司经营活动现金流表现不佳，未来存在较大的资金支出压力。**2016 年公司收现比下降至 0.68，经营活动产生的现金净流出 10.07 亿元；截至 2016 年末，公司主要在建及拟建项目预算投资总额为 91.91 亿元，已完成投资 61.79 亿元，未来尚需投资 30.12 亿元，后续投资规模较大，存在较大的资金压力。
- **公司有息债务规模大幅增加，偿债压力增大。**2016 年末，公司有息债务规模达 113.07 亿元，较上年大幅增长 50.63%，占负债总额的比重 76.48%；EBITDA 利息保障倍数下降至 0.52。

主要财务指标

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	3,510,395.18	3,058,258.26	2,549,723.24
所有者权益（万元）	2,031,913.88	2,015,767.04	1,682,568.44

有息债务（万元）	1,130,729.61	750,671.55	584,453.84
资产负债率	42.12%	34.09%	34.01%
流动比率	6.63	8.03	6.78
营业收入（万元）	168,510.42	143,806.17	109,054.14
政府补助（万元）	18,410.73	18,439.38	17,933.58
利润总额（万元）	11,215.74	22,689.68	24,693.52
综合毛利率	9.17%	11.89%	12.68%
EBITDA（万元）	31,456.07	32,811.46	28,940.32
EBITDA 利息保障倍数	0.52	1.22	1.39
经营活动现金流净额（万元）	-100,721.27	-121,768.14	28,095.44

注：2014 年数据为 2015 年审计报告的期初数，下同。

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2014 年 9 月 1 日公开发行 6 年期 12 亿元公司债券，募集资金用于九江经济技术开发区城西港区二期基础设施建设项目和九江经济技术开发区城西港区二期安置小区建设项目。截至 2016 年 12 月 31 日，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2016 年公司注册资本和实收资本均未发生变化，年末为 50,000.00 万元，九江经济技术开发区管委会（以下简称“经开区管委会”）仍为公司实际控制人，持有公司 100% 股权。该年公司报表合并范围和主营业务均未发生变化。

截至 2016 年 12 月 31 日，公司资产总额为 351.04 亿元，所有者权益合计为 203.19 亿元，资产负债率为 42.12%；2016 年度，公司实现营业收入 16.85 亿元，利润总额 1.12 亿元，经营活动现金净流出 10.07 亿元。

三、区域经济与财政实力

2016年九江市经济稳步增长，区域经济实力进一步增强

2016年，九江市实现地区生产总值2,096.13亿元，按可比价格计算，同比增长9.4%。其中，第一产业增加值152.67亿元，同比增长4.1%；第二产业增加值1,088.9亿元，同比增长8.6%；第三产业增加值854.56亿元，同比增长11.5%。从产业结构来看，2016年九江市三次产业结构由上年的7.4：53.3：39.3调整为7.3：51.9：40.8，第二产业和第三产业在九江市经济中比重较高，对经济增长的贡献率分别达48.7%和48.0%。

工业方面，2016年九江市规模以上工业实现增加值 1,115.73 亿元，同比增长 9.3%。其中，石油化工、现代轻纺、钢铁有色、装备制造、电力新能源五大主导产业实现增加值 821.08 亿元，同比增长 9.9%，占全市规模以上工业增加值的比重为 73.6%，五大主导产业发展良好。

2016年，九江市全年完成固定资产投资 2,428.58 亿元，同比增长 14.6%，增速较上年下降 2.4 个百分点，但依然是拉动经济发展的主要动力；全年社会消费品零售总额达到 656.78 亿元，同比增长 13.0%。此外，以庐山景区为代表的旅游业发展较快，2016 年九江市接待旅游总人数 12,100.48 万人次，同比增长 15.2%，旅游总收入为 1,129.85 亿元，同比增长 22.5%。2016 年九江市实现人均 GDP 43,338.00 元，占全国人均 GDP 的比重为 80.29%。

整体看，九江市经济稳步增长，区域经济实力进一步增强。

表1 2015-2016年九江市主要经济指标及增速情况

项目	2016年		2015年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	2,096.13	9.40%	1,902.68	9.70%
第一产业增加值（亿元）	152.67	4.10%	140.75	4.00%
第二产业增加值（亿元）	1,088.9	8.60%	1,014.59	9.30%
第三产业增加值（亿元）	854.56	11.50%	747.34	11.50%
固定资产投资（亿元）	2,428.58	14.60%	2,119.92	17.00%
社会消费品零售总额（亿元）	656.78	13.00%	578.56	13.00%
进出口总额（亿美元）	347.82	-6.10%	59.95	4.70%
年末人民币存款余额（亿元）	2,593.81	19.35%	2,173.34	16.56%
年末人民币贷款余额（亿元）	1,754.58	20.85%	1,451.90	19.08%
人均GDP（元）	43,338.00	8.90%	39,505.00	9.30%
人均GDP/全国人均GDP	80.29%		80.21%	

注：2016年进出口总额单位为亿元。

资料来源：2015-2016年九江市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

经开区经济持续增长，增速较快，但整体经济规模较小

2016年经开区地区生产总值为226.51亿元，同比增长9.7%，整体经济规模较小。其中规模以上工业增加值实现195.84亿元，同比增长9.9%。2016年经开区完成固定资产投资290.41亿元，同比增长17.5%，增速较上年趋缓，但仍然是拉动经开区经济发展的主要动力。

目前经开区已形成出口加工区、综合工业园、汽车工业园、科技园、城西港区五大工业和物流平台。其中出口加工区是江西首家国家级出口加工区，享有免税、退税、保税等多项优惠政策；综合工业园主要发展机械制造、新型材料、纺织服装等产业；汽车工业园主要依托昌河铃木轿车发展汽车配件产业；科技工业园主要发展高新技术产业和文化金融商贸业；城西港区以港口建设为龙头，重点发展物流产业。根据《九江经济技术开发区新工业十年行动暨“十三五”产业发展规划》，2015-2020年经开区将重点发展环保节能及新能源汽车业、高端装备制造业、新材料、智能家电、物流等产业，未来上述产业有望成为经开区的重要支柱产业。

表2 2015-2016年九江市经开区主要经济指标（单位：亿元）

主要指标	2016年		2015年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	226.51	9.7%	163.35	9.8%
规模以上工业增加值	195.84	9.9%	105.18	9.5%
全社会固定资产投资	290.41	17.5%	247.20	20.1%

社会消费品零售总额	63.24	14.8%	45.06	14.6%
-----------	-------	-------	-------	-------

资料来源：九江市统计局，鹏元整理

九江市全市公共财政收入保持增长，但财政自给率不高，政府性基金收入大幅下滑使得地方综合财力亦出现下降

2016年九江市全市和本级地方综合财力分别实现615.12亿元和111.7亿元，其中全市地方综合财力受政府性基金收入下滑影响同比下降8.34%；市本级地方综合财力保持较快增长，增速为28.36%。

从九江市全市地方综合财力构成来看，公共财政收入是其重要的构成部分，2016年占比42.35%，实现260.52亿元，同比增长5.39%，其中税收收入占比67.18%，税源主要以增值税、营业税、耕地占用税、契税为主。地方综合财力对上级补助存在较大依赖，2016年，九江市收到上级补助收入204.18亿元，规模较大，其中一般性转移支付收入和专项转移支付收入占比分别为59.62%和33.08%，上级补助收入自由支配的灵活度一般。九江市全市政府性基金收入为150.42亿元，占地方综合财力的24.45%，其中主要由土地出让收入构成，土地出让收入下降使得该年政府性基金收入大幅下降36.47%，由此导致九江市地方综合财力下滑。未来政府性基金收入仍受土地供应规模、土地出让市场景气度以及房地产调控政策等因素影响存在一定波动。

从九江市本级地方综合财力构成看，2016年，九江市本级公共财政收入实现56.16亿元，同比增长46.71%，其中税收收入占比38.60%，占比偏低，公共财政收入的质量较差；九江市本级收到上级补助收入26.74亿元，同比增长49.64%，主要系一般性转移支付收入和专项转移支付收入增加所致；九江市本级政府性基金收入保持相对稳定，但随着九江市城区范围可供出让土地规模不断减少，未来该部分收入存在一定的不确定性。

表 3 2015-2016 年九江市全市及本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	615.12	111.7	671.08	87.02
(一) 公共财政收入	260.52	56.16	247.20	38.28
其中：税收收入	175.02	21.68	183.07	18.17
非税收收入	85.50	34.48	64.13	20.10
(二) 上级补助收入	204.18	26.74	181.80	17.87
其中：返还性收入	14.90	0.14	5.11	1.70
一般性转移支付收入	121.74	16.99	114.36	12.91
专项转移支付收入	67.55	9.61	62.34	3.26
(三) 政府性基金收入	150.42	28.80	236.78	28.72

(四) 预算外财政专户收入	-	-	5.30	2.15
财政支出= (一) + (二) + (三)	645.28	107.62	691.20	101.05
(一) 公共财政支出	468.51	80.07	442.86	72.61
(二) 政府性基金支出	176.77	27.55	243.53	26.29
(三) 预算外财政专户支出	-	-	4.81	2.15
财政自给率	55.61%	70.14%	55.82%	52.72%

注：1、2016 年预算外财政专户收入及支出已纳入一般预算；

2、财政自给率=公共财政收入/公共财政支出*100%

资料来源：九江市财政局，鹏元整理

财政支出方面，2016 年九江市全市公共财政支出 468.51 亿元，同比增长 5.79%，其中一般公共服务、教育医疗、社会保障和就业等方面的刚性支出占比较大；2016 年九江市全市财政自给率为 55.61%。2016 年九江市本级公共财政支出 80.07 亿元，同比增长 10.27%，受九江市本级公共财政收入增长幅度较大影响，市本级财政自给率较上年增长 17.42 个百分点，提升至 70.14%。

经开区公共财政收入增长较快，但政府性基金收入连年下降拖累财政收入的增长

近年受政府性基金收入大幅下滑影响，经开区地方综合财力连年下降。2016 年经开区地方综合财力为 184,462 万元，继 2015 年下降 25.36%后，2016 年进一步下降 21.67%。从构成来看，2016 年公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入分别占地方综合财力的比重为 75.88%、10.28%和 13.85%，公共财政收入逐渐成为经开区可支配财力的主要来源。

2016 年，经开区实现公共财政收入 139,961 万元，同比增长 22.76%，主要系以国有资源（资产）有偿使用收入为主的非税收入大幅增长 153.91%所致。公共财政收入中税收收入占比 75.06%，比重较上年下降 12.88 个百分点；从税种构成上来看，主要以增值税、营业税、企业所得税和土地增值税为主，上述 4 类税种占税收收入的 94.83%。上级补助收入主要由一般性转移支付收入和专项转移支付收入构成，2016 年一般性转移支付收入大幅减少，专项转移支付收入增加，上级补助收入可自由支配的灵活度下降。政府性基金收入主要以土地出让收入为主，受经开区房地产投资不足以及当期土地出让主要以工业用地为主等因素影响，2016 年经开区政府性基金收入同比大幅下降 73.40%；未来该部分收入仍受房地产景气度以及工业用地供应规模等因素影响较大。

财政支出方面，2016 年经开区财政支出总规模为 343,270 万元，其中公共财政支出占比 64.11%，财政自给率为 63.60%，经开区财政自给能力一般。

表4 2015-2016年九江经济技术开发区财政收支情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
----	--------	--------

地方综合财力= (一) + (二) + (三)	184,462	235,485
(一) 公共财政收入	139,961	114,013
其中：税收收入	105,058	100,267
非税收入	34,903	13,746
(二) 上级补助收入	18,957	25,456
其中：一般性转移支付收入	4,839	15,276
专项转移支付收入	12,847	8,909
返还性收入	1,271	1,271
(三) 政府性基金收入	25,544	96,016
财政支出= (一) + (二)	343,270	330,256
(一) 公共财政支出	220,055	181,889
(二) 政府性基金支出	123,215	148,367
财政自给率	63.60%	62.68%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出*100%
资料来源：九江经济技术开发区财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

公司是经开区主要的基础设施建设主体，主要从事土地收储和基础设施建设等业务。2016年公司实现营业收入168,510.42万元，同比增长17.18%，收入主要来源于土地收储收入和工程结算收入，两者收入占营业收入的比重分别为42.43%和56.33%，此外租金收入和委贷利息、担保费收入对公司收入形成一定补充，但整体规模较小。毛利率方面，受工程结算收入和租金收入的毛利率下降，综合毛利率较上年下降2.72个百分点。整体看，公司营业收入保持稳定增长，可持续性较好，但综合毛利率一般。

表5 2015-2016年公司营业收入主要构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
1.主营业务收入	167,795.82	8.79%	143,304.60	11.58%
土地收储收入	71,187.58	16.67%	80,238.35	16.67%
工程结算收入	94,514.17	1.68%	60,814.85	2.46%
租金收入	2,094.07	61.84%	2,168.04	80.03%
2.其他业务收入	714.60	100.00%	501.58	100.00%
委贷利息、担保费收入	707.98	100.00%	472.29	100.00%
营业收入	168,510.42	9.17%	143,806.17	11.89%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

2016 年公司土地收储收入有所下滑，目前公司可用于出让的土地储备较多，未来土地收储收入有一定保障，但收入规模的实现存在不确定性

公司负责经开区范围内土地收储和开发运营，并通过土地储备交易中心进行二次收储实现收入。公司对经开区内具备可出让条件的熟地进行收储，缴纳土地出让金、办理相关证件后形成公司土地资产，其中部分金额较大的土地出让金由经开区管委会代为支付，并作为资本金注入公司。土地出让前，公司与土地储备交易中心签订二次收储合同，收储费用为土地成本加成 20%，由土地储备交易中心向公司支付，公司将其确认为土地收储收入；土地拍卖则由土地储备交易中心全权负责。

2016 年土地储备交易中心共收储了公司三宗土地，累计面积 19.17 万平方米，公司累计确认土地收储收入 71,187.60 万元，毛利率仍为 16.67%。截至 2016 年末，公司拥有可用于出让的土地面积合计为 8,875.34 亩，账面价值达 168.95 亿元，其中已抵押土地的账面价值为 106.06 亿元，占比达 62.77%。未来公司可用于出让的储备土地较多，土地收储收入有一定保障，但该业务受当地建设规划、土地储备交易中心收储计划等因素影响较大，未来收入状况存在不确定性。

表6 2015-2016年公司土地收储收入明细

年度	土地证号	面积 (平方米)	土地成本 (万元)	收储收入 (万元)
2015 年	九城国用【2013】第 110 号	197,887.22	66,866.00	80,238.35
	合计	197,887.22	66,866.00	80,239.00
2016 年	九城国用【2010】第 221 号	34,278.75	8,128.17	9,753.81
	九城国用【2014】第 235 号	43,894.22	15,612.29	18,734.75
	九城国用【2014】第 270 号	113,479.1	35,582.52	42,699.04
	合计	191,652.07	59,322.98	71,187.60

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016 年公司工程结算收入增长较快，目前公司代建业务量较为充足，收入来源较有保障，但在建项目投资规模较大，依然存在较大的资金压力

公司是经开区管委会出资组建的基础设施建设主体，负责经开区内基础设施及功能性项目的建设。按照区管委会九开管字【2008】30 号文件，开发区范围内需政府投资的基础设施建设工程由公司进行代建。公司负责项目融资、招投标、监督管理及竣工验收等工作，代建项目竣工验收后核定工程结算款，包括完工项目工程成本、代建管理费、融资费用以及融资利息费用，公司将工程结算款确认为工程结算收入。

2016 年，公司对城西港区二期道路港城大道工程、二期道路港兴路工程等共计 33 个项目进行了验收，累计确认工程结算收入 94,514.17 万元，毛利率为 1.68%，较上年下降 0.78 个百分点，主要系期末部分已完工项目进行了成本核算但未确认收入，使得实际收入和成本不匹配所致。

表7 2016年公司工程结算收入确认情况（单位：万元）

项目	确认标准	2016年确认额度
工程成本	项目投资额	39,652.03
代建管理费	项目投资额×2%	793.04
融资费用	项目投资额×2%	793.04
融资利息费用	当期的利息费用	53,276.06
总计	-	94,514.17

资料来源：公司提供

目前公司主要在建项目有“13 浔富和债”的募投项目九江经济技术开发区保障性住房工程项目、九江经济技术开发区沿江综合服务区、沿浔安置小区项目等数十个开发区重点项目，计划总投资 72.39 亿元，截至 2016 年末已投资 61.79 亿元。

“13 浔富和债”的募投项目九江经济技术开发区保障性住房工程项目计划总投资 20.87 亿元。根据《关于九江经济技术开发区保障性住房工程项目相关事项的通知》（九开管字【2012】26 号）的规定，该项目建成后将由开发区管委会进行回购，委托建设期为六年，回购总金额 25.05 亿元，项目竣工验收交付使用后的第一年和第二年，开发区经济发展局按照约定的委托建设资金总额，每年支付公司委托建设资金的 10%；项目竣工验收交付使用后的第三年至第六年，开发区经济发展局按照约定的委托建设资金总额，每年支付公司委托建设资金的 20%。截至 2016 年末，“13 浔富和债”募投项目已投资 18.49 亿元，尚未完工，仍需投资 2.38 亿元。

表8 “13浔富和债”募投项目委托建设资金支付安排（单位：万元）

项目	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	合计
委托建设资金支付安排	25,047.03	25,047.03	50,094.06	50,094.06	50,094.06	50,094.06	250,470.30

资料来源：公司提供

本期债券募投项目为九江经济技术开发区城西港区二期基础设施建设项目和城西港区二期安置小区建设项目，计划总投资 23.29 亿元，截至 2016 年末已投资 23.32 亿元，已完工。根据《关于九江经济技术开发区城西港区二期基础设施建设项目还款资金安排的决定》九开管字【2014】2 号文件，开发区管委会同意将城西港区二期基础设施建设项目建设完成后形成的城西港区 2,200 亩平整土地的出让收益返还给公司，土地分五年出售。根据《关于九江经济技术开发区城西港区二期安置小区建设项目相关问题的决定》九开管字【2014】8 号文件，经开区管委会同意将城西港区二期安置小区建设项目拆迁整治后剩余约 304 亩土地的出让收入扣除各项税费后返还给公司，土地计划从 2016 年起分五年出让。截至 2016 年末，项目拆迁整治后的土地尚未进行出让形成收益。

表9 截至2016年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	已投资	尚需投资	是否回购
九江经济技术开发区保障性住房工程项目	20.87	18.49	2.38	是
九江经济技术开发区沿江综合服务区	29.02	25.41	3.61	是
沿浔安置小区项目	8.98	5.82	3.16	否
富和小区工程	2.42	2.21	0.21	是
沙阎北路延伸线道路与桥梁工程	1.70	1.06	0.64	是
八里湖北大道西段道路与桥梁工程	1.60	1.42	0.18	是
安永人家 7#地块保障房工程	3.60	3.30	0.30	是
东胜电机厂房	2.80	2.70	0.10	是
港城中学	1.40	1.38	0.02	是
合计	72.39	61.79	10.60	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017 年公司拟建项目有综合保税区基础设施、赛湖安置小区二期等，拟建项目资金均需通过公司自筹解决，预计总投资 19.52 亿元。

截至 2016 年末，公司主要在建及拟建项目预算总投资为 91.91 亿元，已完成投资 61.79 亿元，其中已结算工程成本约 16.24 亿元，待结算金额约 45.55 亿元，未来在建及拟建项目尚需投入资金 30.12 亿元。随着开发区建设的稳步推进，公司作为开发区基础设施建设的主体，项目代建业务可持续性较好，收入来源较有保障，但在建拟建项目后续投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

表10 截至2016年末公司主要拟建项目资金安排情况（单位：亿元）

项目	总投资	资金来源	预计工期
综合保税区基础设施	4.00	自筹	2017.6-2018.6
赛湖安置小区二期	4.20	自筹	2017.6-2019.6
前进新村五期保障房	4.00	自筹	2017.6-2019.6
安永人家三期保障房工程	3.60	自筹	2017.8-2019.4
鄱阳湖九江水产城	2.42	自筹	2017.11-2018.12
港城大道三期	1.30	自筹	2017.6-2017.12
合计	19.52	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

租金收入主要为公司将其拥有的商铺、标准厂房、公租房等经营性资产对外租赁形成的收入。2016 年，公司累计实现租金收入 1,965.22 万元，毛利率为 61.84%，较上年下降 18.19 个百分点，主要系部分公租房租金水平有所调整。截至 2016 年末，公司拥有商铺、标准厂房、公租房面积分别为 2.83 万平方米、31.87 万平方米、11.02 万平方米，未来租金收入来源有一定保障，但由于进驻企业不多，该业务的出租率偏低，租金收入规模较小。

表11 2016年公司租金收入情况

租赁类别	面积 (m ²)	出租率	租金收入 (万元)	平均租金水平
商铺	28,339.00	57.10%	137.64	7.09 月/元/m ²
标准厂房	318,720.57	69.60%	1,529.57	5.75 月/元/m ²
公租房	110,202.00	41.00%	298.01	5.50 月/元/m ²
合计	457,261.57	-	1,965.22	

注：以上统计的租金收入与审计报告里的略有差异，主要系一些小项目未统计。

资料来源：公司提供，鹏元整理

跟踪期内，公司对外担保规模减少，但大量逾期委托贷款仍未收回，公司存在较大的坏账风险和代偿风险

公司作为经开区内重要的投融资平台，为支持经开区内民营企业的发展，公司对其提供贷款融资服务以及贷款担保，并从中收取一定利息和担保费。2016 年度公司实现担保费和利息收入合计 707.98 万元，收入规模较小。

委托贷款方面，截至 2016 年末，公司共为 5 家企业发放了 22 笔委托贷款，贷款总额达 10.27 亿元，占公司期末净资产的比重为 5.05%。其中已有 4 家企业共计 21 笔贷款发生了逾期，逾期金额累计 10.12 亿元，占期末贷款总额的比重为 98.54%。贷款业务中前 2 大客户为江西旭阳雷迪高科技股份有限公司（以下简称“旭阳雷迪”）和九江绿晶光电科技有限公司（以下简称“绿晶光电”），均系从事太阳能多晶硅、单晶硅等生产和销售的光伏企业，受光伏行业产能过剩影响，面临一定的经营困境。公司对以上两家企业发放的委托贷款期末余额分别为 7.61 亿元和 1.91 亿元，逾期时间较长，其中绿晶光电已连续两年未披露年度报告被列入经营异常名录。此外，公司对万利通（九江）金属表面处理技术有限公司和九江正展光电有限公司提供的委托贷款共 6,000.00 万元亦发生了逾期。

表12 截至2016年12月31日公司委贷业务情况（单位：万元）

企业名称	企业性质	所属行业	贷款金额	贷款到期日	是否逾期	是否担保
江西旭阳雷迪高科技股份有限公司	私营企业	光伏	76,052.27	-	是	是
九江绿晶光电科技有限公司	私营企业	光伏	19,100.00	-	是	是
万利通（九江）金属表面处理技术有限公司	私营企业	工业	5,000.00	-	是	是
九江德福电子材料有限公司*	私营企业	工业	1,500.00	2017.3.29	否	是
九江正展光电有限公司	私营企业	工业	1,000.00	-	是	是
合计	-	-	102,652.27	-	-	-

注：*九江德福电子材料有限公司 1,500 万元尚未收回，2017 年 3 月 29 日到期后又进行了续期。

资料来源：公司提供，鹏元整理

担保业务方面，目前公司共为 3 家担保对象提供 8 笔对外担保，截至 2016 年末担保

余额合计 3.92 亿元，较上年末下降 77.69%，担保规模较上年大幅下降主要是考虑到大部分担保对象同时亦是公司委托贷款客户，公司对其提供的委托贷款发生了逾期，为避免进一步损失，公司收缩了对外担保规模。但值得注意的是，公司对旭阳雷迪提供的担保规模仍然较大，对其提供的担保金额 3.03 亿元占期末担保总额的比重为 77.53%，考虑到公司为其发放的委托贷款 7.61 亿元已发生逾期，未来该笔担保亦存在较大的代偿风险。除此之外，公司其他对外担保均为正常类贷款。

表13 截至2016年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象	企业性质	所属行业	担保金额	担保到期日	担保方式	是否反担保
江西旭阳雷迪高科技股份有限公司	私营企业	光伏	10,356.14	2018.11.6	信用担保	是
			20,000.00	2017.04.01	信用担保	是
江西盛祥电子材料有限公司	私营企业	工业	5,000.00	2017.05.28	抵押担保	是
九江德福电子材料有限公司	私营企业	工业	3,800.00	2017.11.18	抵押担保	是
合计	-	-	39,156.14	-	-	-

注：江西旭阳雷迪高科技股份有限公司 20,000.00 万元和江西盛祥电子材料有限公司 5,000.00 万元的担保贷款均已展期。

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

为避免经开区内平台公司因发放贷款和提供担保发生损失，经开区管委会面对大量逾期贷款问题出台了一系列反担保政策。根据九开管字【2015】3 号文，如公司委托贷款及担保贷款出现代偿风险，由经开区财政局通过补充运营资金或补贴收入的方式给予公司资金支持。根据九开管纪要【2015】7 号文，经开区财政局将牵头要求委托贷款单位按 20%、40%和 40%的比例分三年（2015 年至 2017 年）逐年偿还委托贷款。根据九开管字【2015】8 号文、11 号文以及 16 号文，经开区管委会将安排财政资金，由区属九江港城建设投资有限公司、九江沿江开发建设投资有限公司等平台逐步承接委托贷款并将涉及资金归还公司。此外经开区管委会将牵头成立“九江经济技术开发区创业投资引导基金”，规范对经开区内企业的资金支持，未来通过基金投资置换公司的委托贷款。根据九开管字【2016】8 号文，经开区管委会要求经开区财政局成立帮扶企业补贴基金，由区财政根据委托贷款和担保情况，按照余额的 20%列入预算，平台公司发生实际损失或实际代偿的，则由补贴基金予以全额补贴；如本年度发生实际损失或实际代偿补贴金额不足，则由下一年度安排 20%的基础上，另行安排资金补足。根据九开管财字【2017】5 号文和九开管办抄字【2017】66 文，区财政局将安排专项资金补贴公司因园区企业委托贷款逾期发生的损失，其中 2017 年一季度安排 1.5 亿元，二季度安排 2.5 亿元，三季度安排 3 亿元，四季度安排 3.4 亿元，累计补贴公司 10.4 亿元。其中 2017 年一季度的 1.50 亿元补贴已到账。

上述措施较好的弥补了公司的坏账损失，但考虑到公司逾期贷款规模较大且贷款对象

的经营情况尚未明显改善，未来公司发放的逾期贷款利息无法收回的可能性较大，贷款本金能否全部收回亦受经开区财政状况的影响存在一定的不确定性。

2016年政府继续通过财政补贴方式给予公司一定的支持

公司作为经开区基础设施建设项目重要的投建主体，跟踪期内，当地政府继续通过财政补贴的方式给予了公司一定的支持。根据九开管财字【2016】64号和九开管财字【2016】65号文件，2016年经开区财政局向公司累计拨付企业发展基金专项补贴18,410.73万元，有效提升了公司的利润水平。

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中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内，公司报表合并范围内无变化。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，其中土地资产占比很高，且已抵押部分占比较大，资产流动性偏弱

2016年末公司资产总额为351.04亿元，同比增长14.78%，主要系公司基础设施建设业务规模扩大使得期末应收账款增加所致。从资产构成上看，仍以流动资产为主，期末流动资产占比92.95%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货等构成。2016年末，货币资金余额为56.13亿元，同比大幅增长86.66%，主要系公司加大融资规模借款大幅增加所致；货币资金中7,400万元的银行存单已质押，其余货币资金不存在使用受限情况。应收账款账面价值为25.38亿元，同比增长78.66%，系应收经开区财政局的工程结算款，其中账龄在一年以内的占比52.36%，1-2年内占比47.64%；该款项的回收进度易受经开区财政状况的影响存在一定不确定性。其他应收款账面价值为23.53亿元，主要系应收旭阳雷迪、绿晶光电等民营企业的委托贷款（占比50.06%）、代垫工程款以及政府单位往来款；其账龄在3年以上占比32.00%，考虑到其他应收款账期较长且应收对象主要系民营企业，且其中部分委托贷款已发生逾期，但是公司依据九开管字【2016】8号文，未计提坏账准备。

2016年末公司存货规模为216.06亿元，占总资产的比重为61.55%，主要系基础设施建设工程和待开发的土地，两者占比分别为21.08%和78.20%。其中，基础设施建设工程主要系本期债券和“13浔富和债”募投项目等，期末待结算账面价值达45.55亿元；公司待开发的土地资产总面积为8,875.34亩，账面价值合计168.95亿元，其中已抵押面积5,155.00亩，账面价值106.06亿元，占比达62.77%，土地资产受限比例较大，流动性偏弱。

截至2016年末，按公允价值计量的可供出售金融资产账面余额为5.98亿元，同比增长5.13倍，主要系2016年增加对九江经和城乡发展中心的投资5.00亿元，九江经和城乡发展中心系由公司和中信信托有限公司、江西省井冈山北汽投资管理有限公司于2016年共同出资设立的有限合伙企业，主要从事项目管理，目前注册资本为20.01亿元，其中公司出资5.00亿元，持有其24.99%的股权。期末公司固定资产净值达11.61亿元，主要为公司拥有的商铺、标准厂房、公租房等可对外租赁的经营性资产；在建工程账面价值7.15亿元，主要为沿浔安置小区项目、欧洲风情一条街等公司采用自建模式建设的项目，目前完工率均在75%以上，完工后以上项目将转为固定资产。

总体看，2016年公司资产规模增长较快，主要由土地资产构成，整体流动性偏弱。

表14 2015-2016年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	561,282.87	15.99%	300,700.26	9.83%
应收账款	253,780.93	7.23%	142,048.37	4.64%
其他应收款	235,312.19	6.70%	209,759.01	6.86%
存货	2,160,573.24	61.55%	2,182,147.86	71.35%
流动资产合计	3,262,850.57	92.95%	2,869,544.94	93.83%
可供出售金融资产	59,816.63	1.70%	9,762.42	0.32%
固定资产净值	116,082.08	3.31%	122,608.19	4.01%
在建工程	71,459.76	2.04%	56,131.40	1.84%
非流动资产合计	247,544.61	7.05%	188,713.32	6.17%
资产总计	3,510,395.18	100.00%	3,058,258.26	100.00%

资料来源：公司2015-2016年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2016年公司营业收入规模有所增长，但盈利能力下降，利润对政府补助依赖大

2016年公司实现营业收入168,510.42万元，同比增长17.18%，主要系工程结算收入大幅增加所致。收入构成看，公司营业收入主要来源于工程结算收入和土地收储收入，其中

土地收储业务毛利率保持稳定，工程结算业务毛利率存在一定波动，2016年公司综合毛利率为9.17%，较上年下降2.72个百分点，主营业务盈利能力下降。此外，受财务费用的大幅增长影响，2016年公司期间费用率上升至13.20%，一定程度上降低了公司的利润水平。目前公司在建工程及待开发土地较多，截至2016年末，公司主要在建项目待结算金额约45.55亿元，待开发土地资产账面价值合计168.95亿元，未来公司收入来源较有保障。

公司作为经开区内重要的投融资建设主体，继续获得了当地政府的支持。2016年公司获得政府补助18,410.73万元，占当期利润总额的164.15%。

总体而言，2016年公司营业收入有所增长，但盈利能力有所下降，利润对政府补助依赖大。

表15 2015-2016年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年	2015年
营业收入	168,510.42	143,806.17
营业利润	-7,031.06	4,275.38
政府补助	18,410.73	18,439.38
利润总额	11,215.74	22,689.68
综合毛利率	9.17%	11.89%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

2016年公司经营活动现金流表现较差，且公司在建项目投资需求较大，未来公司存在较大的资金支出压力

2016年公司工程结算收入及土地收储收入回款较慢，当期收现比下降至0.68。受当期往来支出规模远大于往来流入规模影响，2016年度公司经营活动现金流表现为净流出10.07亿元；投资活动方面，购置固定资产及在建工程项目投资产生了现金流出，但总体规模较小；筹资活动方面，现金流入主要系2016年公司新增银行借款以及发行债券“16浔富和MTN001”，流出主要系偿还本期债券本金以及支付利息等，该年筹资活动现金流实现净流入416,581.63万元，较好的弥补了公司经营及投资活动的资金缺口。

截至2016年末，公司在建及拟建项目后续仍需投资30.12亿元，资金需求较大，随着工程施工的持续推进，公司面临较大的资金压力。

表16 2015-2016年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2016年	2015年
收现比	0.68	1.01
销售商品、提供劳务收到的现金	114,960.68	145,523.52

收到其他与经营活动有关的现金	589,826.05	711,383.88
经营活动现金流入小计	704,786.74	856,907.40
购买商品、接受劳务支付的现金	123,032.75	100,650.69
支付其他与经营活动有关的现金	655,898.36	874,952.85
经营活动现金流出小计	805,508.00	978,675.54
经营活动产生的现金流量净额	-100,721.27	-121,768.14
投资活动产生的现金流量净额	-55,277.75	-16,278.38
筹资活动产生的现金流量净额	416,581.63	160,302.01
现金及现金等价物净增加额	260,582.61	22,255.48

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务增长较快，存在较大的偿债压力

2016 年公司发行“16 浔富和 MTN001”募集资金 10 亿元，同时新增 31.11 亿元信用借款，期末公司负债总额上升至 147.85 亿元，同比大幅增长 41.82%，构成上仍以非流动负债为主。2016 年末公司所有者权益相对稳定，但受负债规模大幅增加，期末负债与所有者权益比率上升至 72.76%，公司自有资本对负债的保障程度下降。

表17 截至2016年末公司资本结构（单位：万元）

资本构成	2016 年	2015 年
负债总额	1,478,481.31	1,042,491.22
所有者权益	2,031,913.88	2,015,767.04
负债与所有者权益比率	72.76%	51.72%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

银行借款（含短期质押借款、一年内到期的长期借款以及长期借款）是公司债务最重要的组成部分，2016 年末余额为 74.64 亿元，占负债总额的 50.48%。应付债券包括本期债券、“13 浔富和债”、“15 浔富和 MTN001”和该年发行的“16 浔富和 MTN001”共 4 只债券，期末余额为 36.18 亿元。2016 年末公司其他应付款规模达 27.72 亿元，主要为应付九江港城建设投资有限公司、九江市财政局等单位的往来款，其中一年以内占比 79.69%，但考虑到主要应付对象系政府单位，具有一定的支付弹性，实际偿付压力较小。公司预收款项主要系预收富和小区集资建房款 3.15 亿元。

表18 2015-2016年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	10,000.00	0.68%	-	-

预收款项	32,165.58	2.18%	28,030.14	2.69%
其他应付款	277,242.46	18.75%	234,480.92	22.49%
一年内到期的非流动负债	134,615.00	9.10%	65,500.00	6.28%
流动负债合计	492,366.70	33.30%	357,319.67	34.28%
长期借款	624,327.89	42.23%	400,275.00	38.40%
应付债券	361,786.72	24.47%	284,896.55	27.33%
非流动负债合计	986,114.61	66.70%	685,171.55	65.72%
负债总额	1,478,481.31	100.00%	1,042,491.22	100.00%
有息债务	1,130,729.61	76.48%	750,671.55	72.01%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

截至2016年末，公司有息债务规模达113.07亿元，占负债总额的比重为76.48%，较上年大幅增长50.63%，债务偿还压力增大。根据公司提供的有息债务偿还期限情况，2017-2019年公司分别偿还22.96亿元、15.92亿元和25.18亿元，未来三年公司还本付息压力较为集中，偿债压力较大。

表19 截至2016年12月31日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年及以后
合计	229,606.00	159,159.00	251,771.00	490,193.61

资料来源：公司提供

受债务融资力度加强，负债规模增加，2016年末公司资产负债率进一步上升至42.12%。从短期偿债指标看，受流动负债规模增加，2016年末公司流动比率下降至6.63；速动比率较上年小幅上升至2.24，整体看，流动比率和速动比率表现尚可。

从长期偿债指标看，2016年受公司利润总额减少，EBITDA较上年下降，同时受有息债务规模增加，利息支出大幅增长，利息保障倍数降低至0.52，有息债务/EBITDA上升至35.95，公司长期偿债压力增大。

表20 2015-2016年公司偿债能力指标

指标名称	2016年	2015年
资产负债率	42.12%	34.09%
流动比率	6.63	8.03
速动比率	2.24	1.92
EBITDA（万元）	31,456.07	32,811.46
EBITDA 利息保障倍数	0.52	1.22
有息债务/EBITDA	35.95	22.88

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内，公司作为经开区基础设施建设项目重要的投建主体，继续获得经开区在财政补贴方面的支持；公司在建项目较多，土地储备充裕，未来收入较有保障。

同时我们也关注到，九江市全市及经开区地方综合财力受政府性基金收入下滑影响均出现下降；公司资产中土地资产占比较高，流动性偏弱；公司委贷业务和对外担保存在较大的坏账风险和代偿风险；公司经营活动现金流表现不佳，未来存在较大的资金支出压力；公司有息债务增长较快，偿债压力增大等风险因素。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
流动资产：			
货币资金	561,282.87	300,700.26	277,044.78
应收票据	-	5.00	-
应收账款	253,780.93	142,048.37	92,929.84
预付款项	27,634.15	24,884.44	16,715.38
其他应收款	235,312.19	209,759.01	219,903.10
存货	2,160,573.24	2,182,147.86	1,766,717.42
其他流动资产	24,267.19	10,000.00	-
流动资产合计	3,262,850.57	2,869,544.94	2,373,310.51
非流动资产：			
可供出售金融资产	59,816.63	9,762.42	9,078.01
固定资产	116,082.08	122,608.19	127,183.29
在建工程	71,459.76	56,131.40	39,876.03
无形资产	0.07	0.15	0.25
长期待摊费用	173.19	211.16	275.16
递延所得税资产	12.88	-	-
非流动资产合计	247,544.61	188,713.32	176,412.73
资产总计	3,510,395.18	3,058,258.26	2,549,723.24
流动负债：			
短期借款	10,000.00	-	10,000.00
应付账款	650.09	650.09	1,181.90
预收款项	32,165.58	28,030.14	11,708.88
应付职工薪酬	-0.08	-0.07	-
应交税费	15,764.52	14,445.09	13,132.23
应付利息	21,929.13	14,213.50	6,933.50
其他应付款	277,242.46	234,480.92	249,744.45
一年内到期的非流动负债	134,615.00	65,500.00	57,100.00
流动负债合计	492,366.70	357,319.67	349,800.96
非流动负债：			
长期借款	624,327.89	400,275.00	308,975.00
应付债券	361,786.72	284,896.55	208,378.84
非流动负债合计	986,114.61	685,171.55	517,353.84
负债合计	1,478,481.31	1,042,491.22	867,154.80
所有者权益：			
实收资本（或股本）	50,000.00	50,000.00	50,000.00

资本公积	1,856,850.68	1,850,345.68	1,537,690.77
盈余公积	14,018.42	11,978.81	9,494.75
未分配利润	111,044.78	103,442.55	85,382.93
归属于母公司所有者权益合计	111,044.78	2,015,767.04	1,682,568.44
所有者权益合计	2,031,913.88	2,015,767.04	1,682,568.44
负债和所有者权益总计	3,510,395.18	3,058,258.26	2,549,723.24

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
营业总收入	168,510.42	143,806.17	109,054.14
营业收入	168,510.42	143,806.17	109,054.14
营业总成本	175,706.21	139,599.57	102,449.08
营业成本	153,050.17	126,710.01	95,223.52
营业税金及附加	362.01	190.36	380.23
销售费用	1,933.79	1,677.10	1,551.87
管理费用	6,799.77	6,769.75	5,275.56
财务费用	13,508.97	4,252.35	17.90
资产减值损失	51.50	-	-
加：投资收益	164.73	68.77	295.20
营业利润	-7,031.06	4,275.38	6,900.27
加：营业外收入	18,491.80	18,445.66	17,934.79
减：营业外支出	245.00	31.36	141.54
利润总额	11,215.74	22,689.68	24,693.52
减：所得税	1,573.90	2,145.98	1,673.70
净利润	9,641.83	20,543.69	23,019.81

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	114,960.68	145,523.52	116,900.41
收到其他与经营活动有关的现金	589,826.05	711,383.88	613,004.07
经营活动现金流入小计	704,786.74	856,907.40	729,904.48
购买商品、接受劳务支付的现金	123,032.75	100,650.69	106,850.82
支付给职工以及为职工支付的现金	428.80	354.65	318.11
支付的各项税费	26,148.10	2,717.35	1,951.92
支付其他与经营活动有关的现金	655,898.36	874,952.85	592,688.20
经营活动现金流出小计	805,508.00	978,675.54	701,809.04
经营活动产生的现金流量净额	-100,721.27	-121,768.14	28,095.44
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	27,000.00	-	4,344.00
取得投资收益收到的现金	164.73	68.77	282.26
投资活动现金流入小计	27,164.73	68.77	4,626.26
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	15,388.27	15,662.74	76,821.81
投资支付的现金	67,054.21	684.42	5,556.67
投资活动现金流出小计	82,442.49	16,347.16	82,378.48
投资活动产生的现金流量净额	-55,277.75	-16,278.38	-77,752.22
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	6,505.00	-	2,674.70
取得借款收到的现金	414,337.89	199,700.00	406,980.00
收到其他与筹资活动有关的现金	100,000.00	100,000.00	-
筹资活动现金流入小计	520,842.89	299,700.00	409,654.70
偿还债务支付的现金	89,145.00	133,900.00	163,780.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	13,616.26	5,497.99	39,270.23
支付其他与筹资活动有关的现金	1,500.00	-	6,000.00
筹资活动现金流出小计	104,261.26	139,397.99	209,050.23
筹资活动产生的现金流量净额	416,581.63	160,302.01	200,604.47
现金及现金等价物净增加额	260,582.61	22,255.48	150,947.69
期末现金及现金等价物余额	553,882.87	293,300.26	271,044.78

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	9,641.83	20,543.69	23,019.81
加：固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,578.64	5,731.87	4,067.59
无形资产摊销	0.08	0.11	0.38
长期待摊费用摊销	45.35	64.00	62.89
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-	-	76.15
财务费用	13,616.26	4,325.80	115.94
投资损失	-164.73	-68.77	-295.20
存货的减少	21,574.62	-416,367.58	-452,931.93
经营性应收项目的减少	-140,030.45	-164,429.51	184,580.12
经营性应付项目的增加	-11,982.87	428,432.26	269,399.69
经营活动产生的现金流量净额	-100,721.27	-121,768.14	28,095.44
现金的期末余额	553,882.87	293,300.26	271,044.78
减：现金的期初余额	293,300.26	271,044.78	120,097.09
现金及现金等价物净增加额	260,582.61	22,255.48	156,947.69

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
收现比	0.68	1.01	1.07
资产负债率	42.12%	34.09%	34.01%
负债与所有者权益比率	72.76%	51.72%	51.54%
流动比率	6.63	8.03	6.78
速动比率	2.24	1.92	1.73
有息债务（万元）	1,130,729.61	750,671.55	584,453.84
综合毛利率	9.17%	11.89%	12.68%
期间费用率	13.20%	8.83%	6.28%
总资产回报率	0.76%	0.96%	1.11%
EBITDA（万元）	31,456.07	32,811.46	28,940.32
EBITDA 利息保障倍数	0.52	1.22	1.39
有息债务/EBITDA	35.95	22.88	20.20

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 2016年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

序号	企业名称	注册地	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式
1	九江富和污水处理有限公司	江西九江	15,000	100%	污水处理	投资设立
2	九江富和资产管理有限公司	江西九江	15,000	100%	资产管理	投资设立
3	九江富和物业服务有限公司	江西九江	50	100%	物业管理	投资设立
4	九江开城市政工程建设有限公司	江西九江	15,000	100%	工程施工	投资设立

资料来源：公司 2016 年审计报告

附录六 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
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

附录七 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。