

2013 年九江富和建设投资有限公司

公司债券 2018 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員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員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等级的变化情况。

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【2018】跟踪第  
【1213】号 01

债券简称：PR 浔富和/13  
浔富和债

债券剩余规模：2.25 亿  
元

债券到期日期：2019 年  
03 月 19 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，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：  
李涛 陈龙妹

电话：  
0755-82875013

邮箱：  
lit@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](http://www.pyrating.cn)

## 2013 年九江富和建设投资有限公司 公司债券 2018 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	2018 年 6 月 26 日	2017 年 8 月 15 日

### 评级观点：

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 2013 年 3 月 19 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 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公司外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。公司在建项目较多，土地储备充裕，未来收入较有保障。公司继续获得较大力度的外部支持。同时我们也关注到了公司资产流动性偏弱，未来存在较大的资金支出压力，有息债务规模较大以及偿债压力较大等风险因素。

### 正面：

- 公司外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年九江市全年实现地区生产总值 2,413.63 亿元，同比增长 9.10%；九江经济技术开发区（以下简称“经开区”）实现地区生产总值为 265.58 亿元，同比增长 17.25%。经济发展持续向好，为公司发展提供了良好基础。
- 公司在建项目较多，土地储备充裕，业务发展较有保障。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 2017 年末，公司在建拟建项目计划总投资 127.62 亿元，已完成投资 76.11 亿元，待结算金额约 71.79 亿元；此外，公司拥有土地资产面积为 7,720.00 亩，合计账面价值为 166.59 亿元。
- 公司继续获得较大力度的外部支持。公司作为经开区基础设施建设项目重要的投建主体，继续得到外部支持，2017 年收到经开区财政局拨付企业政府补助款及拨

付拆迁补偿款合计 25,567.15 万元

### 关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2017 年末，公司存货达到 2,390,354.98 万元，在资产总额中的占比为 60.32%，占比很大，主要系工程施工成本和待开发的土地组成，其中已抵押土地账面价值 51.87 亿元，资产变现速度较慢，公司资产整体流动性较弱。
- **公司未来存在较大的资金支出压力。**截至 2017 年末，公司主要在建及拟建项目预算投资总额为 127.62 亿元，未来尚需投资 51.51 亿元，后续投资规模较大，存在较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，偿债压力较大。**2017 年末，公司有息债务规模达 127.17 亿元，占负债总额的比重 66.32%；EBITDA 利息保障倍数为 0.71，公司面临较大的偿债压力。

### 发行人主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	3,963,105.57	3,510,395.18	3,058,258.26
所有者权益（万元）	2,045,496.36	2,031,913.88	2,015,767.04
有息债务（万元）	1,271,681.24	1,130,729.61	750,671.55
资产负债率	48.39%	42.12%	34.09%
流动比率	4.87	6.63	8.03
营业收入（万元）	193,258.78	168,510.42	143,806.17
其他收益	25,567.15	0.00	0.00
营业外收入（万元）	0.35	18,491.80	18,445.66
利润总额（万元）	15,556.00	11,215.74	22,689.68
综合毛利率	9.60%	9.17%	11.89%
EBITDA（万元）	40,468.93	31,455.04	32,811.45
EBITDA 利息保障倍数	0.71	0.52	0.68
经营活动现金流净额（万元）	130,687.74	-100,721.27	-121,768.14

注：2016 年数据为 2017 年审计报告的期初数，2015 年数据为 2016 年审计报告的期初数，下同。  
 资料来源：公司 2016-2017 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2013年3月19日公开发行6年期9亿元公司债券，募集资金用于九江经济技术开发区保障性住房工程项目。截至2017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

2017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。该公司报表合并范围和主营业务均未发生变化。

截至2017年12月31日，公司资产总额为396.31亿元，所有者权益合计为204.55亿元，资产负债率为48.39%；2017年度，公司实现营业收入19.33亿元，利润总额1.56亿元，经营活动现金净流入13.07亿元。

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

**2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势；积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用**

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）

同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

### **2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快**

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《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，以下简称“50 号文”），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，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 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，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的

推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、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。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），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，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

**表 1 2017 年以来城投行业主要政策梳理**

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《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）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《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）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266 号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《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	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严

知》(发改办财金[2018]194号)

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，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

## (二) 区域环境

### 2017年九江市经济保持持续增长，区域经济实力进一步增强

2017年，九江市实现地区生产总值2,413.63亿元，按可比价格计算，同比增长9.1%。其中，第一产业增加值192.51亿元，同比增长4.4%；第二产业增加值1,213.25亿元，同比增长8.4%；第三产业增加值1,007.87亿元，同比增长10.7%。从产业结构来看，2017年九江市三次产业结构由上年的7.3：51.9：40.8调整为8.0：50.2：41.8，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49.3%和47.3%。全市人均生产总值49,659元，与全国人均GDP的比重为83.24%。

工业方面，2017年九江市规模以上工业实现增加值1,218.38亿元，同比增长9.20%。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同比增长8.9%，占全市规模以上工业增加值的比重为33.5%，五大主导产业发展良好。

2017年，九江市全年完成固定资产投资2,730.96亿元，同比增长12.5%，增速较上年下降2.1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739.21亿元，同比增长12.6%。此外，以庐山景区为代表的旅游业发展较快，2017年九江市接待旅游总人数16,200.86万人次，同比增长33.9%，旅游总收入为1,486.59亿元，同比增长31.6%。整体看，九江市经济稳步增长，区域经济实力进一步增强。

表 2 九江市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,413.63	9.10%	2,096.13	9.40%
第一产业增加值	192.51	4.40%	152.67	4.10%
第二产业增加值	1,213.25	8.40%	1,088.90	8.60%
第三产业增加值	1,007.87	10.70%	854.56	11.50%
规模以上工业增加值	1,218.38	9.20%	1,115.73	9.30%
固定资产投资	2,730.96	12.50%	2,428.58	14.60%
社会消费品零售总额	739.21	12.60%	656.78	13.00%
进出口总额（亿美元）	53.08	-	347.82	-6.10%
存款余额	2,916.18	12.40%	2,593.81	19.40%

贷款余额	2,073.51	18.20%	1,754.58	20.90%
人均 GDP (元)	49,659.00		43,338.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	83.24%		80.29%	

资料来源：九江市 2016-2017 年国民经济与社会发展统计公报

### 经开区经济持续增长，增速较快，但整体经济规模较小

2017年经开区地区生产总值为265.58亿元，同比增长17.25%，整体经济规模较小。其中规模以上工业增加值实现214.44亿元，同比增长9.5%。2017年经开区完成固定资产投资329.03亿元，同比增长13.30%，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 2016-2017 年九江市经开区主要经济指标（单位：亿元）**

主要指标	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	265.58	17.25%	226.51	9.7%
规模以上工业增加值	214.44	9.5%	195.84	9.9%
全社会固定资产投资	329.03	13.30%	290.41	17.5%
社会消费品零售总额	87.70	38.68%	63.24	14.8%

资料来源：九江经济技术开发区 2016-2017 年国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

### 2017年九江市全市公共财政收入较为稳定，但财政自给率不高

2017年九江市全市和本级地方公共财政收入分别实现262.5亿元和45.97亿元，其中全市公共财政收入同比增长0.76%，市本级公共财政收入同比减少18.14%，市本级公共财政收入减少主要是由于受国家减税降费政策及城区体制调整影响。

从九江市全市公共财政收入构成来看，税收收入占比为65.47%，税源主要以增值税、营业税、耕地占用税、契税为主，公共财政收入的质量尚可。2017年九江市全市政府性基金收入为144.50亿元，其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同比下降2.87%。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。

从九江市本级公共财政收入构成看，税收收入占比由17年的38.60%下降到23.02%，占比偏低；2017年九江市本级政府性基金收入同比增长26.74%，其中土地收入为33.22亿元。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。

财政支出方面，2017年九江市公共财政支出528.3亿元，同比增长12.76%，主要为一般公共服务支出、公共安全支出、医疗卫生与计划生育支出、城乡社区支出、农林水支出等事务等保障民生相关的支出，财政自给率为49.69%，同比有所下降，主要系2017年财政支出增幅大于公共财政收入增幅，财政自给能力一般。

2017年九江市本级公共财政支出同比增长35.01%，财政自给率为42.53%，同比下降幅度较大，主要系2017年财政支出增幅较大，而公共财政收入同比减少，财政自给能力较差。

**表 3 2016-2017 年九江市全市及本级财政收支情况（单位：亿元）**

项目	2017 年		2016 年	
	全市	本级	全市	本级
<b>地方综合财力</b>	-	-	<b>615.12</b>	<b>111.7</b>
（一）公共财政收入	262.5	45.97	260.52	56.16
其中：税收收入	171.85	10.58	175.02	21.68
非税收入	90.68	35.39	85.5	34.48
（二）上级补助收入	-	-	204.18	26.74
其中：返还性收入	-	-	14.9	0.14
一般性转移支付收入	-	-	121.74	16.99
专项转移支付收入	-	-	67.55	9.61
（三）政府性基金收入	146.1	36.5	150.42	28.8
<b>财政支出</b>	<b>682.7</b>	<b>136.6</b>	<b>645.28</b>	<b>107.62</b>
（一）公共财政支出	528.3	108.1	468.51	80.07
（二）政府性基金支出	154.4	28.5	176.77	27.55
<b>财政自给率</b>	<b>49.69%</b>	<b>42.53%</b>	<b>55.61%</b>	<b>70.14%</b>

注：1）“-”数据未公开披露；2）财政自给率=公共财政收入/公共财政支出；3）财政支出=公共财政支出+政府性基金支出。

资料来源：2017 年数据来源于《九江市 2017 年财政预算执行情况及 2018 年财政预算草案的报告》，2016 年数据来源于九江市财政局

### 经开区公共财政收入同比大幅增长，地方综合财力显著提升

受税收收入大幅增加的影响，经开区地方综合财力 2017 年增长较大。2017 年经开区地方综合财力为 426,092 万元，较 2016 年增长 130.99%。从构成来看，2017 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 69.25%、14.37%和

16.38%，公共财政收入占比较高。

2017年，经开区实现公共财政收入295,064万元，同比增长110.82%，主要系税收收入大幅增长139.83%所致，税收收入的增加主要是由于2017年九江市与经开区的石化消费税区域划分调节所致。公共财政收入中税收收入占比85.39%，比重较上年上升10.33个百分点；从税种构成上来看，主要以增值税、城市维护建设税、契税为主，上述3类税种占税收收入的80.59%。上级补助收入主要由返还性收入和专项转移支付收入构成，2017年返还性收入大幅增加，专项转移支付收入有所增加。政府性基金收入主要以土地出让收入为主，2017年经开区政府性基金收入同比大幅上涨173.25%；未来该部分收入仍受房地产景气度以及经开区招商进度、工业用地供应规模等因素影响较大。

财政支出方面，2017年经开区财政支出总规模为290,871万元，其中公共财政支出占比76.00%，财政自给率为133.47%，经开区财政自给能力增长较快。

**表4 2016-2017年九江经济技术开发区财政收支情况（单位：万元）**

项目	2017年	2016年
<b>地方综合财力=（一）+（二）+（三）</b>	<b>426,092</b>	<b>184,462</b>
（一）公共财政收入	295,064	139,961
其中：税收收入	251,960	105,058
非税收入	43,104	34,903
（二）上级补助收入	61,228	18,957
其中：一般性转移支付收入	15,213	4,839
专项转移支付收入	16,603	12,847
返还性收入	29,412	1,271
（三）政府性基金收入	69,800	25,544
<b>财政支出=（一）+（二）</b>	<b>290,871</b>	<b>343,270</b>
（一）公共财政支出	221,071	220,055
（二）政府性基金支出	69,800	123,215
<b>财政自给率</b>	<b>133.47%</b>	<b>63.60%</b>

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。2017年公司实现营业收入193,258.78万元，同比增长14.69%，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40.98%和57.04%，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上升的影响，综合毛利率较上年上升0.43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 2016-2017年公司营业收入主要构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
<b>1.主营业务收入</b>	<b>193,052.18</b>	<b>9.50%</b>	<b>167,795.82</b>	<b>8.79%</b>
土地收储收入	79,197.04	16.67%	71,187.58	16.67%
工程结算收入	110,227.63	2.21%	94,514.17	1.68%
租金收入	3,627.50	74.59%	2,094.07	61.84%
<b>2.其他业务收入</b>	<b>206.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>714.60</b>	<b>100.00%</b>
委贷利息、担保费收入	175.04	100.00%	707.98	100.00%
<b>营业收入</b>	<b>193,258.78</b>	<b>9.60%</b>	<b>168,510.42</b>	<b>9.17%</b>

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

**2017年公司土地收储收入有所上升，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。

2017年土地储备交易中心共收储了公司2宗土地，面积合计20.94万平方米，当年公司确认土地收储收入79,197.04万元，毛利率仍为16.67%。截至2017年末，公司拥有可用于出让的土地面积合计为7,720.00亩，账面价值达166.59亿元，其中已抵押土地的账面价值为51.87亿元，占比达35.38%。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 2017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）	出让收入（万元）
2017年	九城国用（2014）第271号	121,640.00	38,330.55	45,996.65
	九城国用（2014）第272号	87,798.27	27,666.99	33,200.39
	<b>合计</b>	<b>209,438.27</b>	<b>65,997.54</b>	<b>79,197.04</b>
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	113,479.10	35,582.52	42,699.04
<b>合计</b>	<b>191,652.07</b>	<b>59,322.98</b>	<b>71,187.60</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

**2017 年公司工程结算收入有所增长，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。

2017 年，公司对三马路安置房征地拆迁项目、城西港区等共计 16 个项目进行了验收，累计确认工程结算收入 110,227.63 万元，较去年增加 16.6%，主要系公司原代建项目在 2017 年完工结转的工程增加所致。毛利率为 2.21%，较上年上升 0.53 个百分点，但毛利率水平仍然较低。

**表7 2017年公司工程结算收入确认情况（单位：万元）**

项目	确认标准	2017 年确认额度
工程成本	项目投资额	60,930.67
代建管理费	项目投资额×2%	1,218.61
融资费用	项目投资额×2%	1,218.61
融资利息费用	当期的利息费用	46,859.74
<b>总计</b>	-	<b>110,227.63</b>

资料来源：公司提供

目前公司主要在建项目有城西港区项目、科技园区项目、正大安置小区项目等，计划总投资 127.62 亿元，截至 2017 年已投资 76.11 亿元。

本期债券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%。未来项目回购款将为公司本期债券及其他债务本息偿付提供重要资金来源。截至 2017 年末，本期募投项目已完工并且已经由经开区管委会回购。

**表8 本期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	<b>250,470.30</b>

资料来源：公司提供

“14 浔富和债”的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，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。

**表9 截至2017年末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目	计划总投资	已投资	尚需投资	是否回购	模式
城西港区	701,940.82	466,344.17	235,596.64	部分回购	回购
科技园区(本部)	256,625.84	211,409.96	45,215.88	部分回购	回购
出口加工区	58,970.50	46,965.37	12,005.13	部分回购	回购
正大安置小区	14,000.00	10,778.63	3,221.37	否	回购
春安里	15,000.00	10,414.49	4,585.51	否	回购
汽车园	10,477.01	9,522.78	954.23	部分回购	回购
富和小区	30,000.00	5,629.15	24,370.85	-	自建
国际水产城	24,200.00	65.96	24,134.04	否	回购
<b>合计</b>	<b>1,111,214.16</b>	<b>761,130.53</b>	<b>350,083.64</b>	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

2018 年公司拟建项目有德宏厂房代建项目、标准厂房工程项目等，拟建项目资金均需通过公司自筹解决，预计总投资 16.50 亿元。

截至 2017 年末，公司主要在建及拟建项目预算总投资为 127.62 亿元，已完成投资 76.11 亿元，待结算金额约 71.79 亿元，未来尚需投资 51.51 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2017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
德宏厂房代建项目	3.00	自筹	1 年 3 个月
标准厂房工程项目	9.00	自筹	1 年 6 个月

永安污水处理厂项目	1.50	自筹	1年6个月
富和新城项目	3.00	自筹	2年6个月
合计	16.50	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司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。2017年，公司累计实现租金收入3,627.50万元，毛利率为74.59%，较上年上升12.75个百分点，主要系部分公租房租金水平有所调整。截至2017年末，公司拥有商铺、标准厂房、公租房面积分别为6.66万平方米、63.74万平方米、23.11万平方米，未来租金收入来源有一定保障，但租金收入规模较小。

**表11 2017年公司租金收入情况**

租赁类别	面积（平方米）	出租率	租金收入（万元）
商铺	66,640.05	39.8%	220.05
标准厂房	637,441.14	82.1%	2,780.05
公租房	231,060.25	51.1%	627.40
合计	<b>935,141.44</b>	-	<b>3,627.50</b>

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，公司对外担保规模和委托贷款规模减少，但仍存在一定的坏账风险和代偿风险

2016年公司共为5家企业发放了22笔委托贷款，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”），针对这些逾期贷款，2017年公司已经通过财政补贴方式得到补充，并且2017年未发生委贷违约。

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，补贴都已到账。

上述措施较好的弥补了公司的坏账损失，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。

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。2017 年度公司实现担保费和利息收入合计 175.04 万元，收入规模较小。委托贷款方面，截至 2017 年末，公司委托贷款余额为零。

担保业务方面，目前公司共为 2 家担保对象提供 7 笔对外担保，截至 2017 年末担保余额合计 2.78 亿元，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，随着委贷业务规模的缩减，对外担保规模也大幅降低，但公司仍存在一定的坏账风险和代偿风险。对外担保中最大客户为江西旭阳雷迪科技股份有限公司（以下简称“旭阳雷迪”），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。公司对旭阳雷迪发放的委托贷款期末余额为 2.68 亿元。

**表13 截至2017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
九江盛祥电子材料有限公司	私营企业	工业	4,000.00	2019.12.21
	私营企业	工业	1,000.00	2018.12.19
江西旭阳雷迪科技股份有限公司	私营	光伏	1,085.20	2018.11.6
	私营	光伏	837.09	2018.11.6
	私营	光伏	2,854.57	2018.11.6
	私营	光伏	20,000.00	2019.4
	私营	光伏	2,000.00	2018.12.2
<b>合计</b>	-	-	<b>27,776.86</b>	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

### 2017年公司继续获得较大力度的外部支持

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【2017】74号和九开管财字【2017】75号文件，2017年经开区财政局向公司累计拨付企业政府补助款25,200万元（其中直接拨付公司25,000万元，拨付九江富和污水处理有限公司200万元），拨付拆迁补偿款367.15万元，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2017年审计报告，报告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**

2017年末公司资产总额为3,963,105.57万元，同比增长12.90%，主要系公司业务规模扩大使得期末货币资金和应收账款增加所致。从资产构成上看，仍以流动资产为主，期末流动资产占比93.72%。

公司资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款以及存货组成。

截至2017年末，公司货币资金达到763,988.50万元，在资产总额中的占比为19.28%，同比增长36.11%，增长较快，主要系兴业银行发放的滨兴街道棚改项目贷款10亿元，光大银行发放阳光偿债基金项目贷款10亿元融资资金在2017年底时到位但资金尚未支付，以及公司其他的项目融资资金增加所致；货币资金中78,500万元的银行存款已质押，其余货币资金不存在使用受限情况。

截至2017年末，公司应收账款达到354,091.17万元，在资产总额中的占比为8.93%，同比增长39.53%，增长较快，主要是由于应收经开区财政局的工程结算款增加所致，其中账龄在一年以内的占比28.33%，1-2年内占比37.53%，2-3年内占比34.14%；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。

截至2017年末，公司其他应收款达到148,092.71万元，在资产总额中的占比为3.74%，

同比下降37.07%，下降较快，主要是由于应收其他单位的委贷资金下降较多所致，由于2016年逾期的委托贷款已由财政通过补贴方式给予，2017年委贷资金新增项目减少且尚未产生逾期，故委贷资金规模减少。

截至2017年末，公司存货达到2,390,354.98万元，在资产总额中的占比为60.32%，占比很大，主要系工程施工和待开发的土地组成，两者占比分别为30.31%和69.69%。其中，工程施工主要系城西港区项目、科技园区项目、正大安置小区项目等，期末待结算账面价值达71.79亿元；公司待开发的土地资产总面积为7,720.00亩，账面价值合计166.59亿元，其中已抵押面积2,730.96亩，账面价值51.87亿元，占比达35.38%，土地资产受限比例较2016年有所下降但仍较大，且资产变现速度较慢，流动性偏弱。

截至2017年末，九江富和固定资产净额达到111,228.93万元，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，截至2017年末，九江富和在建工程达到76,519.70万元，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，目前沿浔安置小区项目完工率为75%，其余项目完工率均为95%，完工后以上项目将转为固定资产。

总体看，2017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 2016-2017年公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	763,988.50	19.28%	561,282.87	15.99%
应收账款	354,091.17	8.93%	253,780.93	7.23%
其他应收款	148,092.71	3.74%	235,312.19	6.70%
存货	2,390,354.98	60.32%	2,160,573.24	61.55%
<b>流动资产合计</b>	<b>3,714,379.67</b>	<b>93.72%</b>	<b>3,262,850.57</b>	<b>92.95%</b>
固定资产净额	111,228.93	2.81%	116,082.08	3.31%
在建工程	76,519.70	1.93%	71,459.76	2.04%
<b>非流动资产合计</b>	<b>248,725.90</b>	<b>6.28%</b>	<b>247,544.61</b>	<b>7.05%</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,963,105.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>3,510,395.18</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

公司营业收入规模有所增长，但盈利能力一般，利润对政府补助依赖大

九江富和的营业收入主要来自于土地收储收入和工程结算收入，2017年的营业收入为193,258.78万元，同比增长14.69%，主要系土地收储收入增加所致。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。2017年公司综合毛利率为9.60%，较上年小幅上升。

2017年期间，九江富和利润总额达到15,556.00万元，同比增长38.70%，主要是由于与日常活动有关的政府补助增加所致。目前公司在建工程及待开发土地较多，截至2017年末，公司主要在建项目待结算金额约71.79亿元，待开发土地资产账面价值合计166.59亿元，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，继续获得外部支持。2017年公司获得政府补贴和拆迁补偿25,567.15万元，占当期利润总额的164.36%。

总体而言，2017年公司营业收入有所增长，但盈利能力一般，利润对政府补助依赖大。

**表15 2016-2017年公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2017年	2016年
营业收入	193,258.78	168,510.42
营业利润	15,562.83	-7,031.06
其他收益	25,567.15	0.00
营业外收入	0.35	18,491.80
利润总额	15,556.00	11,215.74
综合毛利率	9.60%	9.17%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

## 现金流

**公司经营活动现金流情况较上年大幅好转，但公司在建项目投资需求较大，未来公司仍存在较大的资金支出压力**

2017 年公司工程结算收入及土地收储收入回款有所增加，当期收现比上升至 0.76。受往来款波动影响，2017 年度公司经营活动现金流表现为净流入 130,687.74 万元。

投资活动方面，由于市场化转型导致公司基础设施建设投资减少，公司 2017 年市场化转型投资支付的现金较上年度减少较多，导致投资现金流出规模大幅度减少；筹资活动方面，由于偿还债务等现金的增加导致筹资现金流出大幅增加，使得公司筹资活动现金流入大幅减少。

截至 2017 年末，公司在建及拟建项目后续仍需投资 51.51 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 2016-2017年公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2017年	2016年
收现比	0.76	0.68
销售商品、提供劳务收到的现金	147,354.20	114,960.68
收到其他与经营活动有关的现金	1,010,223.03	589,826.05
经营活动现金流入小计	1,157,577.22	704,786.74
购买商品、接受劳务支付的现金	369,288.81	123,032.75
支付其他与经营活动有关的现金	654,400.01	655,898.36
经营活动现金流出小计	1,026,889.48	805,508.00
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>130,687.74</b>	<b>-100,721.27</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-7,695.37</b>	<b>-55,277.75</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>1,213.26</b>	<b>416,581.63</b>
现金及现金等价物净增加额	124,205.63	260,582.61

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

#### 公司有息债务比例较高，存在较大的偿债压力

2017 年公司新增往来款较多，期末公司负债总额上升至 1,917,609.21 万元，同比大幅增长 29.70%，构成上仍以非流动负债为主。2017 年末公司所有者权益相对稳定，但受负债规模增加的影响，期末负债与所有者权益比率上升至 93.75%，公司自有资本对负债的保障程度下降。

**表17 截至2017年末公司资本结构（单位：万元）**

资本构成	2017年	2016年
负债总额	1,917,609.21	1,478,481.31
所有者权益	2,045,496.36	2,031,913.88
产权比率	93.75%	72.76%

资料来源：公司 2017 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，2017 年末余额为 938,967.00 万元，占负债总额的 48.97%。应付债券包括本期债券、“14 浔富和债”、“15 浔富和 MTN001”和“16 浔富和 MTN001”共 4 只债券，期末余额为 280,214.24 万元。截至 2017 年末，九江富和其他应付款达到 573,427.99 万元，同比增长 106.83%，造成大幅度增长的原因主要为往来款增加所致，其中一年以内占比 62.78%，但考虑到主要应付对象系政府下属企业，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 29,729.52 万元。

**表18 2016-2017年公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	10,000.00	0.52%	10,000.00	0.68%
预收款项	30,302.88	1.58%	32,165.58	2.18%
其他应付款	573,427.99	29.90%	277,242.46	18.75%
一年内到期的非流动负债	106,742.75	5.57%	134,615.00	9.10%
<b>流动负债合计</b>	<b>762,670.72</b>	<b>39.77%</b>	<b>492,366.70</b>	<b>33.30%</b>
长期借款	874,724.25	45.62%	624,327.89	42.23%
应付债券	280,214.24	14.61%	361,786.72	24.47%
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,154,938.49</b>	<b>60.23%</b>	<b>986,114.61</b>	<b>66.70%</b>
<b>负债总额</b>	<b>1,917,609.21</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,478,481.31</b>	<b>100.00%</b>
长期有息债务	1,154,938.49	60.23%	986,114.61	66.70%
短期有息债务	116,742.75	6.09%	144,615.00	9.78%
<b>有息债务</b>	<b>1,271,681.24</b>	<b>66.32%</b>	<b>1,130,729.61</b>	<b>76.48%</b>

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，九江富和有息债务达到1,271,681.24万元，在负债总额中的占比为66.32%，占总负债的比例较上年下降10.16个百分点，但比例仍较高，存在较大的债务偿还压力。根据公司提供的有息债务偿还期限情况，2018-2020年公司分别偿还17.35亿元、33.91亿元和44.19亿元，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2017年12月31日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2018年	2019年	2020年	2021年及以后
合计	173,505.55	339,106.38	441,858.88	487,688.29

资料来源：公司提供

受债务融资力度加强，负债规模增加，2017年末公司资产负债率进一步上升至48.39%，主要是由于棚改项目融资增加导致的负债增加所致。从短期偿债指标看，受流动负债规模增加，2017年末公司流动比率下降至4.87；速动比率较上年下降至1.74，但从整体看，流动比率和速动比率表现尚可。

从长期偿债指标看，2017年受公司利息支出减少的影响，EBITDA较上年下降，同时受利润总额增加的影响，利息保障倍数增加至0.71，有息债务/EBITDA下降至31.42，但公司有息债务比例较高，仍存在较大的偿债压力。

**表20 2016-2017年公司偿债能力指标**

指标名称	2017年	2016年
资产负债率	48.39%	42.12%
流动比率	4.87	6.63
速动比率	1.74	2.24
EBITDA（万元）	40,468.93	31,455.04
EBITDA 利息保障倍数	0.71	0.52
有息债务/EBITDA	31.42	35.95

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

## 六、评级结论

跟踪期内，公司外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。公司在建项目较多，土地储备充裕，未来收入较有保障。公司继续获得较大力度的外部支持。同时我们也关注到了公司资产流动性偏弱。公司未来存在较大的资金支出压力。公司有息债务规模较大，偿债压力较大等风险因素。

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	2017年	2016年	2015年
货币资金	763,988.50	561,282.87	300,700.26
应收账款	354,091.17	253,780.93	142,048.37
预付款项	33,585.11	27,634.15	24,884.44
其他应收款	148,092.71	235,312.19	209,759.01
存货	2,390,354.98	2,160,573.24	2,182,147.86
其他流动资产	24,267.19	24,267.19	10,000.00
<b>流动资产合计</b>	<b>3,714,379.67</b>	<b>3,262,850.57</b>	<b>2,869,544.94</b>
可供出售金融资产	60,816.63	59,816.63	9,762.42
固定资产净额	111,228.93	116,082.08	122,608.19
在建工程	76,519.70	71,459.76	56,131.40
长期待摊费用	142.61	173.19	211.16
递延所得税资产	18.03	12.88	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>248,725.90</b>	<b>247,544.61</b>	<b>188,713.32</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,963,105.57</b>	<b>3,510,395.18</b>	<b>3,058,258.26</b>
短期借款	10,000.00	10,000.00	0.00
应付账款	650.09	650.09	650.09
预收款项	30,302.88	32,165.58	28,030.14
应交税费	21,340.72	15,764.52	14,445.09
应付利息	20,195.67	21,929.13	14,213.50
其他应付款	573,427.99	277,242.46	234,480.92
一年内到期的非流动负债	106,742.75	134,615.00	65,500.00
<b>流动负债合计</b>	<b>762,670.72</b>	<b>492,366.70</b>	<b>357,319.67</b>
长期借款	874,724.25	624,327.89	400,275.00
应付债券	280,214.24	361,786.72	284,896.55
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,154,938.49</b>	<b>986,114.61</b>	<b>685,171.55</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,917,609.21</b>	<b>1,478,481.31</b>	<b>1,042,491.22</b>
实收资本	50,000.00	50,000.00	50,000.00
资本公积	1,856,850.68	1,856,850.68	1,850,345.68
盈余公积	17,148.73	14,018.42	11,978.81
未分配利润	121,496.95	111,044.78	103,442.55
归属于母公司所有者权益合计	2,045,496.36	2,031,913.88	2,015,767.04
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,045,496.36</b>	<b>2,031,913.88</b>	<b>2,015,767.04</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>3,963,105.57</b>	<b>3,510,395.18</b>	<b>3,058,258.26</b>

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
<b>营业总收入</b>	<b>193,258.78</b>	<b>168,510.42</b>	<b>143,806.17</b>
营业收入	193,258.78	168,510.42	143,806.17
<b>营业总成本</b>	<b>203,363.10</b>	<b>175,706.21</b>	<b>139,599.57</b>
营业成本	174,709.72	153,050.17	126,710.01
税金及附加	3,252.85	362.01	190.36
销售费用	2,077.73	1,933.79	1,677.10
管理费用	5,594.20	6,799.77	6,769.75
财务费用	17,708.00	13,508.97	4,252.35
资产减值损失	20.60	51.50	0.00
投资收益	100.00	164.73	68.77
其他收益	25,567.15	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>15,562.83</b>	<b>-7,031.06</b>	<b>4,275.38</b>
营业外收入	0.35	18,491.80	18,445.66
营业外支出	7.18	245.00	31.36
<b>利润总额</b>	<b>15,556.00</b>	<b>11,215.74</b>	<b>22,689.68</b>
所得税	1,973.52	1,573.90	2,145.98
<b>净利润</b>	<b>13,582.48</b>	<b>9,641.83</b>	<b>20,543.69</b>

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	147,354.20	114,960.68	145,523.52
收到其他与经营活动有关的现金	1,010,223.03	589,826.05	711,383.88
经营活动现金流入小计	1,157,577.22	704,786.74	856,907.40
购买商品、接受劳务支付的现金	369,288.81	123,032.75	100,650.69
支付给职工以及为职工支付的现金	321.05	428.80	354.65
支付的各项税费	2,879.62	26,148.10	2,717.35
支付其他与经营活动有关的现金	654,400.01	655,898.36	874,952.85
经营活动现金流出小计	1,026,889.48	805,508.00	978,675.54
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>130,687.74</b>	<b>-100,721.27</b>	<b>-121,768.14</b>
收回投资收到的现金	0.00	27,000.00	0.00
取得投资收益收到的现金	100.00	164.73	68.77
投资活动现金流入小计	100.00	27,164.73	68.77
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6,795.37	15,388.27	15,662.74
投资支付的现金	1,000.00	67,054.21	684.42
投资活动现金流出小计	7,795.37	82,442.49	16,347.16
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-7,695.37</b>	<b>-55,277.75</b>	<b>-16,278.38</b>
吸收投资收到的现金	0.00	6,505.00	0.00
取得借款收到的现金	417,855.00	414,337.89	199,700.00
发行债券收到的现金	0.00	100,000.00	100,000.00
筹资活动现金流入小计	417,855.00	520,842.89	299,700.00
偿还债务所支付的现金	276,919.08	89,145.00	133,900.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	61,222.66	13,616.26	5,497.99
支付其他与筹资活动有关的现金	78,500.00	1,500.00	0.00
筹资活动现金流出小计	416,641.74	104,261.26	139,397.99
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>1,213.26</b>	<b>416,581.63</b>	<b>160,302.01</b>
现金及现金等价物净增加额	124,205.63	260,582.61	22,255.48
期初现金及现金等价物余额	561,282.87	293,300.26	271,044.78
期末现金及现金等价物余额	685,488.50	553,882.87	293,300.26

资料来源：公司 2016-2017 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	2017年	2016年	2015年
一、将净利润调节为经营活动的现金流量	-	-	-
净利润	13,582.48	9,641.83	20,543.69
资产减值准备	20.60	51.50	0.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,581.94	6,578.64	5,731.87
无形资产摊销	0.07	0.08	0.11
长期待摊费用摊销	35.21	45.35	64.00
财务费用	18,295.71	13,616.26	4,325.80
投资损失	-100.00	-164.73	-68.77
递延所得税资产减少	-5.15	-12.88	0.00
存货减少（减：增加）	-186,854.79	21,574.62	416,367.58
经营性应收项目的减少（减：增加）	-161,229.41	-140,030.45	-164,429.51
经营性应付项目的增加（减：减少）	440,359.06	-12,021.50	428,432.26
经营活动产生的现金流量净额	130,687.74	-100,721.27	-121,768.14
二、现金及现金等价物净变动情况	-	-	-
现金的期末余额	685,488.50	553,882.87	293,300.26
现金的期初余额	561,282.87	293,300.26	271,044.78
现金及现金等价物净增加额	124,205.63	260,582.61	22,255.48

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
资产负债率	48.39%	42.12%	34.09%
流动比率	4.87	6.63	8.03
速动比率	1.74	2.24	1.92
产权比率	93.75%	72.76%	51.72%
收现比	0.76	0.68	1.01
综合毛利率	9.60%	9.17%	11.89%
长期有息债务	1,154,938.49	986,114.61	685,171.55
短期有息债务	116,742.75	144,615.00	65,500.00
有息债务	1,271,681.24	1,130,729.61	750,671.55
有息债务 EBITDA	31.42	35.95	22.88
EBITDA	40,468.93	31,455.04	32,811.45
EBITDA 利息保障倍数	0.71	0.52	0.68

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

## 附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
九江富和污水处理有限公司	15,000	100%	污水处理
九江富和资产管理有限公司	15,000	100%	资产管理
九江富和物业服务有限公司	50	100%	物业管理
九江开城市政工程建设有限公司	15,000	100%	工程施工

资料来源：公司 2017 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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+应付票据+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。