

2013年江门市高新技术工业园有限公司
公司债券 2020 年跟踪
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】跟踪
第【292】号 01

债券简称：
13 江门高新债/PR 江高
新

债券剩余规模：
1.90 亿元

债券到期日期：
2020 年 11 月 4 日

债券偿还方式：
每年付息一次，自本期
债券存续期第 3 年末起，
逐年分别按照债券发行
总额 20%的比例偿还债
券本金

分析师
姓名：
蒋晗 刘惠琼

电话：
0755-82879073

邮箱：
jianghan@cspengyuan.co
m

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

2013 年江门市高新技术工业园有限公司公司债券 2020 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	2020 年 06 月 17 日	2019 年 06 月 23 日

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”）对江门市高新技术工业园有限公司（以下简称“江门高新”或“公司”）及其 2013 年 11 月 4 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，土地被收储业务持续性较好，继续获得外部的较大支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性偏弱，在建项目面临较大的资金压力，且以自营项目为主，未来收益存在一定的不确定性，同时也存在一定的短期偿债压力等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2019 年江门市实现 GDP3,146.64 亿元，同比增长 4.3%；江门市国家高新技术产业开发区（以下简称“江门高新区”）GDP 为 243.90 亿元，同比增长 5.1%，其中高端电子信息制造等先进制造业增加值同比增长 20.6%，区域经济发展仍较好。
- 公司土地被收储业务持续性较好。2019 年公司土地被收储收入实现 10.44 亿元，同比增长 127.95%。截至 2019 年末，公司有 14 宗土地可供江门高新区政府收储，总面积为 55.24 万平方米，账面价值合计 23.23 亿元，土地被收储业务的可持续性较好。
- 公司继续获得外部的较大支持。2019 年当地政府在补贴等方面给予了公司较大支

持，当年获得江门市高新区政府 1.73 亿元的政府补助。

关注：

- **公司资产流动性偏弱。**截至 2019 年末公司资产主要由存货、应收款项、非上市公司股权、在建工程和房屋建筑物构成，其中存货占总资产的 45.20%，主要为土地使用权 27.58 亿元和开发成本 21.14 亿元，部分土地用途为公共用地；应收款项账面价值为 19.91 亿元，占总资产的 18.48%，公司资产被占用较多。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2019 年末公司主要在建项目计划总投资额为 61.84 亿元，未来尚需投入资金 44.46 亿元，资金支出压力较大，且以自营项目为主，未来收益存在一定不确定性。
- **短期内公司面临一定偿债压力。**2019 年末公司有息债务为 30.38 亿元，占总负债的 66.39%，规模仍较大。当期 EBITDA 利息保障倍数为 0.87，2020-2021 年公司需偿还本金达 10.99 亿元，短期内公司面临一定的债务压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,077,582.25	1,007,251.01	912,025.20
所有者权益	619,950.88	616,262.86	623,764.25
有息债务	303,816.52	316,446.20	247,194.85
资产负债率	42.47%	38.82%	31.61%
现金短期债务比	3.94	2.61	2.11
营业收入	109,252.62	57,897.66	17,332.79
其他收益	17,336.78	15,000.00	15,409.06
利润总额	9,613.15	12,199.94	17,558.98
综合毛利率	2.80%	3.86%	14.70%
EBITDA	19,675.80	15,971.90	18,400.32
EBITDA 利息保障倍数	0.87	0.85	0.95
经营活动现金流净额	82,926.68	52,563.45	15,494.22
收现比	0.99	0.64	0.08

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2013 年 11 月 4 日发行 7 年期 9.5 亿元公司债券，原计划用于江门高新区科技创新创业中心、江门高新区物流园、江门高新区科技创新创业园（第一期）、江门高新区科技创新创业园（第二期）和江门高新区市政基础设施建设五个项目。截至 2019 年 12 月 31 日，募集资金账户余额为 5.96 万元。

本期债券募投项目之一“江门高新区物流园”项目为公司原子公司江门高新港务发展有限公司（以下简称“港务公司”）负责的公共码头首期项目的一部分。港务公司于 2016 年 8 月完成了增资扩股程序，增资扩股后，港务公司由公司持股 35%，中国外运股份有限公司实际持有港务公司股份 65%。

2016 年港务公司增资扩股后，公司对港务公司失去控制地位，本期债券募投项目之一“江门高新区物流园”项目不在公司账面反映。本期债券的还本付息仍由公司承担。

二、发行主体概况

2019 年公司名称、注册资本、实收资本及股权结构均未变化，控股股东及实际控制人仍为江门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“江门市国资委”）。

公司系江门高新区重要的基础设施建设和园区运营主体。截至 2019 年末公司主营业务仍为土地相关业务和物业管理业务。

2019 年公司投资设立了江门市合享建材有限公司（以下简称“合享建材公司”）和江门市合誉园林建设有限公司（以下简称“合誉园林公司”），另外，股东将江门高新区创智城物业管理有限公司（以下简称“创智城物管公司”）56.25% 的股权无偿划拨给其他单位。当期末共有 10 家子公司纳入公司合并范围，明细见附录二。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
江门市合享建材有限公司	100.00%	100.00	建材、装饰材料、电线电缆等的销售	新设
江门市合誉园林建设有限公司	100.00%	50.00	工程施工、物业管理	新设

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况				
------------------------	--	--	--	--

子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
江门高新区创智城物业管理有限公司	56.25%	100.00	物业管理	无偿划拨

资料来源：公司 2019 年审计报告

三、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

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、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，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，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。

2019 年以来，在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的基础上，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，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），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。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。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

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

江门市经济保持增长但增速明显放缓，其中进出口总额出现下滑，工业发展动力不足，固定资产投资成为重要的增长动力

2019年江门市实现地区生产总值3,146.64亿元，按照可比价格计算，同比增长4.3%，增速同比下降3.5个百分点，经济增长明显放缓。江门市人均GDP为68,194元，为全国人均GDP的96.19%。分产业来看，第一产业增加值254.23亿元，增长6.3%；第二产业增加值1,352.54亿元，增长2.5%；第三产业增加值1,539.87亿元，增长5.8%。2019年江门市三次产业结构为8.1：43.0：48.9，第二产业对经济增长贡献下滑。

进出口是拉动江门市经济增长的重要动力，2019年，江门市进出口总额1,425.4亿元，同比下滑3.2%。其中，进口总额289.3亿元，下降17.2%；出口总额1,136.1元，增长1.2%，进出口贸易受外部贸易环境影响较大。出口前三大商品为家电、纺织服装、印刷电路，出口值分别为151.4亿元、119.6亿元和57.4亿元，其中家电和印刷电路增长7.3%、1.9%，纺织服装下降5.0%。

2019年江门市规模以上工业增加值增长1.5%，增速同比下降7.9个百分点，工业发展动力有所不足。其中，高技术产业增加值比上年增长17.3%，占规模以上工业增加值的比重为11%，比上年提高1.7个百分点。先进制造业增加值比上年增长4.0%，占规模以上工业增加值的比重为39.6%。优势传统产业增加值比上年增长4.3%。

2019年，江门市固定资产投资规模同比增长8.3%。其中，第一产业投资增长19.2%；工业发展动力不足影响其固定资产投资，第二产业投资下降5.0%，其中工业投资下降5.0%，制造业投资下降3.6%；第三产业投资增长17.4%。2019年房地产开发投资717.45亿元，比上年增长24.8%，商品房施工面积4,163.58万平方米，增长13.8%；竣工面积535.19万平方米，增长14.8%；销售面积666.92万平方米，下降2.6%；销售额514.57亿元，下降10.6%。

表2 江门市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	3,146.64	4.3%	2,900.41	7.8%
其中：第一产业增加值	254.23	6.3%	201.69	4.1%
第二产业增加值	1,352.54	2.5%	1,408.15	8.4%
第三产业增加值	1,539.87	5.8%	1,290.57	7.7%
规模以上工业增加值	-	1.5%	-	9.4%
固定资产投资	-	8.3%	-	9.5%
社会消费品零售总额	1,520.43	8.0%	1,407.58	10.0%

进出口总额	1,425.40	-3.2%	1,473.30	6.4%
存款余额	4,946.81	9.2%	4,528.88	6.0%
贷款余额	3,667.71	16.8%	3,140.85	12.3%
人均 GDP (元)		68,194		63,328
人均 GDP/全国人均 GDP		96.19%		97.96%

资料来源：江门市 2018-2019 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年江门市实现公共财政收入256.80亿元，同比增长5.3%，其中税收收入174.34亿元，占公共财政收入比重为67.89%；实现政府性基金收入241.45亿元；同期江门市公共财政支出为424.02亿元，同比增长12.0%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为60.56%。

江门高新区经济增速有所下滑，固定资产投资增速仍较快，先进制造业是江门高新区工业增长的重要动力

2019年江门高新区（江海区）GDP为243.90亿元，同比增长5.1%，增速下滑。第一产业增加值5.17亿元，增长5.9%；第二产业增加值138.85亿元，增长6.2%；第三产业增加值99.88亿元，增长3.4%。三次产业结构为2.1:56.9:41.0，工业依然为地区经济发展的主要动力。人均GDP为8.87万元，是全国平均水平的125.12%，地区经济水平发展较好。

进出口对江门高新区经济增长贡献较大，2019年江门高新区进出口总额为250.40亿元，同比下滑2.4%，但规模仍较大。进口总额61.0亿元，下降22.1%，出口总额189.4亿元，增长6.2%。

2019年江门高新区工业增加值比上年增长6.6%，规模以上工业增加值增长7.6%。高端电子信息制造等先进制造业增加值比上年增长20.6%，占规模以上工业增加值的比重为73.3%，是江门高新区工业增长的重要动力。

2019年江门高新区固定资产投资为170.62亿元，同比增长15.2%，近年来固定资产投资增速保持在较高水平。其中第二产业投资49.65亿元，增长20.3%，第三产业投资120.97亿元，增长13.2%，二、三产业固定资产投资加速。分类别看，工业项目投资49.65亿元，增长20.3%，占全区固定资产投资的29.1%；房地产开发投资79.88亿元，增长4.6%，占全区固定资产投资的46.8%；基础设施投资39.81亿元，增长56.2%，占全区固定资产投资的23.3%。

表3 江门高新区（江海区）主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	243.90	5.1%	191.48	7.7%

其中：第一产业增加值	5.17	5.9%	4.91	3.3%
第二产业增加值	138.85	6.2%	119.67	11.5%
第三产业增加值	99.88	3.4%	66.90	0.9%
工业增加值	-	6.6%	-	11.5%
固定资产投资	170.62	15.2%	148.10	18.7%
社会消费品零售总额	53.91	5.6%	51.05	2.4%
进出口总额	250.40	-2.4%	256.60	26.1%
人均 GDP（万元）		8.87		7.10
人均 GDP/全国人均 GDP		125.12%		109.83%

资料来源：江门市江海区 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年江门高新区一般公共预算收入14.52亿元，增长8.2%，其中税收收入12.51亿元，增长4.1%。同期一般公共预算支出19.77亿元，增长11.3%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为73.44%。

四、经营与竞争

公司系江门高新区重要的基础设施建设和园区运营主体，主要承担江门高新区的基础设施建设、标准厂房等物业建设和出租等职能。2019 年公司营业收入仍主要来源于土地被收储收入，当期营业收入为 10.93 亿元，土地被收储收入占 95.52%。

此外，公司还有一定的物业管理、租金、代建管理费、借款利息和仓储管理费等其他收入，2019 年合计取得 4,894.71 万元，比上年增长 60.45%，主要系随着江门高新区招商引资的进行，物业出租面积增加，租金及管理费收入增长较快。但其他收入规模仍较小，对公司营业收入贡献有限。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地被收储收入	104,357.91	1.47%	45,782.00	0.70%
土地开发补偿收入	-	-	9,065.03	10.00%
其他收入	4,894.71	31.10%	3,050.63	33.01%
合计	109,252.62	2.80%	57,897.66	3.86%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年公司土地被收储收入大幅增长，但该业务盈利较弱，易受到江门高新区政府土地相关政策的影响而产生波动

公司土地被收储业务模式为：由江门市高新区土储中心（以下简称“区土储中心”）按评估价收购公司土地资产，以土地评估价作为公司土地收储收入。2019 年公司实现土地被收储收入 10.44 亿元，毛利率仅为 1.47%。根据江门市城市规划建设安排，区土储中心收储公司位于江门高新区 3 号地段（以下简称“3 号地”）面积为 232.97 亩的土地作为政府储备地。根据广东信利土地房地产评估有限公司对 3 号地土地使用权市场价值进行评估，评估单价为 6,750 元/平方米，折合 450 万元/亩。经区土储中心与公司一致协商，由区土储中心按照评估价格收储江国用（2009）第 300972 号，土地总价款为 10.44 亿元，由区土储中心安排支付。

表5 2019 年公司土地被收储情况（单位：亩、万元）

土地证号	坐落位置	土地用途	面积	账面价值	确认收入
江国用（2009）第 300972 号	江门高新区 3 号地地段	城镇混合住宅用地	232.97	102,819.34	104,357.91

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司有 14 宗土地可供江门高新区政府收储，总面积为 55.24 万平方米，账面价值合计 23.23 亿元，未来若该等土地被江门高新区相关部门纳入收储计划，土地被收储收入的可持续性较好，但该业务易受到江门高新区政府土地相关政策的影响而产生波动。

2019 年公司未确认土地开发补偿收入，该业务易受江门高新区土地市场行情影响而产生波动

公司担负着江门高新区的园区开发和运营管理、资产管理等职能。据江开发[2013]35 号文，公司自 2013 年开始承担江门高新区主要国有资产（房屋及土地使用权等）的运营和管理职能。

公司土地开发业务模式为：2017 年以前，公司代高新区管委会对土地进行基本整理，管委会对公司整理的土地按 12 万/亩进行支付劳务报酬，公司不确认成本。自 2017 年起，公司土地开发的模式变更为：公司代江门高新产业园区管委会（以下简称“高新区管委会”）出资进行土地一级开发，项目资金由公司自筹，代付的土地拆迁补偿及工程款等支纳入存货-开发成本科目核算，在开发的土地达到可出让条件之后由江门市高新区管委会统一进行招拍挂出让，当相关挂牌土地完成出让之后，公司根据江门市高新区管委会的土地补偿款确认为土地开发补偿收入，未确认为收入的已出让土地的投入成本计入其他应收款。

2019 年公司未确认土地开发补偿收入。公司未结算的土地整理项目均计入开发成本，

2019 年末开发成本账面价值为 21.14 亿元，未来政府对该等土地安排出让之后将会实现收入，但易受江门高新区土地市场行情影响而产生波动，存在一定的不确定性。

公司代建收入较少，对整体营收贡献较小，未来该业务仍具有持续性

公司也担负着江门高新区的基础设施建设职能。公司基础设施建设的模式为：公司作为江门高新区各基础设施建设项目的业主，高新区管委会投入项目资本金后，由公司作为融资平台向银行贷款，贷款本息由高新区管委会安排财政资金偿还。近年来公司确认代建收入很少，对整体营收贡献较小。

截至 2019 年末公司主要代建项目为公共码头疏港公路一期（一行路）和公共码头项目等，计划总投资额为 10.49 亿元，已投资 7.04 亿元，剔除未测算总投的代建工程，未来尚需投资 7.80 亿元，未来基础设施项目代建业务仍具有持续性。

表6 截至 2019 年 12 月 31 日公司主要代建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资
公共码头疏港公路一期（一行路）	54,587.46	2,259.72
公共码头项目	46,300.00	20,657.22
南湖项目	4,000.00	4,049.86
一揽子代建工程项目	-	43,394.68
总计	104,887.46	70,361.48

注：一揽子代建工程项目为多个项目的打包工程，未测算总投。

资料来源：公司提供

公司在建项目以自营为主，未来收入规模有望扩大，但自建项目的收益实现存在一定不确定性

2019 年，公司自营项目中江门高新区科技创新创业中心、江门高新区科技创新创业园（第一期）、江门高新区科技创新创业园（第二期）已于 2017 年建成并开始投入使用，2019 年产生的管理费和租金收入分别为 361.20 万元和 1,380.00 万元，上述项目均为本期债券募投项目，累计总投资为 6.03 亿元，累计已实现收入 3,821.00 万元。

此外，公司还有在建的两个房地产开发项目，分别为宏都新城项目和创智城一期项目，分别已经预售 13,620.08 万元和 4,800.00 万元，已计入预收款项，房地产项目预计于 2020 年完成交付，未来有望为公司增加房屋销售收入。

表7 公司房地产开发项目情况（单位：平方米，万元）

项目名称	建筑面积	已预售面积	总投资	已投资
宏都新城	72,558.40	17,276.18	30,869.00	23,758.00
创智城一期	150,000.00	11,966.00	70,000.00	46,602.00

合计	222,558.40	29,242.18	100,869.00	70,360.00
-----------	-------------------	------------------	-------------------	------------------

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要自建项目计划总投资51.35亿元，累计已投资15.11亿元，未来尚需投入资金36.66亿元。随着未来自营项目完工后投入运营，可为公司带来一定规模的租金收入和房屋销售收入，业务有望多元化，但由于租金收入受当地经济发展和招商情况的影响较大，且房屋销售受当地房地产景气度影响较大，自建项目收益存在一定的不确定性。

表8 截至2019年12月31日公司主要自建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资
创智城项目	235,000.00	51,812.00
江门高新区科技创新创业孵化基地建设项目	199,155.00	48,001.13
江门高新区物流园口岸服务中心项目	13,700.00	17,988.23
产业加速园三期	9,889.93	8,666.00
电子产业港	24,867.19	902.29
宏都新城	30,869.00	23,758.00
总计	513,481.12	151,127.65

注：创智城项目包含创智城一期等多个子项目。

资料来源：公司提供

当地政府在政府补贴等方面继续给予公司较大支持

公司作为江门高新区内重要基础设施建设和园区运营主体，继续得到江门市高新区政府的较大支持，2019年收到政府补助1.73亿元，计入其他收益。

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华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司增加两家子公司合享建材公司与合誉园林公司，减少一家子公司创智城物管公司。

资产结构与质量

公司资产仍以应收款项、土地资产和开发成本为主，整体资产流动性偏弱

截至2019年末公司资产为107.76亿元，小幅增长6.98%，其中流动资产占比下降至

78.93%。

截至2019年末公司货币资金余额为14.96亿元，占总资产的13.89%，无受限情况。当期末应收账款账面价值为5.55亿元，主要为应收区土储中心5.48亿元土地收储款，占总额的98.62%。其他应收款账面价值为14.36亿元，主要为应收政府单位或关联方的往来款，账龄在1年以上的占比在80%以上，其他单位占用公司较多资金。

2019年末存货账面价值为48.71亿元，占总资产的45.20%，主要为土地资产27.58亿元和开发成本21.14亿元。其中开发成本主要为未竣工结算的代建项目、土地整理项目成本以及地产项目的已投入成本。

截至2019年末公司拥有土地29宗，分别计入存货-开发成本和在建工程，总面积为162.37万平方米，均已办妥产权证书。其中8宗账面价值为4.39亿元的土地用途为公路用地或公共设施用地，另外有1宗账面价值为1.93亿元的土地为划拨的港口码头用地。其余20宗账面价值为23.63亿元的土地性质为出让，面积合计为71.50万平方米，用途主要为城镇混合住宅用地，其中已抵押0.89亿元。

2019年末长期股权投资账面价值为6.37亿元，同比增长193.33%，主要系公司新增对江门华铭房地产开发公司（以下简称“华铭房地产”）3.84亿元的投资，公司持股比例为49%。当期末投资性房地产账面价值为7.28亿元，主要为待出租的房屋建筑物，同比增长33.94%，主要系科技园-创智城项目部分完工后转入所致，投资性房地产已抵押2.23亿元。在建工程账面价值为7.17亿元，主要为科技园-创智城项目5.29亿元和江门高新区物流园口岸服务中心项目0.89亿元，其中包含了部分土地使用权。

综上，公司资产主要由存货、应收款项、非上市公司股权以及货币资金构成，其中代建工程成本、自建项目成本以及土地占51.85%，部分土地用途为公共用地；应收款项占用公司较多资金，另外已抵押资产3.29亿元，公司整体资产流动性偏弱。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	149,644.87	13.89%	114,970.24	11.41%
应收账款	55,459.66	5.15%	26,261.31	2.61%
其他应收款	143,618.92	13.33%	188,871.93	18.75%
存货	487,116.86	45.20%	515,186.18	51.15%
流动资产合计	850,491.79	78.93%	850,987.12	84.49%
长期股权投资	63,650.95	5.91%	21,699.34	2.15%
投资性房地产	72,842.59	6.76%	54,385.56	5.40%

在建工程	71,685.39	6.65%	62,303.79	6.19%
非流动资产合计	227,090.46	21.07%	156,263.89	15.51%
资产总计	1,077,582.25	100.00%	1,007,251.01	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入保持增长，但综合毛利率较低，政府补贴对公司盈利贡献较大

2019年公司营业收入为10.93亿元，同比增长88.70%，主要来源土地被收储收入。由于土地被收储业务毛利率低至1.47%，导致公司综合毛利率下滑至2.80%。未来土地相关业务收入受江门市土地出让市场以及地方财政的影响或存在较大波动。截至2019年末公司自建项目总投资为51.35亿元，规模较大，未来自营项目建成后公司租赁收入将有望扩大，同时若自建房地产项目顺利出售，将实现较大规模的房屋销售收入；但该等收入的实现与江门高新区的招商情况和房地产景气度有较大关联，收益实现存在一定的不确定性。

由于2019年公司综合毛利率较低，利息支出等费用较多，营业利润主要靠其他收益进行补足。公司2019年收到政府补贴1.73亿元，计入其他收益，是当期利润总额的180.34%，政府补贴对公司盈利贡献较大。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	109,252.62	57,897.66
其他收益	17,336.78	15,000.00
营业利润	9,104.27	11,835.40
利润总额	9,613.15	12,199.94
综合毛利率	2.80%	3.86%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，但在建项目尚需投资金额较多，面临较大的资金压力

2019年公司业务收现比上升至0.99，主营业务收现能力表现有所改善。2019年公司收到较多往来款，经营活动现金净流入8.29亿元，表现较好。

2019年公司投资活动现金净流出规模较大，主要增加自建工程投资 2.39 亿元和新增对华铭房地产等公司的投资支付 3.95 亿元。

2019年公司筹资活动现金流入主要为银行借款 5.20 亿元和收到专项资金 5.98 亿元，偿还债务和支付利息费用等支出 9.49 亿元，当期筹资活动净流入 1.21 亿元。

截至 2019 年末，公司主要在建项目计划总投资 61.84 亿元，除未测算总投资的项目之外，其余项目未来尚需投入资金 44.46 亿元，未来资金支出压力较大。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.99	0.64
销售商品、提供劳务收到的现金	107,932.46	37,078.59
收到的其他与经营活动有关的现金	171,275.64	119,493.63
经营活动现金流入小计	279,335.88	156,572.22
购买商品、接受劳务支付的现金	21,371.20	44,352.32
支付的其他与经营活动有关的现金	173,487.70	57,073.52
经营活动现金流出小计	196,409.20	104,008.76
经营活动产生的现金流量净额	82,926.68	52,563.45
投资活动产生的现金流量净额	-60,305.60	-50,740.03
筹资活动产生的现金流量净额	12,117.64	-6,409.63
现金及现金等价物净增加额	34,738.71	-4,586.20

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模仍较大，短期内仍面临一定的偿债压力

2019年末公司负债同比增长17.04%，所有者权益保持稳定，产权比率上升至73.82%，所有者权益对负债总额的覆盖程度有所下降。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	457,631.37	390,988.15
所有者权益	619,950.88	616,262.86
产权比率	73.82%	63.45%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司负债结构稳定，仍以非流动负债为主。应付账款余额为1.39亿元，主要为应付工程款及征地款。预收款项主要为公司收到的购房款1.84亿元。其他应付款余额为3.80亿元，主要为公司与关联方的往来款2.86亿元。

2019年末长期借款余额为18.62亿元，占总负债的40.69%，由保证借款10.92亿元、质押借款6.50亿元和抵押借款1.20亿元构成，无一年内到期的情况。2019年末应付债券余额为6.18亿元，主要为公司发行的13江门高新债本金1.90亿元、15江门高新债本金4.80亿元和17江门高新PPN001本金3.00亿元，其中3.50亿元已计入一年内到期的非流动负债。2019

年末长期应付款余额为9.57亿元，主要为平安融资租赁公司的借款1.78亿元和代建工程专项资金7.40亿元。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	13,866.93	3.03%	10,475.21	2.68%
预收款项	19,112.45	4.18%	12,904.46	3.30%
其他应付款	38,000.53	8.30%	22,934.01	5.87%
一年内到期的非流动负债	35,000.00	7.65%	44,000.00	11.25%
流动负债合计	109,010.47	23.82%	90,503.76	23.15%
长期借款	186,205.00	40.69%	149,198.00	38.16%
应付债券	61,761.55	13.50%	96,526.80	24.69%
长期应付款	95,654.36	20.90%	48,626.03	12.44%
非流动负债合计	348,620.90	76.18%	300,484.39	76.85%
负债合计	457,631.37	100.00%	390,988.14	100.00%
其中：有息债务	303,816.52	66.39%	316,446.20	80.93%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由银行借款、应付债券及非标借款构成，2019年末有息债务余额为30.38亿元，同比减少3.99%，占总负债的66.39%，规模仍较大。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表来看，2020-2021年公司需偿还本金达10.99亿元，短期内公司面临一定的债务压力。

表14 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年及以后
本金	64,119.13	45,754.86	87,612.01	106,330.52

资料来源：公司提供

2019年末公司负债规模有所增加，资产负债率上升至42.47%，同比增加3.65个百分点，现金短期债务比为3.94，现金类资产对短期有息债务的覆盖程度较好。由于利息支出规模较大，2019年EBITDA利息保障倍数和有息债务/EBITDA分别为0.87和15.44，处于偏低水平。考虑到公司土地抵押较少，大部分仍可用于抵押融资，公司具备一定的再融资能力和财务弹性。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	42.47%	38.82%

现金短期债务比	3.94	2.61
EBITDA 利息保障倍数	0.87	0.85
有息债务/EBITDA	15.44	19.81

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、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2017年1月1日至报告查询日（2020年6月15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

2019 年江门市及江门高新区经济总量保持较快增长，外部环境仍较好，为公司的发展提供了良好的基础，公司土地被收储业务持续性较好。继续获得外部的较大支持。

同时中证鹏元也关注到，公司在建项目未来尚需投入资金 44.46 亿元，资金支出压力较大，且主要为自营项目，未来收益存在一定的不确定性。资产主要为土地使用权、开发成本和应收款项，其他单位占用公司资金较多，部分土地用途为公共用地，资产流动性偏弱。有息债务规模仍较大，2020-2021 年公司需偿还本金达 10.99 亿元，短期内仍面临一定的偿债压力。

基于以上情况，经中证鹏元综合评定：维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

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	149,644.87	114,970.24	73,826.52
其他应收款	143,618.92	188,871.93	154,094.21
存货	487,116.86	515,186.18	579,713.45
流动资产合计	850,491.79	850,987.12	808,944.56
非流动资产合计	227,090.46	156,263.89	103,080.64
资产总计	1,077,582.25	1,007,251.01	912,025.20
短期借款	3,000.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	35,000.00	44,000.00	35,000.00
流动负债合计	109,010.47	90,503.76	147,037.16
长期借款	186,205.00	149,198.00	800.00
应付债券	61,761.55	96,526.80	131,394.85
长期应付款	95,654.36	48,626.03	2,895.38
非流动负债合计	348,620.90	300,484.39	141,223.79
总负债	457,631.37	390,988.15	288,260.95
有息债务	303,816.52	316,446.20	247,194.85
所有者权益	619,950.88	616,262.86	623,764.25
营业收入	109,252.62	57,897.66	17,332.79
其他收益	17,336.78	15,000.00	15,409.06
营业利润	9,104.27	11,835.40	16,573.19
利润总额	9,613.15	12,199.94	17,558.98
经营活动产生的现金流量净额	82,926.68	52,563.45	15,494.22
投资活动产生的现金流量净额	-60,305.60	-50,740.03	-14,580.99
筹资活动产生的现金流量净额	12,117.64	-6,409.63	-28,661.68
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	2.80%	3.86%	14.70%
收现比	0.99	0.64	0.08
产权比率	73.82%	63.45%	46.21%
资产负债率	42.47%	38.82%	31.61%
现金短期债务比	3.94	2.61	2.11
EBITDA（万元）	19,675.80	15,971.90	18,400.32
EBITDA 利息保障倍数	0.87	0.85	0.95
有息债务/EBITDA	15.44	19.81	16.85

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019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
江门市高新技术工业园物业管理有限公司	500.00	100.00%	物业管理、不动产销售
江门市高新工业园投资开发有限公司	3,000.00	100.00%	投资开发高新区土地
江门市高新技术创业服务中心有限公司	4,000.00	100.00%	科技信息、企业创业等服务
江门市志合置业开发有限公司	7,366.00	100.00%	房地产开发
江门市富新投资有限公司	500.00	100.00%	投资开发
江门珠西创城投资有限公司	1,000.00	100.00%	投资开发
江门高新区投资控股有限公司	100.00	100.00%	租赁和商务服务业
江门高新区总部科技园有限公司	16,000.00	56.25%	租赁和商务服务业
江门市合享建材有限公司	100.00	100.00%	建材、装饰材料、电线电缆等的销售
江门市合誉园林建设有限公司	50.00	100.00%	工程施工、物业管理

资料来源：公司 2019 年审计报告

附录三 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	$\text{短期借款} + 1 \text{ 年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款 (有息)}$

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。