

2015 年宜春市创业投资有限公司  
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【591】号 01

债券简称: 15 宜春创投  
债/PR 宜创债

债券剩余规模: 4 亿元

债券到期日期: 2022 年  
3 月 23 日

债券偿还方式: 每年付  
息一次, 在债券存续期  
的第 3 至 7 年末分别按  
照债券发行总额 20% 的  
比例偿还债券本金

分析师

姓名:  
张旻燊 秦风明

电话:  
021-51035670

邮箱:  
zhangmy@cspengyuan.c  
om

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](http://www.cspengyuan.com)

## 2015 年宜春市创业投资有限公司公司债券 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 24 日	2019 年 06 月 21 日

评级观点:

中证鹏元资信评估有限公司(以下简称“中证鹏元”)对宜春市创业投资有限公司(以下简称“宜春创投”或“公司”)及其 2015 年 3 月 23 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外部运营环境较好, 为公司发展提供了良好基础, 公司收入规模保持增长且回款情况较好, 公司获得一定程度的外部支持; 同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱, 面临一定的资金压力和较大的偿债压力, 以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面:

- 外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础。2019 年宜春市实现地区生产总值 2,687.57 亿元, 同比增长 7.6%, 区域经济保持较快增长, 其中医药、电子信息、先进装备制造业等几大重点产业发展势头较好, 继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司收入规模保持增长, 工程建设业务具有一定持续性。2019 年, 公司的营业总收入为 10.20 亿元, 同比增长 36.49%; 截至 2020 年 3 月末, 公司主要在建项目合计总投资额 38.90 亿元, 累计已投资 21.63 亿元, 公司工程建设业务具有一定持续性。
- 公司继续获得的一定程度的外部支持。2019 年公司收到财政补贴 5,065.00 万元, 一定程度提升公司利润水平。

## 关注：

- **公司资产流动性较弱。**2019 年末，公司的资产主要由其他应收款、存货和投资性房地产构成，三项合计占公司总资产的 79.74%；其他应收款中有 1.5 亿元与民营企业的往来款，存在一定回收风险；存货全部为拟开发土地，且已抵押土地占 2019 年末土地账面价值的 14.92%；投资性房地产系小区公寓、酒店资产等，变现能力欠佳，资产整体流动性较弱。
- **公司面临一定的资金压力。**截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目尚需投入资金 17.27 亿元，面临一定的资金压力。
- **公司有息债务规模增加，整体偿债压力加大。**2019 年末公司有息负债规模为 559,210.78 万元，同比大幅增长 70.92%，占年末总负债的比重为 67.15%，2019 年公司有息债务/EBITDA 为 16.87，息税前利润对有息债务的保障程度仍欠佳，公司偿债压力进一步加大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额为 97,000.00 万元，占 2019 年末公司所有者权益合计的 7.48%，对外担保对象部分为民营企业且均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

## 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,128,886.58	1,610,587.47	861,827.30
所有者权益	1,296,101.10	1,213,760.74	575,298.53
有息债务	559,210.78	327,172.49	262,385.00
资产负债率	39.12%	24.64%	33.25%
现金短期债务比	2.16	0.94	1.93
营业收入	101,960.98	74,702.96	66,871.96
其他收益	5,066.86	5,115.78	5,787.24
利润总额	25,965.08	16,922.27	14,968.34
综合毛利率	17.70%	17.77%	15.15%
EBITDA	33,156.97	18,858.79	16,400.58
EBITDA 利息保障倍数	1.37	1.02	0.74
经营活动现金流净额	42,639.69	5,013.96	-26,182.84
收现比	1.32	1.19	0.91

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

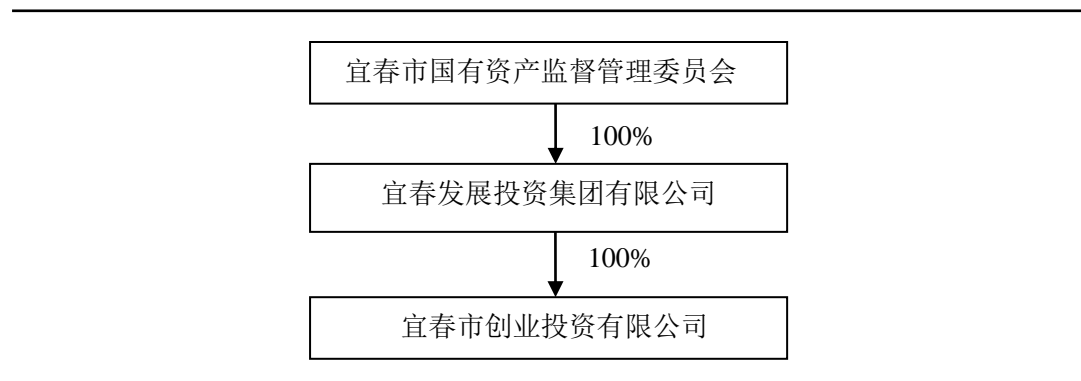
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年3月23日发行7年期10亿元公司债券，募集资金原计划全部用于宜春国家锂电新能源高新技术产业园项目。截至2018年3月28日，募集资金已使用完毕，募集资金账户已销户。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司的控股股东及实际控制人均未发生变化，公司控股股东仍为宜春发展投资集团有限公司，持股比例仍为100%，实际控制人仍为宜春市国有资产监督管理委员会。公司注册资本依然为10亿元，实收资本依然为5.5亿元。根据公司公告，2020年5月公司经营范围发生变更，经营范围增加：教育投资、咨询，学前教育，产业投资，咨询顾问，农业投资，旅游投资开发。

**图1 截至2020年5月底公司产权及控制关系图**



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

2019年公司新纳入合并报表范围内子公司共6家；截至2019年末，公司合并报表范围共有子公司15家。2019年公司合并范围变化情况如下表所示。

**表1 2019年公司新纳入合并报表范围子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	注册资 本	持股比 例	主营业务	取得 方式
江西省宜创锂电新能源技术服务有限责任公司	3,000.00	80%	锂电新能源产业的技术开发、技术咨询、技术合作、技术转让、技术服务、分析检测	设立
宜春创慧科技有限公司	1,000.00	60%	批发办公自动化设备，电子产品、计算机软硬件、监控系统设备、综合布线等	设立

江西创泽建筑工程有限责任公司	2,000.00	85%	建筑工程施工总承包贰级、市政公用工程施工总承包叁级、机电工程总承包叁级等	设立
宜春市创合新能源投资有限公司	5,000.00	100%	机械设备制造；工业地产开发；汽车及零部件制造；新能源技术开发；新能源汽车制造；材料销售；厂房租赁	设立
宜春经诚项目发展有限责任公司	1,000.00	100%	国有资产并购、收购、运营管理及出租或出让；物业管理等	设立
宜春市经兴商贸有限公司	1,000.00	100%	强化复合地板与相关产品的加工、销售	设立

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 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；战略性新兴服务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 万亿元，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定调下，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

### 2019年宜春市经济保持增长，但增速有所放缓

2019年宜春市地区生产总值2,687.57亿元，同比增长7.6%，增速略有下滑。其中第一产业实现增加值296.54亿元，增长3.0%；第二产业实现增加值1,136.31亿元，增长7.7%；第三产业实现增加值1,254.42亿元，增长8.9%；三次产业结构由2018年的12.4:44.8:42.8调整为2019年的11.0:42.3:46.7，第三产业占比提升至第一，成为宜春市主导产业。2019年宜春市人均GDP为48,182元，占全国人均GDP的67.97%。

工业经济方面，2019年宜春市规模以上工业增加值同比增长8.4%，整体增速较去年有所提高，其中规模以上轻工业增加值同比增长5.5%，重工业增加值增长10.9%。分行业看，采矿业增加值增长1.9%，制造业增长9.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降3.3%。全市锂电新能源、医药、电子信息、先进装备制造业、建材、食品、纺织和化工等八大重点产业工业增加值增长6.8%，增速较上年提高4.2个百分点，其中锂电新能源产业受行业景气度下滑影响同比仅增长2.7%，而中医药产业、装备制造业和战略性新兴产业增加值分别增长19.5%、8.2%和16.6%，是工业经济保持快速增长的主要动力。

固定资产投资方面，2019年全年500万元以上固定资产投资比上年增长9.5%。其中第一、二、三产业分别增长-73.9%、9.8%和23.4%，第三产业增速较快。分投资主体看，国有投资大幅增长82.2%，非国有投资下降0.4%，其中民间投资下降3.3%，占固定资产投资的比重为73.5%，比重较上年下降9.8个百分点。整体来看，2019年宜春市固定资产投资主要靠国有投资拉动。此外，全年房地产开发投资216.84亿元，比上年增长12.7%，其中，住宅和商用用房投资额分别为173.88亿元和35.41亿元，同比增长10.8%和30.8%；商品房销售面积及销售额同比分别增长10.1%和21.8%。

消费方面，2019年宜春市社会消费品零售总额增同比增长11.4%，增速仍较快。进出口总额同比增长7.6%，增速较上年有大幅提升，主要系外贸出口增长16.4%所致。

**表2 2018-2019年宜春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	增长率	金额	增长率
地区生产总值	2,687.57	7.6%	2,180.85	8.1%
第一产业增加值	296.54	3.0%	269.17	3.4%
第二产业增加值	1,136.31	7.7%	977.51	7.4%
第三产业增加值	1,254.42	8.9%	934.17	10.9%
规模以上工业增加值	-	8.4%	-	6.3%
固定资产投资（500万以上）	-	9.5%	-	11.0%



社会消费品零售总额	752.8	11.4%	676.03	10.7%
进出口总额	208.3	7.6%	193.60	0.7%
存款余额	3,606.93	-	3,261.13	13.27%
贷款余额	2,699.08	-	2,318.9	21.26%
当地人均 GDP（元）		48,182		39,199
当地人均 GDP/全国人均 GDP		67.97%		60.47%

注：标“-”为未公开披露数据。

资料来源：2018-2019年宜春市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年宜春市实现一般公共预算收入246.2亿元，同比增长4.1%；其中税收收入占比73.9%；实现政府性基金收入329.4亿元，同比增长39.5%。同年宜春市一般公共预算支出为620.8亿元，同比增长18.6%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为39.66%

#### 锂电新能源作为当地主导产业，引领宜春市经开区快速发展

宜春经开区作为国家级经济技术开发区，园区管辖面积27.01平方公里，建成面积约24平方公里。宜春经开区逐步形成了以新能源、新材料、电子信息为主导的产业体系。围绕打造“亚洲锂都”，将锂电产业作为“首位产业”来打造，已落户企业100多家，形成了“锂矿开采、锂云母加工、碳酸锂提取、锂电池材料生产、锂电池制造、新能源汽车生产”的全产业链，聚集了远东福斯特、科陆电子、杉杉能源、清陶能源、合纵锂业、正拓新能源、赣锋锂业、江特九龙SUV、宜春客车厂等一大批锂电项目。新材料产业聚集了兴发铝业、明冠新材料、盛富莱、雄塑科技等一批国内外行业龙头企业，呈现出投资规模大、产品市场好、技术含量高的特点。电子信息产业聚集了创维电子、碧彩电子、苏强格、中天机械、六和电子、三龙电气等龙头骨干企业，拥有一批中国、省级驰名商标，产品竞争力位居行业前列。

2018年宜春市经开区实现公共财政收入14.15亿元，同比增长5.59%，其中税收收入13.30亿元，占公共财政收入比重为93.94%；实现政府性基金收入6.44亿元，同比降低12.91%；同期宜春市经开区公共财政支出为8.09亿元，同比降低43.15%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为174.91%。

## 四、经营与竞争

公司主要负责宜春经开区内的基础设施建设业务，2019年公司营业收入为101,960.98万元，同比增长36.49%，主要系公司贸易业务板块收入增加所致。2019年公司贸易收入规模共计23,359.63万元。公司其他收入主要系子公司宜春市创益资产管理有限公司产生的租金收入，2019年公司新增少量工程安装收入、汽车租赁收入及其他收入。毛利率方面2019

年公司毛利率为17.70%，较上年变化不大。

**表3 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
工程建设收入	70,928.22	13.18%	68,779.87	13.04%
工程安装收入	51.62	52.59%	-	-
贸易收入	23,359.63	5.04%	1,470.64	2.54%
<b>主营业务小计</b>	<b>94,339.47</b>	<b>11.19%</b>	<b>70,250.51</b>	<b>12.82%</b>
租金收入	6,812.19	98.08%	4,452.45	95.80%
汽车租赁收入	238.12	100.00%	-	-
其他	571.20	100.00%	-	-
<b>其他业务小计</b>	<b>7,621.51</b>	<b>98.29%</b>	<b>4,452.45</b>	<b>95.80%</b>
<b>合计</b>	<b>101,960.98</b>	<b>17.70%</b>	<b>74,702.96</b>	<b>17.77%</b>

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

公司收入规模保持增长，但收入规模易受当年在建项目及其施工进度的影响；公司在建项目具有一定规模，未来持续性较好，但面临一定的资金压力

2018年以后公司就承担的经开区建设项目与管委会的全资子公司宜春市金园投资有限责任公司（以下简称“金园投资”）签订委托代建协议，协议约定收购价款包括代建投资额、资金占用成本及投资回报（不超过项目总投资的15%），由金园投资按照项目总收购价款安排逐年支付代建款。2019年公司实现工程建设业务收入70,928.22万元，同比增长3.12%。工程建设项目收入是公司营业收入的主要来源，收入规模易受当年在建项目规模及其施工进度的影响而出现波动。

截至2020年3月末，公司主要在建项目合计总投资额38.90亿元，累计已投资21.63亿元，公司工程建设业务具有一定持续性；但主要在建项目尚需投资约17.27亿元，公司面临一定的资金压力。

**表4 截至2020年3月末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资额	累计已投资	尚需投资
经济技术开发区路面提升改造项目	8.70	6.00	2.70
宜春国家锂电新能源高新技术产业园项目 <sup>注</sup>	21.14	14.13	7.01
污水处理厂三期项目	9.06	1.50	7.56
<b>合计</b>	<b>38.90</b>	<b>21.63</b>	<b>17.27</b>

注：募投项目暂不体现在公司帐上，公司每年进行投入，根据当年投入金额结转成本，确认工程建设收入

资料来源：公司提供

贸易收入及租金收入对公司主营业务形成一定补充

2019年公司贸易业务收入大幅增加，公司贸易业务主要由子公司宜春创通贸易有限公司（以下简称“创通贸易”）负责，销售材料主要包括新能源整车及配件、钢筋、水泥、混凝土、砂石等建材。2019年创通贸易与众联天下汽车销售服务有限公司（以下简称“众联天下”）签署了其新能源整车在江西区域的总代理商，该业务收入于2019年大幅增加至23,359.63万元。公司租金类收入系子公司宜春创益资产管理有限公司对宜春市经开区管委会大楼的收取租金产生的收入，此类业务毛利率较高，规模相对较大，未来收入较为稳定，2019年公司租金收入为6,812.19万元，综合来看公司贸易收入及租金收入对公司主营业务形成一定补充。

公司为宜春经济技术开发区重要的基础设施建设主体及投融资主体，2019年公司继续获得一定程度的外部支持。根据《宜春市经济技术开发区财政局关于财政补贴等事项的通知》，2019年公司收到宜春市经开区财政补贴5,065.00万元。

## 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亚太（集团）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年公司新纳入合并范围子公司6家，截至2019年末，公司纳入合并报表范围的各级子公司15家，详见附录二。

### 资产结构与质量

**2019年公司资产规模保持增长，但资产以应收款项、土地资产、投资性房地产等为主，整体流动性仍偏弱**

2019年公司资产规模保持增长，年末总资产规模为2,128,886.58万元，较2018年末增长32.18%，公司资产的增长主要集中在货币资金、其他应收款、投资性房地产。从结构来看，2019年末流动资产占总资产的比例为51.90%。

表5 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	166,125.47	7.80%	28,757.48	1.79%
应收账款	142,366.14	6.69%	155,653.94	9.66%

其他应收款	351,573.88	16.51%	284,016.46	17.63%
存货	430,151.33	20.21%	442,161.39	27.45%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,104,832.08</b>	<b>51.90%</b>	<b>921,113.07</b>	<b>57.19%</b>
可供出售金融资产	61,871.12	2.91%	14,600.00	0.91%
投资性房地产	915,768.27	43.02%	470,932.00	29.24%
固定资产	14,548.14	0.68%	146,831.39	9.12%
在建工程	22,651.28	1.06%	51,116.91	3.17%
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,024,054.50</b>	<b>48.10%</b>	<b>689,474.39</b>	<b>42.81%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,128,886.58</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,610,587.47</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货组成。2019年末公司货币为166,125.47万元，较上年末大幅增长477.68%万元，主要系2019年度公司新增借款和发行“19宜创管廊债”获得现金所致；截至2019年末公司货币资金受限规模为607.05万元。应收账款主要系应收江西宜春经济开发区财政局、金园投资的工程款，截至2019年底，公司应收账款账面价值142,366.14万元，同比下降8.54%；账龄1年以内的占64.55%，1至2年的占35.45%，实际回收时间受当地财政影响较大、存在一定不确定性，对公司资金形成一定占用。其他应收款主要系应收往来款，2019年末公司的其他应收款规模为351,573.88万元，较2018年末增长23.79%；从结构来看，余额前五名的企业占其他应收款整体规模的85.37%，均为往来款；从账龄来看，1年以内的占38.46%，1-2年的占比35.43%，2年以上的占比26.11%，部分款项账龄偏长，且部分企业为民营企业，未来实际回收时间存在一定不确定性，需关注后续资金回收风险。公司存货全部系拟开发土地，2019年末账面价值为430,151.33，同比减少2.72%，主要系公益性资产划出所致，其中价值64,192.85万元的土地已办理抵押，占2019年末土地账面价值的14.92%。

**表6 截至 2019 年末公司其他应收款欠款前五大单位情况（单位：万元）**

单位名称	款项的性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额合计数的比例(%)
江西经都实业有限公司	往来款	41,489.35	1 年以内	11.80
		82,043.70	1-2 年	23.34
		30,000.00	2-3 年	8.53
		2,490.21	3 年以上	0.71
江西宜春经济开发区财政局	往来款	32,045.02	1 年以内	9.11
		10,485.15	1-2 年	2.98
		19,989.86	2-3 年	5.69
		12,643.15	3 年以上	3.60

宜春市金园投资 有限责任公司	往来款	23,740.95	1年以内	6.75
		10,000.00	1-2年	2.84
宜春市金源水务 有限公司	往来款	20,225.98	1-2年	5.75
江西金辉锂业有 限公司	往来款	15,000.00	1-2年	4.27
<b>合计</b>	-	<b>300,153.37</b>	-	<b>85.37</b>

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产、投资性房地产以及在建工程构成。2019年末公司可供出售金融资产规模为61,871.12万元，较上年末大幅增长323.77%，主要系公司新增对宇泰（江西）新能源有限公司、宇泽（江西）半导体有限公司等公司的投资。2019年公司投资性房地产增加至915,768.27万元，主要系当期管委会收回部分公益性资产（调减22,565.63万元）、以市场化方式获得了开元酒店、万豪酒店、罗宾板业、六星汽车城等土地、房屋及厂房设备资产以及当期部分资产转为公允价值计量后的评估增值所致，其中价值47,168.22万元的产权证尚在办理中，已在房管局办理备案。截至2019年底，公司固定资产规模为14,548.14万元，同比大幅减少90.09%，主要系公司将公益性资产划出所致，根据公司公告，2019年公司划出的公益性资产在固定资产中账面价值为129,979.19万元。

整体来看，2019年公司资产规模保持增长，但资产中应收款项、土地资产、投资性房地产占比较大，整体流动性偏弱。

## 盈利能力

公司收入规模保持增长，自身盈利能力尚可，公允价值变动损益对利润总额影响较大

2019年公司实现营业收入101,960.98万元，较上年末增加36.49%，主要仍为工程建设收入。公司贸易业务增长较快，2019年收入为23,359.63万元；租金业务收入为6,812.19万元，同比增长53.00%，对公司主营业务形成一定补充。2019年公司综合毛利率为17.70%，同比变化不大。

利润方面，2019年，公司利润总额主要由经营性业务利润和公允价值变动损益构成。2019年公司公允价值变动损益大幅增加至11,784.32万元，主要系当期投资性房地产的市场化估值变动所致，未来该收益存在一定不确定性。2019年公司其他收益5,066.86万元，为政府补助，较上年有所减少。2019年政府补助占当期利润总额的19.51%，对利润总额做出一定贡献。

**表7 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
营业收入	101,960.98	74,702.96
营业利润	26,013.29	16,922.32
投资收益	257.33	11.71
其他收益	5,066.86	5,115.78
公允价值变动损益	11,784.32	-
利润总额	25,965.08	16,922.27
综合毛利率	17.70%	17.77%

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有所改善，公司在建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金压力

经营活动方面，2019年公司收现比为1.32，公司资金回笼情况同比有所改善。2019年公司往来款现金收支规模较去年同期增长较快，2019年公司收到、支付的往来款现金净流出18,655.65万元，净流出规模同比减少11,960.94万元。受益于资金回笼情况改善以及往来款净流出规模减少，2019年公司经营活动现金净流入42,639.69万元。

投资活动方面，由于2019年公司赎回银行理财产品得到的现金规模较去年大幅减少，2019年公司投资活动现金净流出97,543.14万元。公司投资活动支出主要为市场化购入开元酒店、万豪酒店等资产的支出。

筹资活动方面，公司主要通过银行、融资租赁公司借款以及发行债券等方式进行融资。2019年公司银行借款及融资租赁规模同比有所上升，债券融资规模同比大幅增长，使当年公司筹资活动现金流净流入191,664.39万元。截至2020年3月末，公司主要在建项目尚需投资17.27亿元，面临一定的资金压力。

**表8 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	1.32	1.19
销售商品、提供劳务收到的现金	134,167.42	88,586.29
收到的其他与经营活动有关的现金	440,159.17	129,934.84
经营活动现金流入小计	574,326.59	218,521.13
购买商品、接受劳务支付的现金	74,060.82	58,429.64
支付的其他与经营活动有关的现金	454,264.06	154,305.29
经营活动现金流出小计	528,324.88	213,507.17

经营活动产生的现金流量净额	42,639.69	5,013.96
投资活动产生的现金流量净额	-97,543.14	-45,451.73
筹资活动产生的现金流量净额	191,664.39	3,858.90
现金及现金等价物净增加额	136,760.95	-36,578.87

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

公司有息债务规模增长较快，息税前利润对有息债务的保障程度仍欠佳，整体偿债压力加大

2019年根据宜春市人民政府办公室抄告单（宜府办抄字【2019】150号），将工业四路、规划二路等10条道路划拨至宜春市金源水务有限公司，减少资本公积129,791.19万元。2019年根据宜春经济技术开发区管理委员会关于将金园街道办事处、卫生服务中心建设用地及建筑物等资产从宜春市创业投资有限公司划出的通知，减少资本公积22,565.63万元。但由于公司2019年评估资产增值规模较大，2019年末公司所有者权益规模为1,296,101.10万元，同比有所上升。公司负债规模大幅增长，2019年末公司负债规模同比增长109.86%至832,785.48万元。随着负债规模的大幅增长，2019年末公司产权比率上升31.56个百分点至64.25%，净资产对债务的保障能力下降。

表9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	832,785.48	396,826.72
所有者权益	1,296,101.10	1,213,760.74
产权比率	64.25%	32.69%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债构成来看，公司负债以非流动负债为主，2019年末公司非流动负债占总负债的比重达到73.78%。公司的流动负债以应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。2019年公司新增2,000万元短期借款，为保证借款；新增11,000万元应付票据，为银行承兑汇票。2019年末公司应付账款规模为23,739.17万元，同比变化不大，主要为应付宜春交通投资集团有限公司的工程款。2019年其他应付款账面余额除去应付利息为101,406.29万元，较上年大幅增长，主要系企业往来款增加所致。2019年末，公司一年内到期的非流动负债为63,994.47万元，系一年内到期的长期应付款30,694.47万元、一年内到期的长期借款13,300万元和一年内需偿付的本期债券部分本金20,000万元。

**表10 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
短期借款	2,000.00	0.24%	0.00	0.00%
应付票据	11,000.00	1.32%	0.00	0.00%
应付账款	23,739.17	2.85%	20,003.16	5.04%
其他应付款	108,986.36	13.09%	26,181.42	6.60%
一年内到期的非流动负债	63,994.47	7.68%	30,438.44	7.67%
<b>流动负债合计</b>	<b>218,363.12</b>	<b>26.22%</b>	<b>100,092.67</b>	<b>25.22%</b>
长期借款	113,083.20	13.58%	107,800.00	27.17%
应付债券	280,000.00	33.62%	140,000.00	35.28%
长期应付款	89,133.11	10.70%	48,934.05	12.33%
递延所得税负债	132,206.05	15.88%	-	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>614,422.36</b>	<b>73.78%</b>	<b>296,734.05</b>	<b>74.78%</b>
<b>负债合计</b>	<b>832,785.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>396,826.72</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	559,210.78	67.15%	327,172.49	82.45%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款及递延所得税负债构成。公司长期借款系保证借款、质押借款和质押+担保借款，2019年末公司长期借款账面余额为113,083.20万元，较上年增长4.90%。应付债券方面，2019年公司新增光大银行2019年度第一期定向债务融资工具20,000万元、光大银行2019年度第二期定向债务融资工具90,000.00万元和19宜春管廊债50,000.00万元，15宜春创投债20,000.00万元转入一年内到期的非流动负债核算，2019年末公司应付债券净增加140,000.00万元。长期应付款主要系应付转贷、应付融资租赁款，2019年末公司长期应付款为89,133.11万元，较上年末上涨82.15%，主要系新增华夏金融租赁有限公司、中航国际租赁有限公司和湖北金融租赁股份有限公司的融资租赁款所致。2019年公司新增递延所得税负债132,206.05万元，主要系投资性房地产市场化估值增值部分预提所得税所致。

2019年公司进一步加大融资力度，发行债务融资工具，使得年末有息负债较2018年增长70.92%至559,210.78万元，偿债压力进一步加大。从公司未来三年有息负债偿还计划来看，2022年公司偿债压力较大。

**表11 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）**

项目	2020年	2021年	2022年
本金	7.70	10.49	19.70

资料来源：公司提供

从主要偿债能力指标来看，公司资产负债率有所升高，系2019年公司负债规模增长所



致。2019年由于公司加大融资力度、现金类资产较为充裕，公司短期偿债能力尚可。但由于公司增加较大规模有息债务，2019年公司有息债务/EBITDA为16.87，息税前利润对有息债务的保障程度仍欠佳，公司偿债压力进一步加大。

**表12 公司偿债能力指标**

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	39.12%	24.64%
现金短期债务比	2.16	0.94
EBITDA（万元）	33,156.97	18,858.79
EBITDA 利息保障倍数	1.37	1.02
有息债务/EBITDA	16.87	17.35

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

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月12日），公司本部及子公司宜春创通贸易有限公司、宜春市金帆工业发展有限责任公司及宜春市金源水务有限公司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，公司及子公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额合计为97,000.00万元，占2019年末公司所有者权益的7.48%，被担保方部分为当地民营企业，且均未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

**表13 截至 2019 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
宜春市金源水务有限公司	48,000.00	2029.1.4-2031.1.4	否
江西经都实业有限公司	33,000.00	2028.5.21-2030.5.21	否
江西经都实业有限公司	1,000.00	2020.9.26-2022.9.26	否
宜春交通投资集团有限公司	10,000.00	2020.11.20-2023.11.20	否
明冠新材料股份有限公司	4,000.00	2019.7.9-2020.12.31	否
宜春市宜通公路投资开发有限公司	1,000.00	2020.9.26-2022.9.26	否

合计	97,000.00	-	-
----	-----------	---	---

资料来源：公司 2019 年审计报告

## 七、评级结论

2019年宜春市及宜春经开区区域经济保持增长，为公司发展提供了良好基础，公司收入规模保持增长且业务具有一定持续性，公司获得一定程度的外部支持。同时中证鹏元也关注到，公司资产整体流动性较弱，代建工程规模较大，未来面临一定的资金压力；公司有息债务规模增加，偿债压力逐渐增大；以及公司对外担保存在一定的或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元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

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	166,125.47	28,757.48	98,186.35
应收账款	142,366.14	155,653.94	173,201.28
其他应收款	351,573.88	284,016.46	99,516.46
存货	430,151.33	442,161.39	430,151.33
流动资产合计	1,104,832.08	921,113.07	832,590.76
可供出售金融资产	61,871.12	14,600.00	-
投资性房地产	915,768.27	470,932.00	-
固定资产	14,548.14	146,831.39	82.79
在建工程	22,651.28	51,116.91	23,665.03
非流动资产合计	1,024,054.50	689,474.39	29,236.54
资产总计	2,128,886.58	1,610,587.47	861,827.30
短期借款	2,000.00	0.00	31,000.00
应付账款	23,739.17	20,003.16	3.16
其他应付款	108,986.36	26,181.42	6,656.96
一年内到期的非流动负债	63,994.47	30,438.44	20,000.00
流动负债合计	218,363.12	100,092.67	75,143.77
长期借款	113,083.20	107,800.00	105,975.00
应付债券	280,000.00	140,000.00	80,000.00
长期应付款	89,133.11	48,934.05	25,410.00
递延所得税负债	132,206.05	-	-
非流动负债合计	614,422.36	296,734.05	211,385.00
负债合计	832,785.48	396,826.72	286,528.77
有息债务	559,210.78	327,172.49	262,385.00
所有者权益	1,296,101.10	1,213,760.74	575,298.53
营业收入	101,960.98	74,702.96	66,871.96
营业利润	26,013.29	16,922.32	14,964.09
其他收益	5,066.86	5,115.78	5,787.24
经营活动产生的现金流量净额	42,639.69	5,013.96	-26,182.84
投资活动产生的现金流量净额	-97,543.14	-45,451.73	-40,488.99
筹资活动产生的现金流量净额	191,664.39	3,858.90	98,221.55
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	17.70%	17.77%	15.15%
收现比	1.32	1.19	0.91
产权比率	64.25%	32.69%	49.81%

资产负债率	39.12%	24.64%	33.25%
现金短期债务比	2.16	0.94	1.93
EBITDA（万元）	33,156.97	18,858.79	16,400.58
EBITDA 利息保障倍数	1.37	1.02	0.74
有息债务/EBITDA	16.87	17.35	16.00

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（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
宜春市创岳建设有限公司	2,000	100%	基础设施和公共服务项目建设;建筑工程施工
江西省今创房产开发有限公司	10,000	100%	工业地产、商业地产、商品房等综合性房地产开发业务
宜春市创益资产管理有限公司	500	100%	企业并购、重组、收购及出租或转卖园区内停产停工企业的闲置资产;国有资产的管理、清收、保值、增值
宜春创通贸易有限公司	5,000	100%	工业原材料、机械设备、机电设备、电子产品、计算机软硬件、金属材料、化工产品(危化品除外)、装饰材料、建材批发与零售;汽车、汽车配件、汽车装饰品、广告材料;服装服饰的销售;汽车租赁。
宜春安芙兰股权投资合伙企业(有限合伙)	50,000	50%	投资管理;股权投资服务
宜春市金庐供应链金融有限公司	1,000	51%	供应链金融管理和服务;接受金融机构委托从事金融服务外包;资产管理,投资咨询(金融、期货、保险、证券除外);经济信息咨询服务等
宜春市创业投资一号中心(有限合伙)	5,000	99.98%	投资管理,资产管理
宜春市创业投资二号中心(有限合伙)	5,000	50%	投资管理,资产管理
宜春市金帆工业发展有限责任公司	20,000.00	100%	实业投资、创业投资、城市基础设施建设、土建工程等
江西省宜创锂电新能源技术服务有限责任公司	3,000.00	80%	锂电新能源产业的技术开发、技术咨询、技术合作、技术转让、技术服务、分析检测
宜春创慧科技有限公司	1,000.00	60%	批发办公自动化设备,电子产品、计算机软硬件、监控系统设备、综合布线等
江西创泽建筑工程有限责任公司	2,000.00	85%	建筑工程施工总承包贰级、市政公用工程施工总承包叁级、机电工程总承包叁级等
宜春市创合新能源投资有限公司	5,000.00	100%	机械设备制造;工业地产开发;汽车及零部件制造;新能源技术开发;新能源汽车制造;材料销售;厂房租赁
宜春经诚项目发展有限责任公司	1,000.00	100%	国有资产并购、收购、运营管理及出租或出让;物业管理等
宜春市经兴商贸有限公司	1,000.00	100%	强化复合地板与相关产品的加工、销售

资料来源：公司 2019 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
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$

## 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。