

2014 年江西省四通路桥建设集团有限公司
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

2014年江西省四通路桥建设集团有限公司公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【886】号 01

债券简称：14赣四通/
PR赣四通

债券剩余规模：2.40 亿
元

债券到期日期：2021 年
04 月 18 日

债券偿还方式：按年付
息，于本期债券的第 3
至第 7 个计息年度末逐
年分别偿还本期债券发
行总额的 20%

分析师

姓名：
蒋申 钟继鑫

电话：
0755-82872532

邮箱：
jiangsh@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

	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 8 月 17 日	2019 年 6 月 27 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”）对江西省四通路桥建设集团有限公司（以下简称“四通路桥”或“公司”）及其 2014 年 4 月 18 日发行的 12 亿元公司债券（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 AA，发行主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。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，短期内公司建筑施工业务收入实现较有保障；同时中证鹏元也关注到本期债券募投项目暂未实现收益，公司资产流动性仍较弱，有息负债规模仍较大，面临一定的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。新余市四大主导产业仍为钢铁、新能源、光电信息、装备制造，拥有赣锋锂业和新钢股份等 4 家上市公司，2019 年实现地区生产总值 971.58 亿元，同比增长 7.6%，经济水平保持较快增长。
- 公司短期内建筑施工业务收入实现较有保障。公司是新余市道路和桥梁的重要建设主体，承接了较多新余市市政相关的道路施工任务，截至 2019 年末，公司已完工未结算规模为 27.94 亿元，短期内收入实现较有保障。

关注：

- **本期债券募投项目暂未实现收益。**根据本期债券募集说明书，募投项目收益来源于新余市政府商住用地出让金返还，但近年新余市政府严格控制土地出让，未按约定给予公司土地出让金返还。截至 2019 年末，本期债券募投项目未实现收益。
- **公司资产流动性仍较弱。**2019 年公司资产主要为存货和应收款项，年末存货和应收款项分别为 78.67 亿元和 52.63 亿元，分别占总资产的 50.10%和 33.51%，其中存货中的土地资产为 43.57 亿元，占总资产的 27.75%，存货中的工程施工回款周期较长，应收款项规模较大且回收时间不确定，对营运资金占用明显，公司资产整体流动性较弱。
- **公司有息债务规模仍较大，面临一定的偿债压力。**2019 年末公司有息债务为 30.65 亿元，资产负债率为 55.12%，EBITDA 利息保障倍数为 0.79，现金短期债务比大幅下降至 0.77，面临一定的偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,570,480.97	1,577,346.60	1,610,831.31
所有者权益	704,904.30	678,577.10	676,209.05
有息债务	306,464.66	300,909.71	336,678.58
资产负债率	55.12%	56.98%	58.02%
现金短期债务比	0.77	2.59	1.71
营业收入	95,320.53	124,937.98	85,262.73
营业外收入	379.62	841.54	10,342.82
利润总额	8,052.90	3,104.93	10,669.52
综合毛利率	8.36%	10.74%	14.94%
EBITDA	13,358.86	6,381.01	15,908.62
EBITDA 利息保障倍数	0.79	0.58	1.58
经营活动现金流净额	-22,455.07	-5,756.48	-9,121.74
收现比	0.75	0.90	1.27

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

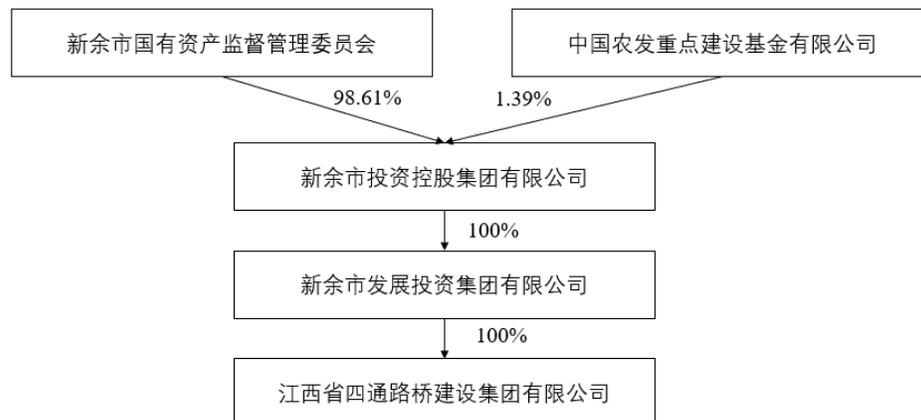
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年4月18日公开发行7年期12亿元公司债券，募集资金拟用于新余市仙女湖大道东延西延工程、新余市环城西路北延及跨沪昆铁路立交桥工程和新余市仙女湖区段防洪堤生态保护工程的建设，截至2019年底，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2019年至2020年6月，公司主营业务、注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人均未发生变更，截至2020年6月末，公司注册资本和实收资本均仍为5.10亿元，控股股东仍为新余市发展投资集团有限公司，实际控制人仍为新余市国有资产监督管理委员会，具体产权关系如下图所示。

图1 截至2020年6月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

根据公开信息，公司于2020年6月17日完成了董监高的工商变更登记，具体如表1所示。

表1 跟踪期内公司董监高变动情况

职务	变更前	变更后
	姓名	姓名
董事长兼经理	马林	刘晓林
董事	赖东庆	孙小青
董事	杨云晖	龙飞
董事	-	邓志刚

副经理	-	甘轼
副经理	-	袁庆波
副经理	-	简仕青
副经理	-	袁会军
监事会主席	-	桂志军
监事	孙小青	龚军生
监事	廖根宝	吴余忠
监事	龙飞	-

资料来源：公开信息

2019年度公司合并范围内一级子公司仍为6家，合并报表范围内的子公司未发生增减变动。

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

2019年新余市经济保持稳步增长，支柱产业和园区工业拉动作用明显，较快的固定资产投资增速为公司提供了较好的发展环境

2019年新余市地区生产总值为971.58亿元，增速为7.6%，增速较上年有所放缓，但继续保持增长。地区经济发展水平相对较好，2019年人均GDP为81,641元，为同期全国人均GDP的115.16%。新余市仍以第二、第三产业为主导，2019年三次产业结构为6.4:46.7:46.9，三次产业对GDP增长的贡献率分别为3.0%、47.8%和49.2%。

新余市工业发展增速仍较快，2019年工业增加值为378.32亿元，增速为8.1%，较上年略有回落。新余市仍以钢铁、新能源、光电信息、装备制造为四大主导产业，拥有赣锋锂业（股票代码：002460.SZ）和新钢股份（股票代码：600782.SH）等4家上市公司，2019年四大主导产业增加值增长8.1%，占规模工业增加值的比重为87.9%，支柱产业拉动作用明显。其中，新能源产业同比增长20.2%，拉动规模工业增长3.9个百分点，对全市的贡献率为48.5%；钢铁产业增长6.0%；装备制造产业增长3.4%；光电信息产业下降3.0%。此外，园区工业拉动作用也较为明显，高新区、分宜工业园、袁河经济开发区三大园区工业增加值同比增长11.0%，园区工业占规模工业的比重为58.3%，占比较上年提升3.7个百分点。工业效益方面，2019年规模以上工业企业实现主营业务收入1,540.27亿元，增长8.3%；实现利税117.33亿元，下降23.7%，其中利润71.60亿元，下降32.3%。

固定资产投资增速虽小幅回落但整体仍处于高位，2019年固定资产投资增速为10.0%，较上年下降0.6个百分点。分产业看，第一产业投资下降13.4%，第二产业投资增长14.4%，第三产业投资增长4.2%。其中2019年房地产开发投资21.97亿元，同比下降15.2%，商品房销售面积191.93万平方米，同比下降8.7%，商品房销售额103.84亿元，同比增长6.8%。

新余市消费品市场仍保持较高增速，对经济增长形成较好支撑，2019年社会消费品零售总额为305.78亿元，同比增长11.5%。

表2 新余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（GDP）	971.58	7.6%	889.77	8.3%
第一产业增加值	62.73	3.1%	55.47	3.6%
第二产业增加值	453.32	7.6%	509.21	8.1%
第三产业增加值	455.53	8.4%	462.66	9.2%
工业增加值	378.32	8.1%	415.23	8.4%
固定资产投资	-	10.0%	-	10.6%
社会消费品零售总额	305.78	11.5%	274.36	11.20%
进出口总额	149.25	-8.0%	161.6	-11.30%
存款余额	1,282.58	10.6%	1,159.59	7.10%
贷款余额	967.57	17.5%	823.30	7.20%
人均 GDP（元）		81,641		74,978.51
人均 GDP/全国人均 GDP		115.16%		115.99%

注：（1）经江西省统计局统一核算，2018年GDP规模有所下降，故2018年一二三产业增加值合计数与2018年GDP不一致；（2）2018年人均GDP=2018年GDP/2018年末常住人口。

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

2019年新余市实现一般公共预算收入77.96亿元，同比增长2.1%；一般公共预算支出为156.1亿元，同比增长11.2%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为49.97%。

四、经营与竞争

2019年公司主营业务范围未发生变化，仍经营建筑施工业务、房地产业务、服务业和种植业等。2019年公司营业收入为9.53亿元，同比下降23.71%，主要原因是建筑施工业务收入大幅减少，但建筑施工业务仍是营业收入最主要的来源，2019年实现收入9.23亿元，占营业收入的96.82%。毛利率方面，2019年综合毛利率继续下降，较上年减少2.38个百分点至8.36%，主要原因是建筑施工业务毛利率继续下降和房地产业务大幅亏损。

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
建筑施工业务	92,285.85	9.69%	123,483.37	10.67%
服务业	1,399.92	-8.31%	1,021.96	5.76%
种植业	265.82	69.57%	225.90	0.00%
房地产业务	1,314.42	-81.82%	0.00	0.00
其他业务	54.52	69.23%	206.74	91.10%

营业收入	95,320.53	8.36%	124,937.98	10.74%
------	-----------	-------	------------	--------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年建筑施工业务收入大幅下降，短期内建筑施工业务收入实现较有保障，本期债券募投项目暂未实现收益

为实现新余市的大交通格局规划，新余市近几年在公路桥梁等基础设施建设方面进入了投资的高峰期。公司作为新余市重要的基础设施建设主体，承接了较多新余市市政相关的道路施工任务。主要建设模式为：公司每年根据新余市政府下达的投资项目计划承担其中部分基础设施建设任务，建设资金主要来自外部融资，项目建设完工后由新余市政府回购。公司每年按照项目施工进度确认成本，并在此基础上加成一定的比例确认代建收入，相关代建费用则由新余市财政局安排支付。另外，公司通过投标方式获得其他地区的道路工程承建业务，公司根据合同总价及施工进度确认当年收入，为营业收入带来一定的补充。

公司 2019 年建设施工业务实现收入 9.23 亿元，同比下降 25.26%，由于各个项目回购加成比例不一，建筑施工业务毛利率取决于当年结算项目约定的成本加成比例，但整体呈下降趋势，2019 年建设施工业务毛利率继续下降 0.98 个百分点至 9.69%。

表4 公司2018-2019年主要的建筑施工业务收入明细（单位：万元）

时间	项目	收入	成本
2019 年	虎踞大道项目	32,112.33	25,618.13
	站前广场项目	14,134.32	11,275.88
	宜宾至叙永高速公路项目	9,708.74	7,000.00
	G329 芜湖县段一级公路改建工程	3,684.10	3,709.76
	养护大中修工程	3,242.83	2,232.71
	四川眉山岷东大道	3,959.26	4,100.00
	市民服务中心建设工程	2,643.46	2,108.86
	茶山西路西延段工程	2,048.96	1,634.59
	抱石公园地下人防工程	1,996.26	1,592.55
	北湖路与劳动北路污水管网改造工程	1,781.23	1,421.01
	合计	75,311.49	60,693.49
2018 年	虎踞大道项目	57,936.15	49,508.67
	苍梧梨埠至昭平马江段一级公路工程	11,000.00	7,853.71
	市民服务中心	10,185.65	8,857.09
	河南县至鄂尔哈斯生态旅游二级公路	2,600.00	2,490.30
	S210 来宾至凤凰公路	7,000.00	6,745.45
	百里峡项目	7,919.89	6,277.32
合计	96,641.69	81,732.54	

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司主要在建项目包括路面-百里峡项目部和保障性住房等，项目数量较多，但单个项目规模不大，其中主要在建的代建项目计划总投资 16.40 亿元，已投资 15.38 亿元，已完工未结算规模为 27.94 亿元，短期内建筑施工业务收入实现较有保障。截至 2019 年末，本期债券的募投项目新余市仙女湖大道东延西延工程、新余市环城西路北延及跨沪昆铁路立交桥工程和新余市仙女湖区段防洪堤生态保护工程均已完工，纳入存货核算。值得注意的是，根据本期债券募集说明书，募投项目收益应来源于新余市政府商住用地出让金返还，但近年新余市政府严格控制土地出让，未给予公司约定的土地出让金返还。截至 2019 年末，公司暂未收到土地出让金返还收入，总体来看，本期债券募投项目未来收益实现仍存在较大的不确定性。

表5 截至2019年12月31日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	建设模式
路面-百里峡项目部	50,000.00	43,899.55	代建
保障性住房	39,000.00	38,824.98	代建
路面-李家岩水库工程	20,000.00	17,905.66	代建
樟排线汇总	19,000.00	18,801.66	代建
余新线汇总	9,000.00	9,031.41	代建
圣地花园一期	5,000.00	4,303.69	代建
站前广场一标	7,500.00	7,247.74	代建
站前广场二标	2,500.00	2,484.73	代建
站前广场三标	12,000.00	11,275.90	代建
新余市职业教育园区	40,000.00	37,294.32	自营
合计	204,000.00	191,069.64	

资料来源：公司提供

公司服务业主要由电网收入、发电补贴收入和餐饮业收入构成，2019 年实现收入 1,399.92 万元，较上年增长 36.98%，毛利转为亏损，但考虑服务业收入规模较小，经营业绩对公司影响有限。

房地产板块方面，2019 年公司实现房地产业务收入 1,314.42 万元，均来自伴山壹品项目，但由于项目具有惠民性质，且销售情况较差，收入成本倒挂，导致毛利率为负，考虑到公司目前有部分在建房地产项目，主要的在建房产项目计划总投资 3.00 亿元，已投资 2.77 亿元，未来或将为公司带来一定的房地产开发收入，但整体体量偏小。

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北京兴华会计师事务所（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年公司合并报表范围内的子公司未发生变化。

资产结构与质量

2019年公司资产规模略有下降，整体流动性仍较弱

2019年公司资产规模略有下降，年末为157.05亿元，流动资产占比仍保持在80%以上。

流动资产方面，2019年末公司货币资金为5.21亿元，同比下降29.47%，主要原因是销售回款大幅减少而工程款投入大幅增加。公司应收账款主要为应收路桥项目回购款，2019年末账面价值为10.47亿元，同比下降49.76%，主要原因是根据新余市财政局文件，部分应收应付款进行了抵消。公司其他应收款主要为对外提供的往来款，2019年末公司其他应收款为42.16亿元，同比增长15.17%，主要原因是对当地平台公司提供的往来款大幅增加。2019年末公司应收款项账面价值合计52.63亿元，占总资产的33.51%，考虑到应收对象主要为地方政府部门和地方国企，但回收时间不确定，对营运资金造成较为明显的占用，此外，2019年末公司按账龄组合的其他应收款余额为3.67亿元，主要是与民企相关的相关款，存在一定的回收风险。公司存货由土地资产、工程施工和开发成本构成，2019年末存货为78.67亿元。其中土地资产43.58亿元，占总资产的27.75%，工程施工为公司已完工未结算资产，2019年末账面价值27.94亿元，以前年度纳入在建工程核算的子公司工程项目在2019年转为存货核算，使得工程施工账面价值大幅增长，带动存货年末账面价值较上年末增长21.62%，公司代建项目回收周期较长，对营运资金占用明显；开发成本主要是伴山壹品等楼盘的项目成本，年末账面价值6.87亿元。

非流动资产方面，公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备等，2019年末账面价值为11.45亿元，同比增长15.03%，主要原因是当年度当地政府注入了2.21亿元的房产。截至2019年末，公司在建工程为3.91亿元，主要是新余市职业教育园区的建设投入，较上年末大幅下降，主要原因是将大部分子公司的工程项目调整至存货核算。

表6 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	52,148.29	3.32%	73,933.98	4.69%
应收账款	104,723.26	6.67%	208,442.64	13.21%
其他应收款	421,570.72	26.84%	366,030.46	23.21%

存货	786,741.26	50.10%	646,908.09	41.01%
流动资产合计	1,396,905.14	88.95%	1,321,208.37	83.76%
固定资产	114,544.17	7.29%	99,576.16	6.31%
在建工程	39,096.57	2.49%	133,808.62	8.48%
非流动资产合计	173,575.82	11.05%	256,138.23	16.24%
资产总计	1,570,480.97	100.00%	1,577,346.60	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

受益于资产减值损失转回，2019年利润总额大幅增加，但政府补助规模大幅下降

2019年公司营业收入为9.53亿元，同比下降23.62%，主要原因是建筑施工业务收入大幅减少。从毛利率来看，2019年公司综合毛利率为8.36%，较上年下降2.38个百分点。考虑到2019年末公司代建的在建项目已投资规模较大，短期内收入实现较有保障，但代建项目易受建设、验收及结算进度影响，预计公司未来收入规模存在波动性。

2019年，公司对新余市其他平台提供的往来款不再计提坏账准备，资产减值损失转回5,668.48万元，大幅改善了公司盈利规模，2019年利润总额同比增长1.59倍至8,052.90万元。2019年公司收到的政府补助为374.18万元，较上年大幅减少。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	95,320.53	124,937.98
资产减值损失（损失以“-”表示）	5,668.48	-7,604.00
营业利润	9,352.64	2,338.85
营业外收入	379.62	841.54
营业外支出	1,679.36	75.46
利润总额	8,052.90	3,104.93
综合毛利率	8.36%	10.74%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司现金回款能力继续变弱，经营活动现金流继续净流出，有一定的资金压力

2019年公司收现比为0.75，较上年大幅继续下降，现金回款能力继续变弱。公司经营活动现金流入主要为项目回款和收到的往来款，现金流出主要为在建项目的工程投入资金和支付的往来款，2019年项目回款规模大幅减少，但支付的工程款较上年大幅增加。综合上述因素，2019年公司经营活动现金净流出规模大幅增加至2.25亿元。

2019年公司投资活动现金流较小，主要是购置固定资产支出。2019年公司对外筹资活动现金流转为净流入，主要是新增的银行借款规模大幅增加。考虑到工程项目后续仍需投入建设资金，公司有一定的资金压力。

表8 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.75	0.90
销售商品、提供劳务收到的现金	71,730.32	112,978.18
收到的其他与经营活动有关的现金	57,399.66	30,995.69
经营活动现金流入小计	129,129.97	143,973.87
购买商品、接受劳务支付的现金	95,358.52	78,194.70
支付的其他与经营活动有关的现金	53,961.64	69,334.95
经营活动现金流出小计	151,585.05	149,730.35
经营活动产生的现金流量净额	-22,455.07	-5,756.48
投资活动产生的现金流量净额	63.03	-33,517.30
筹资活动产生的现金流量净额	606.35	-11,360.00
现金及现金等价物净增加额	-21,785.70	-50,633.78

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，存在一定的偿债压力

2019年末公司所有者权益为70.49亿元，较2018年末增长3.88%，主要系政府无偿划拨2.21亿元房产至公司。2019年末公司总负债为86.56亿元，同比下降3.69%，主要系部分应收应付款项抵消所致，综合影响下，2019年末产权比率下降至122.79%，保障程度仍然较低。

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	865,576.66	898,769.51
所有者权益	704,904.30	678,577.10
产权比率	122.79%	132.45%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司流动负债为60.26亿元，占总负债的69.62%，占比较为稳定。流动负债方面，2019年末公司短期借款为4.35亿元，较上年末大幅增加，均为保证借款，利率为4.5675%和5.665%。2019年末公司应付账款为0.84亿元，较上年末大幅下降，主要系部分应收应付款项抵消所致。公司应交税费主要为应交的增值税和企业所得税，2019年末为

4.89亿元，较上年末有所增加。公司其他应付款主要为往来款，2019年末为49.47亿元，较上年末略有增加。

公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。2019年末，公司长期借款为21.47亿元，与上年末相比较为稳定，其中保证借款17.85亿元、抵质押借款1.82亿元。2019年末应付债券为4.80亿元，均为本期债券，同比下降39.15%，主要原因是2019年分期偿还本期债券本金。

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	43,515.00	5.03%	4,502.10	0.50%
应付账款	8,393.40	0.97%	89,602.04	9.97%
应交税费	48,937.04	5.65%	43,035.18	4.79%
其他应付款	495,563.55	57.25%	462,341.15	51.44%
流动负债合计	602,627.00	69.62%	602,361.90	67.02%
长期借款	214,700.00	24.80%	212,100.00	23.60%
应付债券	48,000.00	5.55%	78,880.00	8.78%
非流动负债合计	262,949.66	30.38%	296,407.61	32.98%
负债合计	865,576.66	100.00%	898,769.51	100.00%
其中：有息债务	306,464.66	35.41%	300,909.71	33.48%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息负债主要为短期借款、长期借款、应付债券和有息的长期应付款，2019年末为30.65亿元，保持稳定，较大规模的有息负债带来了一定的偿债压力。

偿债能力指标方面，2019年末公司资产负债率为55.12%，较2018年末略有下降。受短期融资款大幅增加的影响，2019年现金短期债务比大幅下降至0.77。受益于利润总额大幅增加，2019年EBITDA大幅增加至1.34亿元，EBITDA利息保障倍数上升至0.79，但EBITDA对利息支出的保障程度仍然较低。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	55.12%	56.98%
现金短期债务比	0.77	2.59
EBITDA 利息保障倍数	0.79	0.58
有息债务/EBITDA	22.94	47.16

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

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，公司本部（报告查询日为2020年8月14日）、子公司新余市高铁新区建设投资有限公司和新余市公用事业投资有限公司（报告查询日均为2020年8月4日）均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

新余市四大主导产业仍为钢铁、新能源、光电信息、装备制造，2019年新余市经济保持较快增长。公司是新余市道路和桥梁的重要建设主体，考虑到截至2019年末，公司已完工未结算规模较大，短期内收入实现较有保障。

但近年新余市政府严格控制土地出让，未根据本期债券募集说明书给予公司约定的土地出让金返还，截至2019年末，本期债券募投项目暂未实现收益。公司资产主要为应收款项、土地资产和工程施工，考虑到应收款项规模较大且回收时间不确定，对营运资金占用明显，代建项目回款周期较长，整体流动性较弱。同时，公司有息债务规模较大，EBITDA利息保障倍数仍较低，面临一定的偿债压力等风险因素。

基于上述情况，经中证鹏元综合评定，公司主体长期信用等级维持AA，评级展望维持为稳定，本期债券信用等级维持AA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	52,148.29	73,933.98	124,567.76
其他应收款	421,570.72	366,030.46	307,736.26
存货	786,741.26	646,908.09	662,392.74
流动资产合计	1,396,905.14	1,321,208.37	1,327,363.58
非流动资产合计	173,575.82	256,138.23	283,467.73
资产总计	1,570,480.97	1,577,346.60	1,610,831.31
短期借款	43,515.00	4,502.10	49,022.10
其他应付款	495,563.55	462,341.15	483,586.17
流动负债合计	602,627.00	602,361.90	645,742.15
长期借款	214,700.00	212,100.00	178,940.00
应付债券	48,000.00	78,880.00	102,880.00
长期应付款	249.66	5,427.61	7,060.12
非流动负债合计	262,949.66	296,407.61	288,880.12
总负债	865,576.66	898,769.51	934,622.27
有息债务	306,464.66	300,909.71	336,678.58
所有者权益	704,904.30	678,577.10	676,209.05
营业收入	95,320.53	124,937.98	85,262.73
营业外收入	379.62	841.54	10,342.82
营业利润	9,352.64	2,338.85	394.52
利润总额	8,052.90	3,104.93	10,669.52
经营活动产生的现金流量净额	-22,455.07	-5,756.48	-9,121.74
投资活动产生的现金流量净额	63.03	-33,517.30	-35,059.78
筹资活动产生的现金流量净额	606.35	-11,360.00	143,062.10
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	8.36%	10.74%	14.94%
收现比	0.75	0.90	1.27
产权比率	122.79%	132.45%	138.21%
资产负债率	55.12%	56.98%	58.02%
现金短期债务比	0.77	2.59	1.71
EBITDA（万元）	13,358.86	6,381.01	15,908.62
EBITDA 利息保障倍数	0.79	0.58	1.58
有息债务/EBITDA	22.94	47.16	21.16

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日纳入合并范围的一级子公司

子公司名称	注册资本(万元)	持股比例	主营业务
新余市交通建设投资有限公司	4,300.00	100.00%	投资与资产管理
新余市公用事业投资有限公司	10,000.00	100.00%	投资与资产管理
新余市水务投资有限公司	3,750.00	90.91%	授权范围内水利国有资产的运营管理、投资
新余市高铁新区建设投资有限公司	18,000.00	100.00%	城乡建设投融资及市政工程建设
新余市职业教育园区投资有限公司	6,000.00	100.00%	建设开发教育园区
新余市国有资产经营有限责任公司	40,000.00	100.00%	资产运营管理、房地产开发销售

注：虽赣州斯通路桥建设有限公司为公司工商登记下的全资子公司，但未实际经营，故未纳入公司合并报表范围。

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	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$
短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付债券的分期还本金额}$

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。