



2015年宜春市创业投资有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：





2015年宜春市创业投资有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-6-24	2020-6-24

评级观点

- 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 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体信用等级维持为 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，工程建设业务具有一定持续性，公司获得的外部支持力度较大；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 公司是宜春市经济技术开发区重要的城投平台，预计公司基础设施建设业务仍具有一定的可持续性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

债券简称：15 宜春创投债/PR 宜创投债

债券剩余规模：2.00 亿元

债券到期日期：2022-03-23

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

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	246.60	233.18	212.89	161.06
所有者权益	140.81	140.00	129.61	121.38
总债务	83.58	72.30	55.92	32.72
资产负债率	42.90%	39.96%	39.12%	24.64%
现金短期债务比	1.18	1.14	2.16	0.94
营业收入	3.48	10.96	10.20	7.47
其他收益	0.00	0.87	0.51	0.51
利润总额	0.29	1.84	2.60	1.69
销售毛利率	10.43%	13.28%	17.70%	17.77%
EBITDA	--	2.35	3.32	1.89
EBITDA 利息保障倍数	--	0.61	1.37	1.02
经营活动现金流净额	0.66	6.92	4.26	0.50
收现比	0.46	1.35	1.32	1.19

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计 2021 年一季报，中证鹏元整理

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**2020年宜春市实现地区生产总值2,789.87亿元，同比增长3.7%，其中中医药产业、装备制造业和战略性新兴产业等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。**公司主要负责宜春经开区内的基础设施建设业务，2020年收入规模持续增长，在建项目总投资规模较大，工程建设业务具有一定持续性。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2020年宜春经济技术开发区管理委员会（以下简称“宜春经开区管委会”）将凯旋城相关资产划入公司子公司宜春市金帆工业发展有限责任公司，增强公司资本实力；此外，2020年公司收到财政补贴0.87亿元，一定程度提升公司盈利水平。

关注

- **资产流动性较弱。**2020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，应收款项回收时间不确定，存货中土地资产变现能力较弱，整体资产流动性较弱。
- **面临较大的资金压力。**截至2020年底，公司主要在建项目尚需投资约27.91亿元，主要在建项目尚需投入的资金规模较大，面临较大资金压力，且自营项目未来运营情况存在一定不确定性。
- **总债务规模持续增加，整体偿债压力较大。**截至2021年3月底，公司总债务规模为83.58亿元，占公司负债总额的比重有所上升，EBITDA利息保障倍数有所下滑，整体偿债压力较大。
- **存在一定或有负债风险。**截至2020年底，公司对外担保余额为10.28亿元，占期末所有者权益的7.34%，公司对外担保对象全部为国有企业，但对外担保规模较大，且均未采取反担保措施，仍存在一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年3月发行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。

三、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。公司注册资本仍为10.00亿元，实收资本仍为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。

2020年公司新纳入合并报表范围内子公司共2家，此外，公司将未发生实际经营的宜春安芙兰股权投资合伙企业（有限合伙）、宜春市金庐供应链金融有限公司和宜春市创业投资二号中心（有限合伙）调出并表范围；截至2020年末，公司合并报表范围共有子公司14家，具体见附录四。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2020年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
宜春市创融私募股权基金管理有限公司	100%	1,000.00	创业投资、资产管理、股权投资	设立
宜春金都酒店管理有限公司	100%	5,000.00	酒店管理	设立

2、2020年不再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	不再纳入的原因
宜春安芙兰股权投资合伙企业（有限合伙）	50%	50,000.00	投资管理	划出
宜春市金庐供应链金融有限公司	51%	1,000.00	供应链金融管理和服务	划出
宜春市创业投资二号中心（有限合伙）	50%	5,000.00	投资管理	划出

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情

地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

2020年宜春市经济保持增长，但增速有所放缓

2020年宜春市地区生产总值2,789.87亿元，同比增长3.7%，增速有所放缓。三次产业增加值增速均较上年有所下滑，其中第三产业下滑幅度较大，2020年第三产业增速为3.6%，较上年下降5.3个百分点；三次产业结构由2019年的11.0:42.3:46.7调整为2020年的11.6:40.8:47.6。2020年宜春市人均GDP为55,711.58元，占全国人均GDP的76.90%。

工业经济方面，2020年宜春市规模以上工业增加值同比增长4.7%，整体增速较去年有所下滑，其中规模以上轻工业增加值同比增长1.6%，重工业增加值增长7.3%。分行业看，采矿业增加值下降6.9%，制造业增长4.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长13.2%。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2.2%，其中锂电新能源产业下降1.0%，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3.1%、4.3%和4.8%，是工业经济保持增长的主要动力。

固定资产投资方面，2020年全年500万元以上固定资产投资比上年增长8.1%。其中第一、二、三产业分别增长50.5%、7.9%和6.8%，分投资主体看，国有投资增长21.7%；非国有投资增长4.7%，其中民间投资增长2.6%，占固定资产投资的比重为69.8%，民间投资对区域经济增长贡献较大。此外，全年房地产开发投资234.88亿元，比上年增长8.3%，其中，住宅和商业营业用房投资额分别为191.92亿元和36.01亿元，同比增长10.4%和1.7%；商品房销售面积及销售额同比分别增长10.9%和16.8%，房地产投资增速较快。消费方面，2020年受疫情影响，宜春市社会消费品零售总额同比增长仅为2.7%，增速放缓；

进出口总额同比增长17.2%，增速较上年有大幅提升，其中外贸出口总额228.5亿元，增长19.7%。2020年9月宜春到宁波的铁海联运班列正式开通，成功打通赣西地区外贸企业出海通道，对宜春市的对外出口业务有较大提升作用。

表2 宜春市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	2,789.87	3.7%	2,687.57	7.6%
第一产业增加值	323.38	2.1%	296.54	3.0%
第二产业增加值	1,137.59	4.1%	1,136.31	7.7%
第三产业增加值	1,328.90	3.6%	1,254.42	8.9%
规模以上工业增加值	-	4.7%	-	8.4%
固定资产投资（500万以上）	-	8.1%	-	9.5%
社会消费品零售总额	909.6	2.7%	752.8	11.4%
进出口总额	244.1	17.2%	208.3	7.6%
存款余额	4,070.61	-	3,606.93	-
贷款余额	3,164.37	-	2,699.08	-
人均GDP（元）		55,711.58		48,182
人均GDP/全国人均GDP		76.90%		67.97%

注：2020年宜春市人均GDP=2020年宜春市GDP/2020年宜春市常住人口

资料来源：2019-2020年宜春市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年宜春市实现一般公共预算收入247.65亿元，同比增长0.6%，其中税收收入178.69亿元，占一般公共预算收入的比重为72.15%，实现政府性基金收入395.63亿元。同年宜春市一般公共预算支出为652.98亿元，同比增长5.2%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为37.93%。

锂电新能源作为当地主导产业，推动宜春市经开区较快发展

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，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。

2020年宜春市经开区实现一般公共预算收入7.45亿元，同比增长2.42%，其中税收收入6.09亿元，占公共财政收入比重为81.74%；实现政府性基金收入9.28亿元；同期宜春市经开区公共财政支出为8.46亿元，财政自给率（一般公共预算收入/公共财政支出）为88.06%。

五、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，2020年公司营业收入为10.96亿元，同比增长

7.52%，其中工程建设收入占比68.39%。2020年公司贸易业务收入增幅较大，其他收入主要包括租金、汽车租赁收入及工程安装收入等，规模较小，为公司营业收入提供一定补充。毛利率方面，2020年公司销售毛利率为13.28%，较2019年下降4.42个百分点。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	74,972.22	13.04%	70,928.22	13.18%
工程安装收入	134.44	21.19%	51.62	52.59%
贸易收入	29,097.58	2.75%	23,359.63	5.04%
主营业务小计	104,204.24	10.18%	94,339.47	11.19%
租金收入	5,120.62	73.57%	6,812.19	98.08%
汽车租赁收入	227.65	46.17%	238.12	100.00%
其他	77.13	100.00%	571.20	100.00%
其他业务小计	5,425.40	72.79%	7,621.51	98.29%
合计	109,629.63	13.28%	101,960.98	17.70%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司收入规模保持增长；公司在建项目具有一定规模，未来持续性较好，但在建项目规模较大，面临较大的资金压力，自营项目未来运营情况存在一定不确定性

2018年以后公司就承担的经开区建设项目与宜春经开区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。受当期工程项目推进较快，结算规模有所增加，2020年公司实现工程建设业务收入7.50亿元，同比增长5.70%，主要来自经开区建设项目、保障性住房中龙花园二期项目、锂能基地道路二期项目等；毛利率方面，工程建设业务毛利率较为稳定。

截至2020年底，公司主要代建项目包括宜春国家锂电新能源高新技术产业园项目和春水路高架桥及东延道路工程，项目总投资26.15亿元，累计已投资15.79亿元，公司工程建设业务具有一定持续性；此外，公司自营项目主要有污水处理厂三期项目、宜春经济技术开发区新能源汽车标准厂房建设项目等，项目建设总投资22.07亿元，已投资4.52亿元，考虑到公司主要在建项目尚需投资约27.91亿元，公司面临较大的资金压力，自营项目未来运营情况存在一定不确定性。

表4 截至2020年12月31日公司主要在建项目情况（单位：亿元）

	项目名称	预计总投资	已投资
	宜春国家锂电新能源高新技术产业园项目	21.15	15.40
代建	春水路高架桥及东延道路工程	5.00	0.39
	合计	26.15	15.79
自建	污水处理厂三期项目	9.06	1.72

宜春经济技术开发区新能源汽车标准厂房建设项目	7.98	2.47
宜春经济技术开发区 10 万平米小微企业园	5.03	0.33
合计	22.07	4.52

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，中证鹏元整理

贸易收入及租金收入对公司主营业务形成一定补充

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，公司贸易业务规模持续扩大，2020年贸易业务同比增长24.56%，主要系新增新能源整车代理商业务所致。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，受疫情影响，2020年公司租金收入及毛利率均有所下降。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。

公司获得较大力度外部支持

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，2020年公司继续获得一定程度的外部支持。2020年宜春经开区管委会将凯旋城相关资产划入公司子公司宜春市金帆工业发展有限责任公司，增加资本公积2.75亿元；此外，2020年公司收到财政补贴0.87亿元，一定程度提升公司盈利水平。

六、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2019-2020年审计报告及未经审计2021年一季报，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

2020年公司总资产规模平稳增长，但资产仍以应收款项、土地资产、投资性房地产等为主，整体资产流动性较弱

2020年公司货币资金略有下滑，其中受限货币资金1.70亿元，主要为履约保函和银行承兑汇票保证金。2021年一季度公司发行9.2亿元项目收益债，货币资金增至19.23亿元。2020年公司应收账款规模有所下降，主要系应收宜春经开区财政局、宜春市金园投资有限责任公司（实控人为宜春经开区财政局）的工程款，占应收账款总额比重为89.64%。其他应收款主要为江西经都实业有限公司（实控人为宜春经开区财政局）、宜春经开区财政局及宜春市金园投资有限责任公司的往来款，其中前五大应收对象占其他应收款总额的78.78%，整体来看，应收款项主要为区域内政府单位和国有企业，对公司营运资金占用较大。公司存货基本为拟开发土地，2020年小幅增长，主要系新增购入土地，公司土地基本为划拨获得，

暂未缴纳土地出让金，土地用途为商住用地，无所有权或使用权受限的土地资产。

2020年，公司新增对浙江合众新能源汽车有限公司（投资成本3.17亿元）和宜春市安鹏创业股权投资中心（有限合伙）（投资成本1.16亿元）的投资，可供出售金融资产增至10.52亿元，公司股权投资中部分为初创企业，需关注其运营风险。投资性房地产为公司主要资产，2020年公司投资性房地产同比增加13.63亿元，主要系公司参与经开区内企业破产清算资产拍卖获得资产、市场化收购以及评估增值所致；截至2020年底，公司投资性房地产账面原值18.19亿元，公允价值变动合计87.02亿元，其中2020年公允价值变动8.70亿元；此外，账面价值10.07亿元的投资性房地产权正在办理，已在房管局办理备案，账面价值9.32亿元的投资性房地产已被抵押。

整体来看，2020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，应收款项回收时间不确定，存货中土地资产即使变现能力较弱，整体资产流动性较弱。

表5 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	192,279.52	7.80%	165,161.31	7.08%	166,125.47	7.80%
应收账款	139,720.02	5.67%	116,898.54	5.01%	142,366.14	6.69%
其他应收款(合计)	483,367.14	19.60%	382,901.77	16.42%	351,573.88	16.51%
存货	444,749.44	18.04%	446,070.33	19.13%	430,151.33	20.21%
流动资产合计	1,271,923.20	51.58%	1,120,094.58	48.04%	1,104,832.08	51.90%
可供出售金融资产	105,171.12	4.26%	105,171.12	4.51%	61,871.12	2.91%
投资性房地产	1,023,371.18	41.50%	1,052,087.44	45.12%	915,768.27	43.02%
非流动资产合计	1,194,110.28	48.42%	1,211,706.38	51.96%	1,024,054.50	48.10%
资产总计	2,466,033.48	100.00%	2,331,800.96	100.00%	2,128,886.58	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、2021 年未经审计一季报财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2020年公司收入规模保持增长，政府补助对公司利润贡献较大

2020年公司营业收入为10.96亿元，同比增长7.52%，其中工程建设收入占比68.39%，为公司主要收入来源；考虑到代建业务总投资规模较大，公司工程建设业务具有一定持续性。2020年公司贸易业务收入增幅较大，其他收入主要包括租金、汽车租赁收入及工程安装收入等，规模较小，为公司营业收入提供一定补充。毛利率方面，2020年公司销售毛利率为13.28%，较2019年下降4.42个百分点，主要系租金及贸易收入毛利率下降所致。

利润方面，2020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。2020年公司利润总额同比大幅下降，主要系2019年公司投资性房地产的评估增值较大，公允价值变动损益大幅增加，而2020年相对较少。2020年公司收到政府补助0.87亿元，占当年利润总额的47.24%，政府补助对公司利润贡献较大。

表6 公司主要盈利指标（单位：万元）

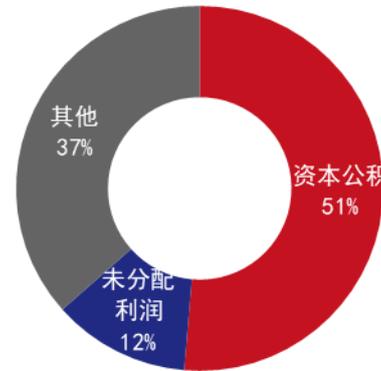
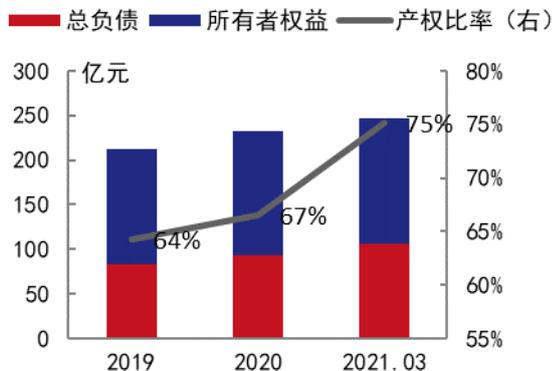
指标名称	2021年3月	2020年	2019年
营业收入	34,806.28	109,629.63	101,960.98
收现比	0.46	1.35	1.32
营业利润	2,238.84	18,292.91	26,013.29
其他收益	0.00	8,705.76	5,066.86
利润总额	2,935.97	18,429.78	25,965.08
销售毛利率	10.43%	13.28%	17.70%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、2021 年未经审计一季报财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模增长较快，整体偿债压力较大

公司所有者权益主要由宜春市政府划入的土地、房产形成的资本公积和非投资性房地产转换为采用公允价值模式计量的投资性房地产增加额及评估增值形成的其他综合收益构成。受政府资产注入及公司加大外部融资力度影响，2020年公司净资产和总负债均有所增长，总负债增速高于净资产，公司产权比率有所上升，所有者权益对负债的保障程度仍较弱。

图 1 公司资本结构
图 2 2021年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、2021 年未经审计一季报财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债结构比较稳定，仍以非流动负债为主。短期借款主要为保证和信用借款。其他应付款主要为往来款，2020年公司其他应付款同比下降83.17%。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款，2020年公司一年内到期的非流动负债大幅增至12.07亿元，短期偿付压力较大。

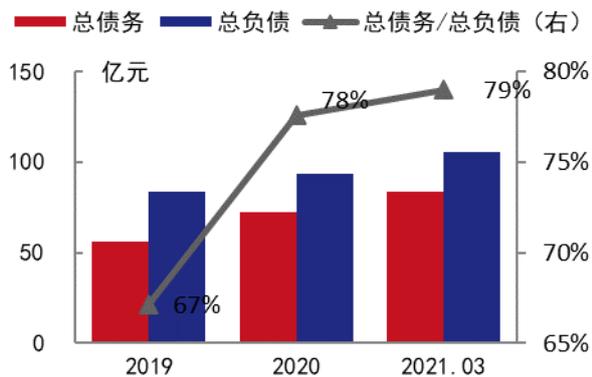
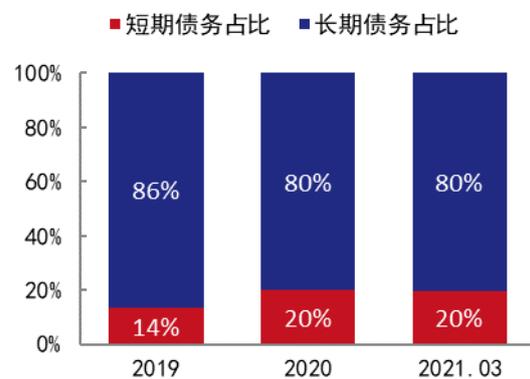
公司长期借款主要为保证、抵押以及质押兼担保借款，2020年公司长期借款规模大幅增至16.61亿元，借款综合成本在6%左右。2020年公司新增发行7.4亿元“20宜春长头绿色债”（票面利率7%）和3亿元“20宜春创业MTN001”（票面利率5.8%），公司应付债券增至31.40亿元，占总负债比重的33.70%。长期应付款主要为融资租赁款，2020年小幅增长，融资成本在6%-7%之间。

表7 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	16,100.00	1.52%	8,100.00	0.87%	2,000.00	0.24%
其他应付款	47,891.33	4.53%	18,337.85	1.97%	108,986.36	13.09%
一年内到期的非流动负债	137,731.55	13.02%	120,656.71	12.95%	63,994.47	7.68%
流动负债合计	237,834.41	22.48%	200,418.06	21.51%	218,363.12	26.22%
长期借款	197,133.20	18.63%	166,133.20	17.83%	113,083.20	13.58%
应付债券	386,000.00	36.49%	314,000.00	33.70%	280,000.00	33.62%
长期应付款	88,577.01	8.37%	97,695.88	10.48%	89,133.11	10.70%
非流动负债合计	820,097.62	77.52%	731,358.84	78.49%	614,422.36	73.78%
负债合计	1,057,932.03	100.00%	931,776.90	100.00%	832,785.48	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、2021 年未经审计一季报财务报表，中证鹏元整理

公司总债务规模持续增长，截至2021年3月底，公司总债务规模为83.58亿元，占公司总负债的比重有所上升。从长短期债务结构来看，公司总债务主要集中在长期债务，长短期债务结构较为稳定。

图3 2021年3月末公司债务占负债比重

图4 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、2021 年未经审计一季报财务报表，中证鹏元整理

从主要偿债能力指标来看，公司资产负债率有所升高，现金短期债务有所下降。由于公司加大融资力度，总负债规模上升，利息支出增加，EBITDA利息保障倍数有所下降，息税折旧摊销前收益无法覆盖利息支出，偿债压力较大。

表8 公司偿债能力指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	42.90%	39.96%	39.12%
现金短期债务比	1.18	1.14	2.16
EBITDA 利息保障倍数	--	0.61	1.37

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、2021 年未经审计一季报财务报表，中证鹏元整理

七、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2018年1月1日至报告查询日（2021年6月2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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年12月31日，公司对外担保余额为10.28亿元，占期末所有者权益的7.34%，具体见下表。公司对外担保对象全部为国有企业，但对外担保规模较大，且均未采取反担保措施，仍存在一定的或有负债风险。

表9 截至2020年12月31日公司对外担保明细（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	47,000	2031/01/04	否
宜春交通投资集团有限公司	10,000	2022/9/24	否
	10,000	2021/6/12	否
江西经都实业有限公司	32,500	2030/5/21	否
	2,300	2021/8/24	否
	1,000	2022/9/26	否
合计	102,800	-	-

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

八、结论

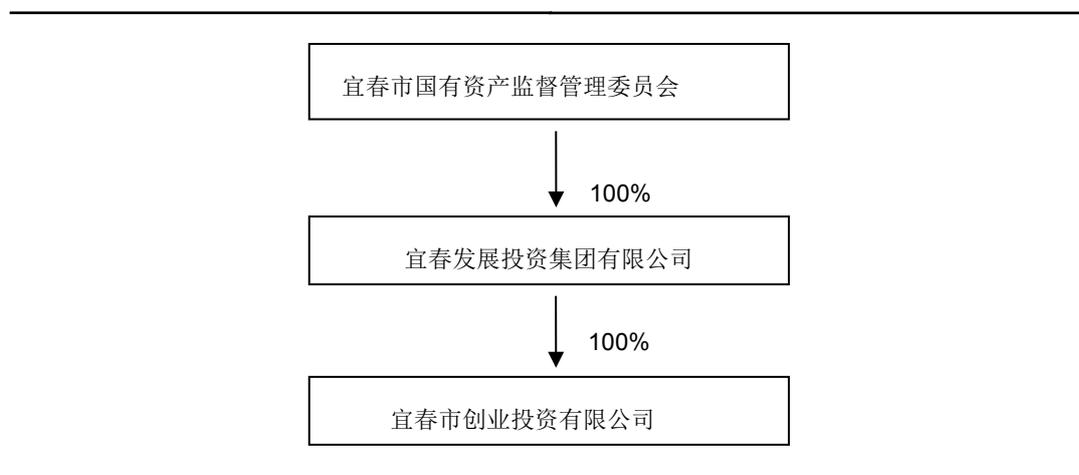
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	19.23	16.52	16.61	2.88
其他应收款	48.34	38.29	35.16	28.40
存货	44.47	44.61	43.02	44.22
流动资产合计	127.19	112.01	110.48	92.11
投资性房地产	102.34	105.21	91.58	47.09
非流动资产合计	119.41	121.17	102.41	68.95
资产总计	246.60	233.18	212.89	161.06
短期借款	1.61	0.81	0.20	0.00
一年内到期的非流动负债	13.77	12.07	6.40	3.04
流动负债合计	23.78	20.04	21.84	10.01
长期借款	19.71	16.61	11.31	10.78
应付债券	38.60	31.40	28.00	14.00
长期应付款	8.86	9.77	8.91	4.89
递延所得税负债	14.84	15.35	13.22	0.00
非流动负债合计	82.01	73.14	61.44	29.67
负债合计	105.79	93.18	83.28	39.68
总债务	83.58	72.30	55.92	32.72
所有者权益	140.81	140.00	129.61	121.38
营业收入	3.48	10.96	10.20	7.47
营业利润	0.22	1.83	2.60	1.69
其他收益	0.00	0.87	0.51	0.51
利润总额	0.29	1.84	2.60	1.69
经营活动产生的现金流量净额	0.66	6.92	4.26	0.50
投资活动产生的现金流量净额	-8.08	-14.04	-9.75	-4.55
筹资活动产生的现金流量净额	10.74	5.39	19.17	0.39
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
综合毛利率	10.43%	13.28%	17.70%	17.77%
收现比	0.46	1.35	1.32	1.19
资产负债率	42.90%	39.96%	39.12%	24.64%
现金短期债务比	1.18	1.14	2.16	0.94
EBITDA（亿元）	--	2.35	3.32	1.89
EBITDA 利息保障倍数	--	0.61	1.37	1.02

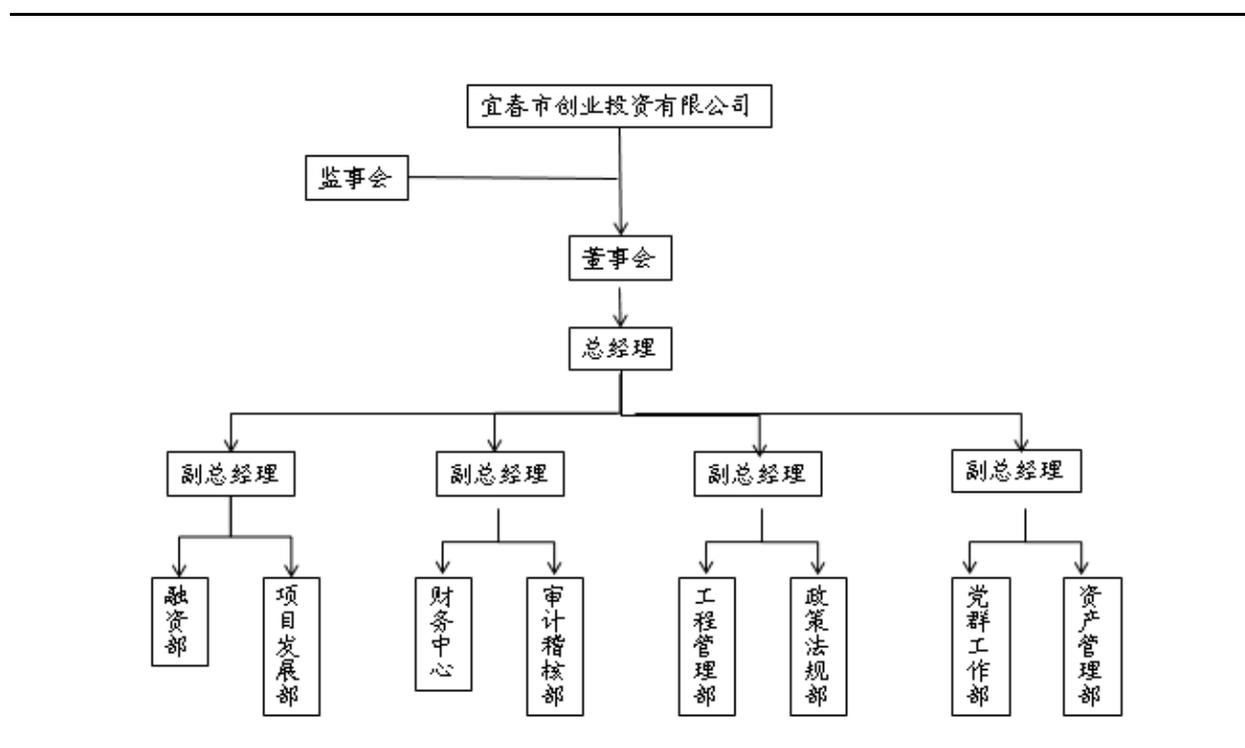
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、2021 年未经审计一季报财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年底）



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年底）



资料来源：公司提供、中证鹏元整理

附录四 2020 年底纳入公司合并报表范围的子公司情况（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	2,000.00	100.00%	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	10,000.00	100.00%	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	500.00	100.00%	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	5,000.00	100.00%	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、化工产品与原料(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。
宜春市创业投资一号中心（有限合伙）	5,000.00	99.98%	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	100.00%	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	80.00%	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	60.00%	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	85.00%	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	100.00%	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	100.00%	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	100.00%	强化复合地板与相关产品的加工、销售
宜春市创融私募股权基金管理有限公司	1,000.00	100.00%	创业投资、资产管理、股权投资
宜春金都酒店管理有限公司	5,000.00	100.00%	酒店管理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。