



2015年九江市置地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年九江市置地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	2021-06-28	2020-06-24

评级观点

- 中证鹏元对九江市置地投资有限公司（以下简称“九江置地”或“公司”）及其 2015 年 03 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：九江市经济发展较好，公司作为九江市重要的保障房建设及国有房产经营管理主体，业务具有良好的持续性，并继续获得政府支持；但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，业务回款能力较差，债务压力较大，且存在一定的或有负债等风险因素。

未来展望

- 公司作为九江市保障房建设及国有房产经营管理主体，业务持续性较好，仍可能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 九江置地债/PR 九江置

债券剩余规模：2.4 亿元

债券到期日期：2022-03-23

偿还方式：每年付息一次，分次还本，在存续期的第 3-7 年分别按照发行总额 20%的比例偿还债券本金

联系方式

项目负责人：刘诗华
liushh@cspengyuan.com

项目组成员：邹火雄
zouhx@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	210.46	209.81	204.33	181.31
所有者权益	95.77	95.67	93.60	90.58
总债务	--	72.57	72.32	52.55
资产负债率	54.50%	54.40%	54.19%	50.04%
现金短期债务比	--	1.13	0.87	1.01
营业收入	0.88	15.03	19.19	26.80
其他收益	0.00	2.26	2.52	1.65
利润总额	0.10	2.33	2.96	2.13
销售毛利率	19.95%	8.25%	7.08%	5.25%
EBITDA	--	3.78	4.21	3.31
EBITDA 利息保障倍数	--	0.93	1.49	1.26
经营活动现金流净额	-1.16	1.84	-1.44	-2.88
收现比	1.68	0.19	0.13	0.07

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及 2021 年第一季度未经审计的财务报表，中证鹏元整理

优势

- **外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础。**九江市以石油化工、钢铁有色冶金、现代纺织、装备制造和电力能源为主导产业，2020年九江市GDP持续增长，增速高于全国平均水平，区域经济整体保持较快增长。
- **代建业务收入来源有较好保障。**公司主营业务为保障房建设及国有房产的经营管理，截至2020年末公司在建项目投资规模较大，均已签订代建协议，代建业务收入来源有较好保障。
- **继续获得外部较大力度的支持。**跟踪期内公司继续获得了九江市财政局的支持，2020年九江市财政局在资金补助等方面给予了公司较大支持，有效提升了盈利能力和资本实力。

关注

- **公司资金较大程度被占用，资产流动性较弱。**公司资产以存货和应收款项为主，存货主要由保障房构成，集中变现存在一定难度；应收款项占总资产比重较大且回收时间不确定，形成较大的资金占用，资产流动性较弱。
- **公司面临一定的资金压力。**公司主业回款能力较差，2020年收现比为0.19；截至2020年末公司主要的在建项目尚需投资金额较大，面临一定的资金压力。
- **公司总债务规模较大，偿付压力较大。**截至2020年末，公司有息债务维持较大规模，跟踪期内现金短期债务比有所提升但EBITDA利息保障倍数表现不佳，公司存在较大的债务压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保金额合计11.70亿元，为同期末净资产的12.23%，均无反担保措施，公司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03月23日发行7年期12亿元公司债券，募集资金计划用于九江市中心城区六个保障性住房建设项目，具体包括庐山文明新城东侧（怡芳苑）建设项目、庐山大道以东（怡居苑二期）建设项目、九园路（怡庐苑）建设项目、学院路东侧（怡和苑二期）建设项目、八里湖（怡景苑）公租房项目及十里大道延伸线东侧（怡溪苑二期）建设项目。截至2020年末6个募投项目均已完工，怡居苑2期、怡芳苑1期、怡和苑2期以及怡景苑已办理以物抵债手续。截至2021年04月25日，本期债券募集资金已使用完毕。

三、发行主体概况

截至2020年末，公司注册资本和实收资本无变化，均为3亿元，均由九江市城市发展集团有限公司（以下简称“九江城发”）出资，公司控股股东为九江城发，实际控制人为九江市国有资产监督管理委员会（以下简称“九江国资委”）。公司主要从事九江市保障性住房的开发建设及运营管理。截至2020年末公司纳入合并报表范围子公司15家，合并范围较上年无变化，报表合并范围详细情况见附录四。

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

九江市经济保持稳步增长，进出口规模较上一年大幅提升

2020年，九江市完成地区生产总值3,240.50亿元，同比增长3.8%。受新冠疫情影响，增速较上年回落4.6个百分点，与江西省增速持平。从产业结构看，九江市仍以第二、第三产业为主，三次产业结构由6.8: 48.4: 44.8调整为7.1: 47.3: 45.6；三次产业对经济增长的贡献率分别为2.8%、48.4%和48.8%。全市人均生产总值65,860元，增长3.6%，与全国人均GDP之比为90.91%。

工业方面，九江市2020年全年规模以上工业增加同比增长4.2%。全市工业七大产业链增加值同比增长7.1%。其中，石油化工、纺织服装、新材料、绿色食品、电子信息（含电器、光伏）、钢铁有色和装备制造业占全市规模以上工业增加值的比重分别为19.25%、12.31%、15.61%、5.08%、11.89%、13.55%和14.82%。

固定资产投资方面，2020年九江市固定资产投资同比增长9.0%，增速较上年上涨0.3个百分点。分产业看，第一产业投资同比增长0.5%，第二、三产业投资分别同比增长6.2%和17.2%；非国有投资同比增长9.0%，全市亿元以上重大项目完成投资同比增长8.8%；其中亿元以上新开工项目完成投资同比增长34.6%，全年房地产开发投资158.14亿元，同比增长4.4%。消费品零售保持较快增长，2020年九江市社会消费品零售总额1,196.1亿元，同比增长3.1%。

进出口规模大幅增长，2020年全市进出口总额为448.69亿元，比上年增长28.3%，其中出口372.51亿元，增长27.9%。受疫情影响，九江市2020年上半年进出口贸易额大幅下滑，直至6月份贸易额由负转正，之后连续6个月进出口规模增速保持在10%~30%范围内，其中以机电产品和衣着附件为主要出口商品，外贸结构加速提档升级。

表1 九江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（GDP）	3,240.50	3.8%	3,121.05	8.4%
第一产业增加值	228.56	2.0%	212.05	2.9%
第二产业增加值	1,534.10	3.6%	1,509.81	8.0%
第三产业增加值	1,477.84	4.3%	1,399.19	9.5%
工业增加值	-	4.2%	-	8.4%
固定资产投资	-	9.0%	-	8.7%
社会消费品零售总额	1,196.1	3.1%	838.98	11.6%

进出口总额	448.69	28.3%	349.7	-2.2%
存款余额	4,156.97	9.14%	3,809.01	12.97%
贷款余额	3,502.9	19.43%	2,933.19	16.4%
人均 GDP (元)		65,860		63,584
人均 GDP/全国人均 GDP		90.91%		89.69%

注：2020 年人均 GDP 按 2019 年常住人口数计算；“-”表示数据未公开披露。

资料来源：九江市 2020 年国民经济和社会发展统计公报

2020 年九江市实现公共财政收入 286.44 亿元，同比增长 0.9%；税收收入为 449.39 亿元，下降 1.5%，占财政总收入比重为 82.4%。同期九江市公共财政支出为 652.57 亿元，同比增长 0.1%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 43.89%，财政自给能力一般。

五、经营与竞争

公司承担了九江市保障房建设及国有房产的经营管理等职能，收入主要来源于保障房代建、房屋销售收入、土地整治业务以及其他业务。2020 年公司主营业务收入实现 14.92 亿元，同比下滑 21.88%，主要系随着代建项目的逐渐完工，2020 年度结转建设项目减少所致；当年新增土地整理收入，主要来源于整理捷成印染厂地块及原鸿丰土地，土地面积合计 155.40 亩。2020 年主营业务毛利率较上年有所上升，主要系新增土地整治毛利率较高所致。

表 2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
保障房代建	7.46	5.43%	15.69	5.72%
土地整治	3.72	16.67%	-	-
房屋销售收入	1.93	-5.68%	2.26	7.70%
租赁收入	0.86	34.46%	0.90	37.81%
贸易业务	0.66	4.08%	0.07	4.15%
其他	0.28	-	0.18	-
合计	14.92	8.40%	19.10	7.29%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建业务收入来源有较好保障，但仍面临一定的资金压力

公司主要依照九江市政府的计划和指令对九江市保障房进行开发建设。2017 年根据九江市政府的统一调度，九江市住房保障和房产管理局作为保障房的业务主管单位。2017 年公司与九江市住房保障和房产管理局重新签订了委托开发建设项目协议，约定按完工进度进行结算，根据各项目所发生的项目成本加成 10% 确定为各期价款，签订协议项目包括怡芳苑 1 期、怡居苑 1 期、怡濂苑、怡溪苑 1 期、怡和苑 2 期、怡居苑 2 期、怡溪苑 2 期、怡景苑、怡芳苑 1 期、怡庐苑 1 期、怡庐苑 2 期、怡芳苑 2 期、怡美苑、怡溪苑 3 期。

2018年九江市住房保障和房产管理局（后更名为九江市住房保障中心）就怡庐苑2期、怡芳苑2期2个项目公租房共14,845套与公司签订委托开发建设项目协议，约定按项目成本加成10%确定为各期价款；2018年公司就怡溪苑2期、怡溪苑3期、怡庐苑1期3个项目公租房共7,872套与九江市住房保障和房产管理局签订委托开发建设项目协议，约定按项目成本加成15%确定为各期价款。

2020年公司确认保障房建设代建收入7.46亿元，回款收现情况仍较差，2020年公司应收九江市住房保障中心59.16亿元，规模较大且回收时间不确定。2020年毛利率下降主要系确认怡芳苑2期及怡庐苑2期金额较大，且按10%确认收入，项目加成比例较上年有所降低。截至2020年末公司主要保障房项目均已完工，预计投资总额达142.03亿元，已完成投资126.49亿元，在建项目尚需投资15.54亿元，均已签订代建协议，后续代建业务收入来源仍有较好保障，但也面临一定的压力。

表3 2020年保障房代建收入明细（单位：亿元）

项目名称	确认收入	结转成本
怡芳苑2期	3.62	3.46
怡庐苑2期	2.25	2.14
怡溪苑2期	0.24	0.22
怡溪苑3期	0.28	0.25
怡庐苑1期	1.09	0.99
合计	7.46	7.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 截至2020年12月31日公司主要保障房项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
怡和苑（1期）	4.84	4.14
怡和苑（2期）*	16.79	14.50
怡濂苑	9.29	8.61
怡溪苑（1期）	13.95	12.67
怡溪苑（2期）*	2.85	2.60
怡居苑（1期）	5.1	5.08
怡居苑（2期）*	5.32	5.19
怡美苑	5.33	3.96
怡庐苑（1期）*	13.66	13.09
怡芳苑（1期）*	14.62	14.44
怡景苑*	3.45	3.41
怡溪苑（3期）	2.79	2.31
怡庐苑（2期）	14.97	12.78
怡芳苑（2期）	29.07	23.72
合计	142.03	126.49

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4中标“*”为本期债券募投项目，公司就募投项目的六个保障房项目与九江市财政局签订了《委托开发建设项目回购协议》，六个项目由公司投资建设，九江市财政局安排回购。截至2020年末，怡居苑2期、怡芳苑1期、怡和苑2期以及怡景苑已完成以物抵债手续；怡庐苑及怡溪苑2期后续计划仍以物抵债方式进行结算。

2020年保障房销售收入略有减少，土地整治业务对营业收入形成良好支撑，但土地整理业务收入规模易受政府土地规划及土地一级市场影响

2020年公司房屋销售收入主要来源于九龙新城销售0.63亿元，以及保障房销售1.30亿元。九龙新城项目是面向特定对象销售的商品房住宅小区，规划建筑面积44.65万平方米，计划总投资20亿元，实际已投资29.53亿元。2020年九龙新城房屋销售收入主要是结转前期预售款，期末九龙新城项目计入存货-开发成本账面价值为4.57亿元。

根据九国资字【2018】163号文批复，公司计划对14处安置房办理以物抵债，目前已办理9处保障房以物抵债手续，剩余5处预计于2021年完成变更。2020年末以资抵债部分保障房账面价值为71.14亿元。2019年以物抵债部分保障房以低于市场价格销售，销售对象需要符合九江市保障房住户资格，比如年龄、年收入等限制，意向购买对象提交材料审核通过后需摇号购买。2020年商品房销售收入毛利率为负主要系九龙新城建设成本尚未结转完，同时九龙新城名下未开发土地及尚未对外销售的商铺成本较大。

公司以物抵债部分保障房预计60%销售，40%用于出租获取租金收入，2020年底保障房计入存货-开发产品账面价值为72.06亿元，剩余可销售面积较大为219.59万平方米，但仍需关注保障房销售受房地产市场行情及调控政策等影响存在波动可能。

2020年公司新增土地整治业务收入3.72亿元，主要为整理捷成印染厂地块以及原鸿丰土地。根据公司与九江市土地储备中心（以下简称“土储中心”）签订的《国有土地使用权收储合同》的约定，土地整治金额按照土地收储成本加成20%进行结算。土地整治成本明细见表5。

表5 截至2020年12月31日公司主要土地整治项目明细表（单位：亩、亿元）

项目名称	面积	预计总投资	累计总投资
九星公路东侧（捷成印染厂地块）	55.35	1.06	1.06
庐山大道东侧，庐山新城西侧（原鸿丰土地）	100.05	2.05	2.05
合计	155.40	3.11	3.11

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

租金业务与物业费业务对公司收入形成一定补充

2020年公司实现租金收入0.86亿元，主要来源于怡溪苑1期、2期、3期、怡景苑、730处市直公房及怡康苑、怡祥苑、怡嘉苑的保障房租金收入。

由于怡康苑、怡嘉苑、怡祥苑三个廉租房和市管公房以前均由九江市房地产公司（以下简称“九江

地产”）管理，虽然市政府将上述房产注入公司（公司已完成产权过户），但房产的经营和管理仍由九江地产负责，根据公司和九江地产签订的《委托出租管理协议》：公司授权九江地产仍以其名义签订对外出租协议，九江地产将收取的租金扣除管理费后支付给公司。怡溪苑1期和怡景苑的租金直接由公司收取。值得注意的是，截至2020年末，公司近年来的租金收入形成对九江地产应收账款2.14亿元，对九江市国资委2.97亿元（原为应收九江地产，2018年已转为应收九江市国资委），以上两项应收账款回款时间不确定。

2020年公司实现物业费收入0.13亿元，同比增长38.29%，主要来源于子公司九江市天杰物业服务有限公司（以下简称“天杰物业”）的收入。地源热泵使用费收入是来自于公司自有销售的房产九龙新城以及经营九龙新城小区业主空调使用费、热水费。2020年地源热泵使用费收入毛利持续为负，主要系前期投入安装成本较多，当年亏损较上年有所扩大。

跟踪期内，公司继续获得外部较大力度的支持

公司作为九江市保障房建设的运营主体，跟踪期内九江市政府通过资本金注入、财政补贴的形式继续给予公司较大力度的支持。根据九江市人民政府文件（九府办抄字【2020】336号），2020年公司收到九江市财政局的专项资金补贴款2.26亿元。此外，根据九江市人民政府办公室抄告单（九府办抄字【2020】33号），公司收到国有企业资本金注入717万元。九江市财政局对公司的资金注入以及财政补贴，提升了公司资本实力和盈利能力。

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2019-2020年审计报告以及2021年3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制，2020年公司无新纳入合并财务报表范围的子公司。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，应收账款对营运资金占用较大，整体资产流动性仍较弱

2020年末公司资产总计209.81亿元，同比增长2.68%。资产结构仍以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

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	16.12	7.66%	20.27	9.66%	25.01	12.24%
应收账款	64.95	30.86%	64.92	30.94%	56.36	27.58%

其他应收款（合计）	14.62	6.94%	12.40	5.91%	8.00	3.92%
存货	94.06	44.69%	91.58	43.65%	94.86	46.43%
流动资产合计	192.25	91.35%	191.62	91.33%	186.06	91.06%
可供出售金融资产	1.77	0.84%	1.77	0.84%	1.21	0.59%
固定资产	16.27	7.73%	16.28	7.76%	16.95	8.29%
非流动资产合计	18.21	8.65%	18.19	8.67%	18.27	8.94%
资产总计	210.46	100.00%	209.81	100.00%	204.33	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及 2021 年第一季度未经审计的财务报表，中证鹏元整理

截至2020年末公司货币资金余额为20.27亿元，其中使用受限制的货币资金5.16亿元，较上年增长107.75%，主要为新增4亿元存单质押以及1.08亿元银承保证金。

2020年末公司应收账款余额为64.92亿元，同比增长15.19%，主要系应收九江市住房保障中心保障房代建款59.16亿元。此外，公司应收账款还包括九江市国资委2.97亿元，九江市房地产公司2.14亿元以及应收民企合计0.64亿元。其他应收款主要为往来款、土地收储款以及保证金，截至2020年末公司其他应收款账面价值为12.40亿元，同比增长55.00%，包括应收九江市国有资产管理委员会4.62亿元往来款，较上年无变化。公司应收款项占总资产比例为36.85%，对公司营运资金占用较大，回收时间存在不确定性。

公司的存货账面价值为91.58亿元，主要由开发产品和保障房的建设开发成本构成。存货账面价值较上年同比下滑，主要系捷成印染厂地块及原鸿丰土地被收储，土地使用权账面价值减少至3.50亿元，较上年下降46.97%。

2020年末，公司其他流动资产包括委托贷款1.09亿元及预缴税费0.52亿元。委托贷款对象为九江市荣达制衣厂、九江华洋建筑工程有限公司、九江茂新置业有限公司、都昌汽车站项目（江西裕胜方辉房地产开发有限公司）以及九江市幸福茂文化发展有限公司，上述单位借款均签订了借款合同，同时办理了抵押物登记。固定资产仍为政府作为资本投入注入的市管公房和廉租房，较上年末变化较小。

综上所述，公司2020年资产规模略有增长，资产构成主要为保障房及应收款项，其中受限资产合计7.53亿元，较上年增加212.45%；应收款项合计77.32亿元，合计占总资产比重为36.85%，回收时间不确定，对公司资金形成较大程度的占用，资产整体流动性较弱。

收入质量与盈利能力

2020年公司收入有所下滑，收现能力仍不佳，外部支持较好的提升盈利能力

2020年公司营业收入实现15.03亿元，同比下滑21.68%，主要系代建项目逐渐完工，结转建设项目减少；公司收入主要来源于保障房回购以及土地整治收入。截至2020年末，公司无拟建的保障房业务，未来公司业务转为以运营及承接城市基础设施建设项目为主。2020年收现比为0.19，经营活动收现能力较差。

公司2020年综合毛利率为8.25%，与上年相比略有上升，主要系土地整理业务毛利率较高。跟踪期内公司收到营运资金补贴2.26亿元，占利润总额的97.00%，政府补贴收入对盈利形成较好补充。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年1-3月	2020年	2019年
营业收入	0.88	15.03	19.19
收现比	1.68	0.19	0.13
营业利润	0.10	2.32	2.96
其他收益	0.00	2.26	2.52
利润总额	0.10	2.33	2.96
销售毛利率	19.95%	8.25%	7.08%

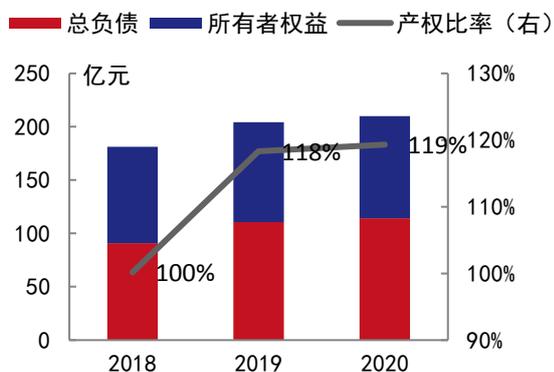
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及 2021 年第一季度未经审计的财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司有息债务维持较大规模，债务压力依然存在

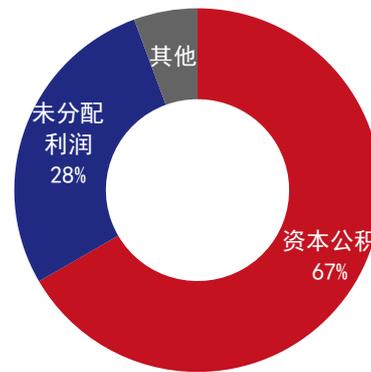
公司2020年末所有者权益为95.67亿元，较上年略有增长，主要系2020年利润累积。2020年末负债规模为114.15亿元，产权比率为119%，同比略有上升，所有者权益对负债的覆盖程度持续下滑。2020年公司流动负债同比下降11.25%，主要系偿还较大规模的一年内到期的非流动负债所致。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末公司短期借款余额为4.60亿元，主要为保证借款及信用借款。截至2020年末公司应付账款账面价值为6.20亿元，同比增长80.23%，主要为应付工程款。截至2020年末公司其他应付款账面价值为22.89亿元，较上期略有增加，本期其他应付款仍主要为九江市国资委21.86亿元的无息债务置换款。2020年底一年内到期的非流动负债同比下降55.94%，主要系一年内到期的应付债券金额减少。

2020年公司融资规模与上年保持一致，债券融资占比提高，2020年公司新增发行债券合计15.5亿元。2020年末长期借款账面余额为9.60亿元，主要新增向民生银行南昌分行以定期存单作为质押的3.80亿元

借款。2020年末应付债券账面余额41.80亿元，同比增加45.14%，主要系当年新增发行5.5亿元短期融资债券、5亿元PPN以及5亿元非公开发行公司债。截至2020年末公司长期应付款同比减少63.16%，主要系一年内到期金额减少导致，且子公司九江市天图实业有限公司对江西银行九江市分行的2.50亿元明股实债资金于2020年1月已偿还。

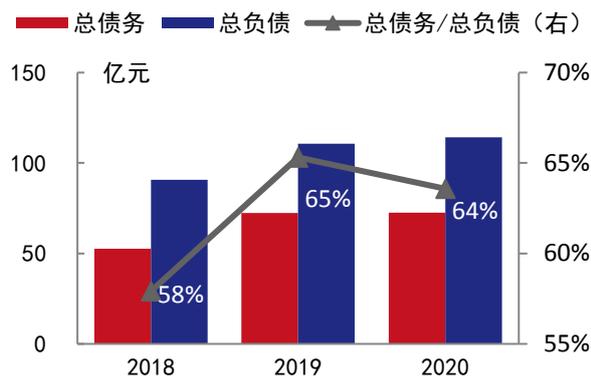
表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

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	4.20	3.66%	4.60	4.03%	0.90	0.81%
应付账款	6.46	5.63%	6.20	5.43%	3.44	3.11%
其他应付款	26.56	23.16%	22.89	20.05%	22.69	20.49%
一年内到期的非流动负债	9.30	8.10%	12.20	10.69%	27.69	25.01%
流动负债合计	59.01	51.45%	59.46	52.09%	67.00	60.51%
长期借款	9.60	8.37%	9.60	8.41%	6.00	5.42%
应付债券	42.80	37.32%	41.80	36.62%	28.80	26.01%
长期应付款	3.29	2.87%	3.29	2.88%	8.93	8.06%
非流动负债合计	55.69	48.55%	54.69	47.91%	43.73	39.49%
负债合计	114.70	100.00%	114.15	100.00%	110.73	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及 2021 年第一季度未经审计的财务报表，中证鹏元整理

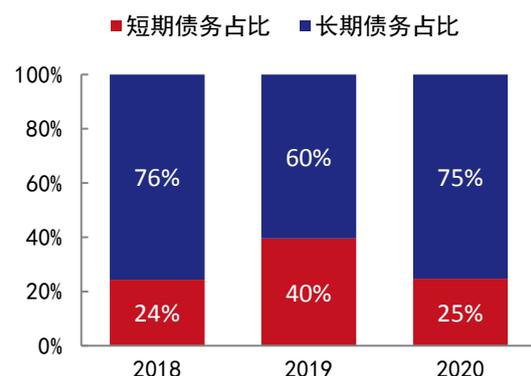
截至2020年末，公司有息债务余额72.57亿元，占总负债的63.57%，有息债务维持较大规模，公司面临较大偿付压力。

图 3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司仍保持较大融资规模，资产负债率连续两年为54%以上。2020年末现金短期债务比1.13，短期偿债压力尚可。EBITDA利息保障倍数表现略差，同时公司在建项目资金需求量大，且主业回款较差，未来融资规模预计会持续增加，公司债务压力将进一步加大。

表9 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	54.50%	54.40%	54.19%
现金短期债务比	1.12	1.13	0.87
EBITDA 利息保障倍数	--	0.93	1.49

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2020 年 3 月报表，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（下述公司报告查询日分别为：2021年4月6日；2021年4月9日；2021年4月9日；2021年4月6日；2021年4月9日），公司本部及子公司：九江市天杰物业服务有限公司、九江市天捷贸易有限公司、九江市天祥商业发展有限公司、九江市天行建设工程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年末，公司对外担保金额合计11.70亿元，为同期末净资产的12.23%，均为对九江城发的担保，无反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表10 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
九江市城市发展集团有限公司	3.90	2021/3/21	否
九江市城市发展集团有限公司	7.80	2021/3/22	否
合计	11.70	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、结论

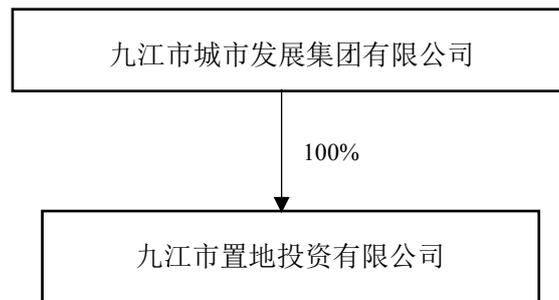
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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	16.12	20.27	25.01	12.91
应收账款	64.95	64.92	56.36	39.25
存货	94.06	91.58	94.86	101.76
流动资产合计	192.25	191.62	186.06	162.58
非流动资产合计	18.21	18.19	18.27	18.73
资产总计	210.46	209.81	204.33	181.31
短期借款	4.20	4.60	0.90	4.90
其他应付款	26.56	24.38	24.05	25.03
一年内到期的非流动负债	9.30	12.20	27.69	7.91
流动负债合计	59.01	59.46	67.00	50.99
长期借款	9.60	9.60	6.00	1.99
应付债券	42.80	41.80	28.80	29.50
长期应付款	3.29	3.29	8.93	8.25
非流动负债合计	55.69	54.69	43.73	39.74
负债合计	114.70	114.15	110.73	90.73
总债务	--	72.57	72.32	52.55
所有者权益	95.77	95.67	93.60	90.58
营业收入	0.88	15.03	19.19	26.80
营业利润	0.10	2.32	2.96	2.13
其他收益	0.00	2.26	2.52	1.65
利润总额	0.10	2.33	2.96	2.13
经营活动产生的现金流量净额	-1.16	1.84	-1.44	-2.88
投资活动产生的现金流量净额	-0.03	-0.46	-1.28	6.38
筹资活动产生的现金流量净额	-2.78	-11.23	16.25	-8.57
财务指标	2021年1-3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	19.95%	8.25%	7.08%	5.25%
收现比	1.68	0.19	0.13	0.07
资产负债率	54.50%	54.40%	54.19%	50.04%
现金短期债务比	--	1.13	0.87	1.01
EBITDA（亿元）	--	3.78	4.21	3.31
EBITDA 利息保障倍数	--	0.93	1.49	1.26

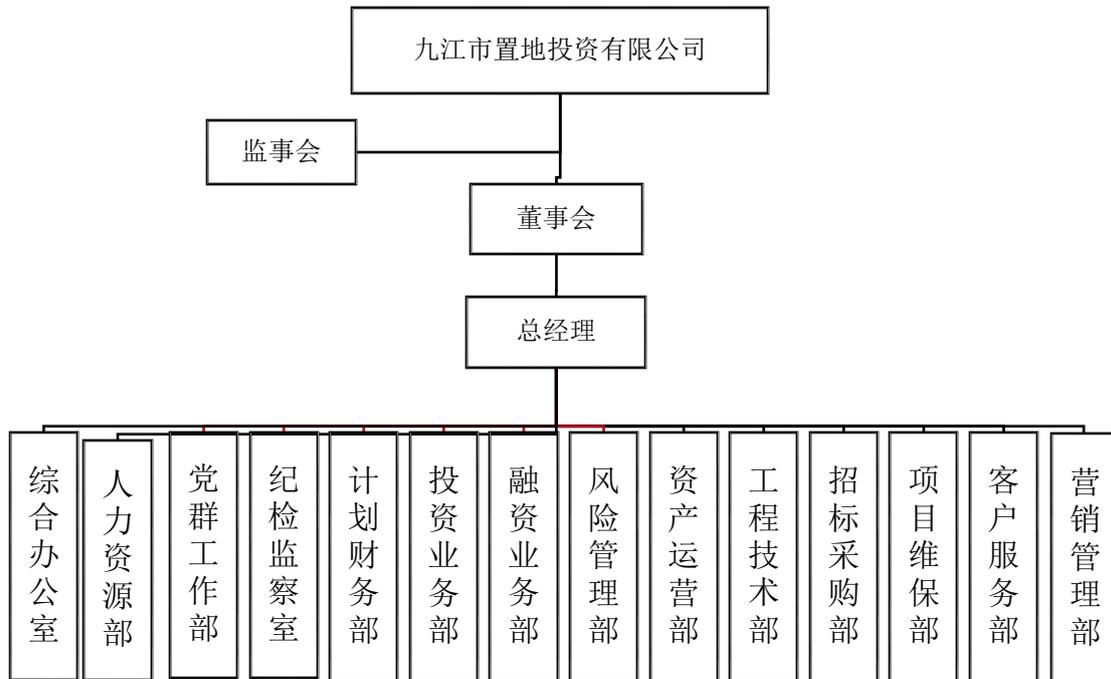
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及 2021 年第一季度未经审计的财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：国家企业信用信息公示系统

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年 12 月末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	设立方式
九江市高改快道路工程有限公司	15,000	100%	投资设立
九江市天择地产顾问有限公司	200	100%	投资设立
九江市天睿企业管理咨询有限公司	200	100%	投资设立
永修置永投资有限公司	50,000	51%	投资设立
九江市天行建设工程有限公司	8,000	100%	投资设立
九江市天祥商业发展有限公司	15,000	100%	投资设立
九江市仁汇投资管理有限公司	8,000	100%	投资设立
永修县有机硅孵化基地项目管理有限公司	5,110.70	66.1%	投资设立
永修县龙山小区二期项目管理有限公司	5,761	85.1%	投资设立
共青城仁汇基金管理有限公司	2,000	100%	投资设立
九江市和沅金融服务有限公司	10,000	90%	投资设立
九江市天图实业有限公司	60,000	100%	投资设立
九江市天杰物业服务有限公司	500	100%	投资设立
九江市天捷贸易有限公司	1,000	100%	投资设立
九江市置地鑫杰物业服务有限公司	500	51%	投资设立

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。