



# 2018年第一期、第二期永修县城市建设投资开发有限公司公司债券2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2018年第一期、第二期永修县城市建设投资开发有限公司公司债券 2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
18 永修城投 01/PR 永修 01	AA	AA
18 永修城投 02/PR 永修 02	AA	AA

## 评级日期

2022年6月29日

## 联系方式

项目负责人：何佳欢  
hejh@cspengyuan.com

项目组成员：陈念  
chenn@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元维永修县城市建设投资开发有限公司（以下简称“永修城投”或“公司”）的主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定；维持“18 永修城投 01/PR 永修 01”、“18 永修城投 02/PR 永修 02”的信用等级为AA。
- 该评级结果是考虑到：区域经济环境较好，为公司发展提供了良好的基础；公司未来业务持续性较好，获得一定的外部支持；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，存在一定的债务压力及或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 预计公司业务持续性较好，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。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
总资产	149.80	150.22	143.99
所有者权益	78.83	77.75	76.35
总债务	45.86	51.78	56.48
资产负债率	47.38%	48.24%	46.98%
现金短期债务比	2.30	3.37	10.94
营业收入	11.90	10.25	9.10
其他收益	0.95	0.00	0.83
利润总额	1.16	1.56	1.52
销售毛利率	11.28%	21.95%	24.99%
EBITDA	2.92	3.10	4.34
EBITDA 利息保障倍数	1.10	1.46	1.48
经营活动现金流净额	0.30	8.03	-7.29
收现比	128.50%	162.50%	107.21%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **永修县是赣江新区的重要组成部分，GDP 总量与财政收入居九江市中上游。**永修县位于昌九产业走廊的核心地带，是国家级新区——赣江新区的四大组团之一，有机硅为特色优势产业，近年永修县 GDP 和一般公共预算收入稳定增长，规模位于九江市中上游。
- **公司业务持续性仍然较好。**公司是永修县重要的基础设施建设主体，2021 年末在建基础设施项目总投资规模较大，未来收入有较好保证。

## 关注

- **公司资产流动性较弱。**2021 年公司应收款项规模较大，回收时间不确定，其中对民营企业应收款项存在回收风险；土地资产占比较大，其中大部分未缴纳土地出让金。
- **在建项目尚需投资资金较大。**截至 2021 年末，公司主要在建工程项目计划总投资额 86.63 亿元，累计已完成投资额 66.50 亿元，至少尚需投资 23.35 亿元，面临一定的资金压力。
- **公司总债务规模较大，存在一定债务压力。**截至 2021 年末公司总债务规模仍较大，现金短期债务比、EBITDA 利息保障倍数同比均下降。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保金额较大，担保对象为国企但未设置反担保措施。

## 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

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	2		资产负债率	5
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	7
	公共财政收入	2		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	4			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		很小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-6-23	何佳欢、谢海琳	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA	2018-4-16	王哲、钟继鑫	<a href="#">城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0)</a> 、 <a href="#">城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
18 永修城投 01/PR 永修 01	5.00	3.00	2021-6-23	2025-5-2
18 永修城投 02/PR 永修 02	9.00	7.20	2021-6-23	2025-8-27

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2018年5月发行7年期5亿元公司债券（18永修城投01），于2018年8月发行7年期9亿元公司债券（18永修城投02），募集资金原计划用于恒丰产业园标准厂房及配套设施建设项目和龙山片区、滨湖片区棚户区改造保障性住房建设项目。

2019年6月5日，公司发布《永修县城市建设投资开发有限公司关于拟变更债券募集资金用途的公告》，由于永修县整体区域规划有所调整，原募投项目暂缓实施，公司变更募集资金使用用途，用于建设永修县2018年棚户区改造安置房建设项目和永修县马口产业园标准厂房及配套设施建设项目。截至2022年6月2日，18永修城投01募集资金专项账户余额为26.20万元；截至2022年5月31日，18永修城投02募集资金专项账户余额为40.36万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2021年末，公司注册资本和实收资本仍为10,000.00万元，控股股东仍为江西赣江新区永修投资集团有限公司（以下简称“赣江新区永修集团”），实际控制人仍为永修县国有资产监督管理局。2021年7月4日，监事会主席由王珊玫变更为龙毅；2022年1月26日，公司董事长、法定代表人由叶新变更为吕华；2022年2月24日，龙毅不再担任监事会主席，马祖良、熊琼燕、蔡元海不再担任监事。

2021年公司仍主要从事永修县基础设施和安置房建设、商品房销售、物业租售及材料销售业务。2021年公司合并范围无变更，期末纳入合并范围的子公司共11家，见附录四。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展

格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

**2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势**

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性

债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

## 区域经济环境

**永修县位于昌九产业走廊的核心地带，也是赣江新区的重要组成部分，区位优势明显，交通便利，有机硅为区域特色优势产业，近年财政收入稳定增长，GDP总量与财政收入居九江市中上游**

**区位特征：**永修县位于昌九产业走廊的核心地带，也是赣江新区的四大组团之一，交通优势明显。永修县位于江西省北部，九江市南部，南邻南昌市，是九江市下辖县，总面积1,947平方公里。永修县位于昌九产业走廊的核心地带，也是国家级新区——赣江新区的重要组团之一，距省会城市南昌38公里、距沿江重要城市九江80公里。根据第七次全国人口普查公报，截至2020年11月1日零时，永修县常住人口数为31.64万人，与2010年第六次全国人口普查相比，十年共减少5.97万人，减少15.88%，存在一定的青壮年人口流失现象。

永修县有丰富的农业资源，素有“鱼米之乡”的美称，有耕地和水面100万亩，山地和草地100万亩，是全国商品粮基地、全国优质棉基地、全国重点渔业县、全国“三高”农业示范县和全省果业生产十强县、全省蔬菜生产十强县和全省粮食生产先进县。此外，永修境内有铋、铜、钒、河沙等20余种矿产资源，钒矿金属储量达2,400余吨。

永修县交通优势明显，境内有福银、永武两条高速，以及连接南昌和九江的交通要道昌九大道；有京九、昌九城际两条铁路；有105、316两条国道；江西五大河流中的两大河流——修河、潦河贯穿东西。另外，永修县毗邻昌北、九江两个机场，其中永修县城距昌北机场仅18公里；距南昌高铁站仅40分钟车程；永修至南昌的城市公交已开通。

### 图1 赣江新区空间布局图以及永修组团在其中的位置



资料来源：公开资料

**经济发展水平：**永修县经济体量居九江市区县中上游，2021年GDP增速位居九江市第一。近年永修县地区生产总值持续增长，2021年全年地区生产总值完成291.18亿元，增长9.4%，增速位列九江市区县中第一，三次产业结构比为9.8:53.4:36.8，经济结构以第二产业为主。永修县主要经济指标保持较高增速，2021年固定资产投资总额增长10.2%、实际利用外资总额增长9.7%，社会消费品零售总额增长18.6%，主要经济指标表现均较好，总体来看，永修县的经济发展水平在九江市居中上游水平。

**表1 2021年九江市各区县经济财政指标情况（单位：亿元）**

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
浔阳区	398.74	8.3%	9.21	7.94	2.71
濂溪区	344.21	9.0%	8.23	17.38	15.48
瑞昌市	308.51	9.2%	7.64	25.22	8.86
<b>永修县</b>	<b>291.18</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.20</b>	<b>20.04</b>	<b>12.72</b>
柴桑区	204.38	8.7%	6.53	15.00	13.36
共青城市	202.72	9.1%	10.41	20.90	11.05
武宁县	201.88	8.8%	6.27	15.12	1.85

庐山市	166.21	9.0%	7.18	18.88	13.29
-----	--------	------	------	-------	-------

注：人均GDP中常住人口数据为第七次人口普查数据；政府性基金收入为2020年度数据。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

**表2 永修县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	291.18	9.4%	250.6	4.5%	242.8	8.4%
固定资产投资	-	10.2%	-	9.6%	-	10.0%
社会消费品零售总额	92.54	18.6%	78.0	4.1%	49.9	12.7%
进出口总额（亿美元）	-	-	248.2	8.0%	229.7	8.7%
人均GDP（元）	92,039		79,219		76,731	
人均GDP/全国人均GDP	113.66%		109.35%		108.24%	

注：各年人均GDP=当年GDP/永修县七普公报公布的永修县常住人口；“-”标表示数据未公开披露

资料来源：永修县2019-2021年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：永修县自然资源丰富，有机硅为特色优势产业，2021年五大新型工业均保持增长。**永修县传统特色优势产业为有机硅，拥有亚洲第一的有机硅单体生产基地，建有省级制造业创新中心——江西赣江新区有机硅创新研究院，有机硅产业龙头有江西蓝星星火有机硅有限公司、卡博特蓝星化工（江西）有限公司等。

近年来永修县以非金属新材料、新型建材、新型电子、新型机械制造和新型仿生制药五大新型工业为发展方向，成立了云山工业园、星火工业园、城南工业园、马口产业园等工业园区，与世界200强企业思科公司共同打造了赣江新区思科产学研创新孵化中心，与中国民营企业500强博能集团合作建设新经济孵化器，积极发展高端制造产业集群。2021年，永修县规模以上工业五大新型产业实现工业总产值501.64亿元，增长23.7%，占全县规模以上工业总产值的75.0%，其中非金属新材料产业实现工业总产值242.27亿元，增长36.1%；新型建材产业实现工业总产值140.8亿元，增长5.6%；新型电子产业实现工业总产值65.6亿元，增长28.5%；新型机械制造业实现工业总产值33.54亿元，增长29.1%；新型仿生制药产业实现工业总产值19.43亿元，增长13.2%。

产业规划方面，十四五期间永修县将加快构建现代产业体系，重点抓好有机硅新材料、绿色建材、电子信息和高端装备、数字经济、文化旅游服务等产业发展。十四五期间永修县将以星火有机硅科创园和有机硅创新研究院为载体，引进汽车、建筑、医用、日用化工等领域有机硅终端应用项目，打造完整有机硅产业链条，力争2025年有机硅产业规模突破1,000亿元。

**财政及债务水平：永修县一般公共预算收入平稳增长，财政自给率逐年上升，但地方政府债务余额也逐年增长。**2019-2021年永修县一般公共预算收入呈稳定增长态势，但税收收入占比逐年降低。受一般公共预算收入增长的有利影响，永修县财政自给率也逐年提高，但总体来看永修县财政自给率仍处于相对较低水平。2019-2021年政府性基金收入成波动态势，其中2020年同比下降，2021年止跌回升，

体现了当地土地出让市场较强的韧性。2019-2021年，永修县地方债务余额呈现较高增速，其中2020年同比涨幅较大，主要受地方政府债规模扩大所致。

**表3 永修县主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	20.04	18.90	17.48
税收收入占比	68.31%	72.27%	77.27%
财政自给率	42.54%	40.14%	33.41%
政府性基金收入	15.61	12.72	13.15
地方政府债务余额	49.78	42.64	29.17

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出

资料来源：中证鹏元数据库，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司是永修县重要的基础设施建设主体，2021年公司营业收入同比增长，工程建设收入为公司主要的收入来源；房屋租赁收入以及砂石收入提供一定的补充；商品房销售收入规模波动较大，同比大幅下降。毛利率方面，2021年公司销售毛利率较上年下降10.67个百分点，主要系高利润的商品房销售收入占比下降所致，工程建设收入毛利率亦有所下降。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	102,024.15	6.04%	55,685.18	9.72%
房屋租赁收入	7,871.80	29.73%	7,699.82	29.15%
采砂权租赁收入	5,660.38	65.62%	3,773.58	48.43%
商品房销售收入	1,399.63	41.20%	29,044.84	40.60%
材料销售收入	1,642.93	19.40%	5,240.17	7.65%
其他	391.29	78.37%	1,106.18	74.89%
<b>合计</b>	<b>118,990.18</b>	<b>11.28%</b>	<b>102,549.77</b>	<b>21.95%</b>

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

工程建设业务是公司收入的主要来源，目前公司在建工程建设项目尚需投资额较大，收入受项目结算进度影响可能存在波动；部分募投项目建设进度不及预期，未来收益存在一定不确定性

公司作为永修县基础设施和安置房建设的重要主体，根据当地人民政府授权，承担永修县范围内的部分项目投资建设，主要包括房屋建设、道路建设、湖泊河道治理等。业务模式上，公司就单个基础设施建设项目与永修县人民政府签订《工程建设项目合同书》，永修县人民政府支付的工程款包括公司投入成本和工程项目利润，公司按承建工程项目的年度完工进度或竣工验收，由双方按协议约定对项目进行审计结算或决算，根据确认的实际投入金额的10%确认工程项目建设管理费。资金回笼方面，工程回

购款由永修县财政局根据财政资金安排和公司情况逐步安排支付，在项目竣工决算后确认的未付工程款，由永修县财政局安排支付，付款期限不超过3年。

2021年，公司工程建设业务结算的主要项目包括永修城中村棚户区改造项目、乡村振兴工程项目、永修县白莲湖景观改造工程项目等。受结算项目增加的影响，2021年公司工程建设收入同比增长较快。毛利率方面，2021年主要工程项目按10%的利润率结算，但受乡村振兴工程项目结算加成比率较低的影响，工程建设业务收入毛利率同比下降3.68个百分点。

**表5 2021年公司主要代建项目收入明细（单位：万元）**

项目名称	收入	成本
永修城中村棚户区改造项目	37,665.91	34,500.71
乡村振兴工程项目	32,110.09	31,782.31
永修县白莲湖景观改造工程项目	15,969.17	14,627.22
永修县河道防洪治理项目	3,789.47	3,471.03
永修县中医院大楼搬迁及设备采购项目	2,557.23	2,342.34
永修县老城公路改造工程	2,537.25	2,324.04
其他零星工程	2,302.50	2,172.66
永修县人民医院传染病大楼项目	1,863.61	1,707.01
永修县湖东新区迎宾大道及万宝路新建工程	1,244.96	1,140.34
永修县党员警示教育基地建设项目	748.12	685.25
永修县学校扩容建新项目	675.90	619.10
湖东新区供电线路建设工程	437.61	400.84
永修县新建工业扶贫车间项目	94.01	86.11
中医院康复中心	28.30	-
<b>合计</b>	<b>102,024.15</b>	<b>95,858.95</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建工程项目计划总投资额86.63亿元，累计已完成投资额66.50亿元，至少尚需投资23.35亿元，作为永修县主要的基础设施建设主体，公司未来仍可能承担其他项目任务，公司代建业务持续性较好，但面临一定的资金压力。部分项目未签定代建协议，存在一定的投资回收风险。

**表6 截至2021年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	累计总投资	是否签订代建协议
2018年永修城中村棚户区改造项目	303,178.94	227,437.83	是
马口产业园标准化厂房及配套项目	136,600.00	47,129.81	否
永修县2018年棚户区改造安置房建设项目	116,180.78	135,650.53	否
永修县老城公路改造工程	63,107.12	44,608.66	是
永修县河道防洪治理项目	61,008.62	44,461.88	是
县文体艺术中心项目	57,000.00	49,938.40	否
永修县万宝路新建工程	49,914.06	34,521.00	是

白莲湖景观改造工程项目	36,507.38	49,282.58	是
永修县学校扩容建设项目	23,658.60	17,183.82	是
湖东新区供电线路建设工程	10,200.00	10,189.70	是
党员警示教育基地建设项目	8,897.49	4,560.60	是
<b>合计</b>	<b>866,252.99</b>	<b>664,964.81</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

本期债券变更募集资金使用用途，用于投资永修县2018年棚户区改造安置房建设项目（以下简称“2018年棚改项目”）和马口产业园标准厂房及配套设施建设项目（以下简称“标准厂房建设项目”）。截至2021年末，2018年棚改项目累计总投资已超过预计总投资额，但工程尚未完工，建设进度不及预期；标准厂房建设项目投资进度为34.50%，投资和建设进度不及预期。募投项目收入主要来源于房屋销售收入和厂房出租收入，易受到房地产市场价格波动和施工进度等因素影响，募投项目能否实现预期收入存在一定的不确定性。

### **公司房屋租赁业务经营稳定，可持续性较好；采砂权租赁业务盈利情况较好，是公司利润来源的重要补充**

公司租赁房产主要包括永修大厦写字楼、永修县湖东区莲馨花园和星南花园廉租房资产以及子公司永修县国有资产运营有限公司的房产等，主要租赁方包括永修县机关事务管理局、永修县民政局、永修县商务局等，2021年公司实现房屋租赁收入0.79亿元，同比变化不大，由于房屋租赁合同期限较为稳定，但需关注其回款情况。

2013年，永修县人民政府将县修潦河河道采砂的招标、拍卖收入权划拨给永修城投，采砂期限自2014年1月1日起至2023年12月31日止。2018年下半年开始，永修县人民政府将采砂经营权移交给永修县农旅投资开发有限公司运营，而公司向其收取采砂权租赁费作为收入。2021年公司确认采砂权租赁费收入0.57亿元，同比增长。整体来看，公司砂石业务收入盈利情况较好，是利润来源的重要补充，但该项业务受环保政策影响，存在关停整顿风险，需关注公司砂石收入的稳定性。

### **赣江首府房产销售接近尾声，商品房销售业务可持续性弱**

公司自营房地产项目赣江首府项目，由江西中煤建设集团有限公司作为施工总承包单位进行建设。2021年，随着赣江首府项目销售进入尾声，该项业务收入大幅下降，仅实现收入1,300余万元。除赣江首府项目外，公司暂无其他在建房地产项目，未来商品房销售收入可持续性弱。

### **公司继续获得外部支持**

公司是永修县重要的城市基础设施建设和投融资主体，为支持公司发展，2021年永修县财政局拨付公司0.95亿元资金作为收益性补贴，占同期利润总额的81.90%，极大提升了公司的利润水平。

## **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2020年、2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围无变动。

## 资产结构与质量

公司总资产规模微降，应收款项、土地使用权以及工程项目占主要部分，流动性较弱

截至2021年末，公司总资产规模同比微降0.42亿元，仍主要以流动资产为主，其中货币资金同比大幅减少，应收账款同比大幅提高，存货及在建工程规模保持增长。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.80	6.54%	18.14	12.07%
应收账款	11.09	7.40%	5.48	3.65%
其他应收款（合计）	5.03	3.36%	6.49	4.32%
存货	102.33	68.31%	100.08	66.62%
<b>流动资产合计</b>	<b>130.56</b>	<b>87.16%</b>	<b>132.57</b>	<b>88.25%</b>
投资性房地产	8.22	5.49%	8.75	5.82%
在建工程	9.71	6.48%	7.55	5.02%
<b>非流动资产合计</b>	<b>19.24</b>	<b>12.84%</b>	<b>17.64</b>	<b>11.75%</b>
<b>资产总计</b>	<b>149.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>150.22</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，货币资金中的银行存款余额大幅下降。应收账款主要为工程款项，受政府结算进度迟缓的影响，公司应收永修县财政局的款项同比增长7.56亿元，截至年末为9.88亿元。其余应收方为中煤（天津）能源有限公司、永修农旅投资开发有限公司、江西盛世建业建设发展有限公司（以下简称“盛世建业”）等，其中盛世建业为民营企业，对其的应收账款1,027.09万元或存在一定的回收风险。截至2021年末，其他应收款余额同比下降，均为公司与永修县地方政府机关以及控股股东赣江新区永修集团内关联方的往来款，资本回收风险相对较小。总的来看，公司应收账款规模较大，且大部分回收时间不确定，对公司的营运资本形成一定占用。

截至2021年末，存货账面价值同比有所增长，主要由待开发土地和项目建设成本构成。2021年，工程项目结算规模大于新增投入规模，受此影响项目建设成本小幅降低。2021年公司通过出让方式取得土地使用权8宗，期末公司存货中共有土地55宗，土地使用权账面价值合计65.05亿元，以出让性质的商业、商住用地为主。截至2021年末，其中2.08亿元土地使用权因抵押受限；截至2021年末，公司尚有48.17亿元的土地未缴纳土地出让金。

截至2021年末，公司投资性房地产账面价值同比略微下降，系房屋建筑物以及土地使用权计提折旧摊销所致，截至2021年末共有0.37亿元房屋建筑物因抵押担保使用受限。在建工程主要为在建的县文体

艺术中心项目和标准厂房建设项目，随着项目的持续投入，账面余额同比增加。

## 收入质量与盈利能力

工程建设是公司主要的收入来源，收入可持续性较好，政府补贴款项极大提升了公司利润水平

2021年公司营业收入同比增长，主要收入来源仍为工程建设，受项目结算进度加快影响，工程建设收入同比增长83.22%。公司在建工程项目规模较大，未来随着项目逐步完工结算，工程建设业务具有较好的持续性，但该业务收入仍可能受到项目结算进度影响存在一定波动。其他收益为政府补贴款项，2021年该款项占同期利润总额的81.90%，极大提升了公司的利润水平。

**表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年
收现比	128.50%	162.50%
营业收入	11.90	10.25
营业利润	0.97	1.11
其他收益	0.95	0.00
利润总额	1.16	1.56
销售毛利率	11.28%	21.95%

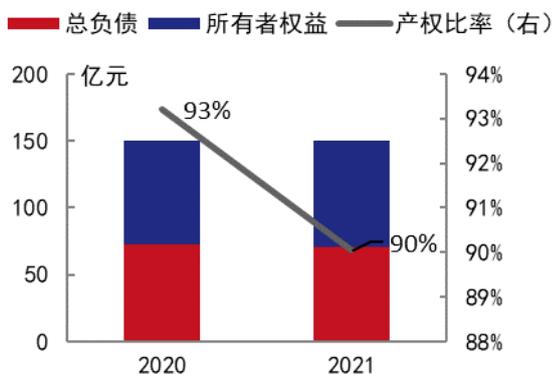
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，存在一定的偿债压力

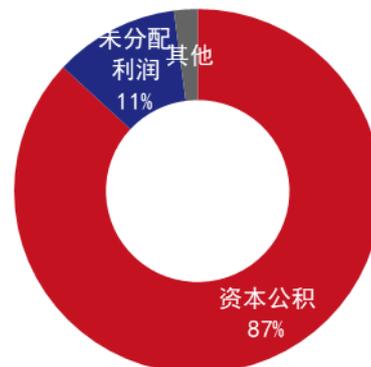
2021年末，公司总负债规模同比下降2.04%，所有者权益小幅上升1.39%，受此影响产权比率小幅下降，但自有资本对负债的偿付能力依然不佳。

**图2 公司资本结构**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

**图3 2021年末公司所有者权益构成**



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

流动负债方面，截至2021年末，公司短期借款大幅降低，均为保证借款与抵押借款。应付账款同比增加较快，主要为应付的工程款。合同负债主要是2021年重分类而来的预收款项，主要为预收永修县财政局的工程建设资金。其他应付款主要是与当地国有企业和政府机关的往来款，截至2021年末，前五大

债权人合计占其他应付款的85.59%，账龄主要在3年以内。一年内到期的非流动负债规模基本保持稳定，主要为应付的长期借款以及应偿付的债券本金（18永修城投债01、18永修城投债02）。

非流动负债方面，公司长期借款均为信用、保证或抵质押借款，截至2021年末余额有所下降，公司应付债券为18永修城投债01、18永修城投债02，随着本金及利息的按期偿付，余额逐年降低。

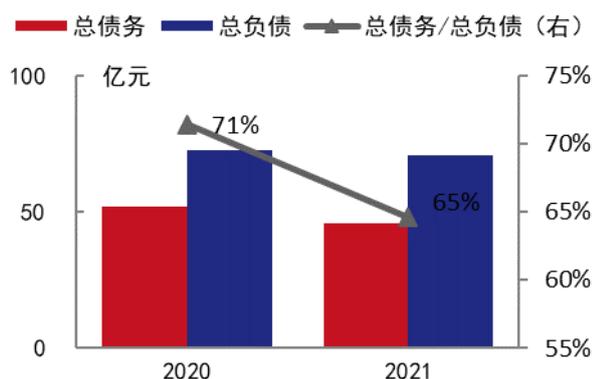
**表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.15	0.21%	1.18	1.62%
应付账款	3.60	5.07%	0.67	0.92%
合同负债	13.10	18.45%	0.00	0.00%
预收款项	0.00	0.00%	8.85	12.21%
其他应付款（合计）	2.86	4.03%	6.88	9.49%
一年内到期的非流动负债	4.11	5.79%	4.20	5.80%
<b>流动负债合计</b>	<b>26.51</b>	<b>37.34%</b>	<b>23.19</b>	<b>32.00%</b>
长期借款	32.86	46.30%	35.27	48.68%
应付债券	8.74	12.31%	11.13	15.36%
<b>非流动负债合计</b>	<b>44.47</b>	<b>62.66%</b>	<b>49.28</b>	<b>68.00%</b>
<b>负债合计</b>	<b>70.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>72.46</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

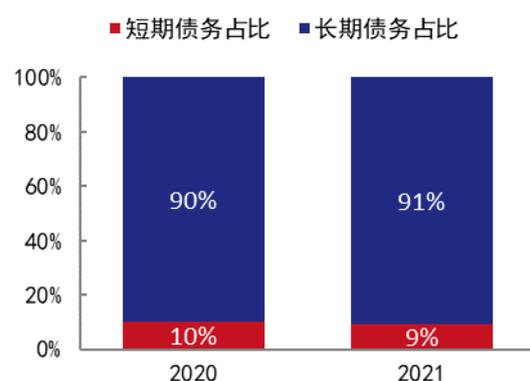
公司总债务主要为短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券，截至2021年末公司总债务同比下降11.43%，占总负债的比例也同比降低，但总债务规模仍然较大，公司存在一定的偿债压力。从总债务偿还期限来看，公司总债务以长期债务为主，短期债务占比基本保持稳定。

**图4 公司债务占负债比重**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

**图5 公司长短期债务结构**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2021年末，公司资产负债率同比下降0.86个百分点；受现金类资产规模下降的影响，现金短期债务比、EBITDA利息保障倍数同比均下降但仍保持较高水平。

**表10 公司偿债能力指标**

项目	2021年	2020年
----	-------	-------

资产负债率	47.38%	48.24%
现金短期债务比	2.30	3.37
EBITDA 利息保障倍数	1.10	1.46

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，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2019年1月1日至报告查询日（2022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。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额合计为20.78亿元，担保对象均为永修县区域内的国有企业，公司对外担保涉及金额较大，且未采取反担保措施，面临一定或有负债风险。

**表11 截至 2021 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
永修吴城候鸟小镇投资开发有限公司	32,000.00	2019/9/24	否
永修吴城候鸟小镇投资开发有限公司	45,000.00	2020/3/3	否
江西赣江新区永修投资集团有限公司	10,000.00	2023/6/28	否
江西赣江新区永修投资集团有限公司	10,000.00	2022/6/29	否
江西赣江新区永修投资集团有限公司	8,000.00	2022/8/8	否
江西赣江新区永修投资集团有限公司	16,000.00	2022/6/14	否
永修县农旅投资开发有限公司	40,835.00	2033/6/9	否
永修县农旅投资开发有限公司	46,000.00	2035/9/27	否
<b>合计</b>	<b>207,835.00</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、抗风险能力分析

公司地处九江市永修县，永修县位于昌九产业走廊的核心地带，且境内有赣江新区的四大组团之一，2021年永修县GDP增长率排在九江市各区县首位，较强的区域经济发展状况为公司发展提供良好的外部环境。公司作为永修县基础设施和安置房建设的重要主体，根据当地人民政府授权，承担永修县范围内的部分项目投资建设，虽然主要在建项目尚需投资规模较大，但公司的工程建设业务稳定性较好，且公司持续收到来自政府的财政补贴款项，未来有望继续获得政府的支持。总体来看，基于对公司外部运营环境、经营竞争力和偿债能力等综合判断，公司抗风险能力尚可。

## 九、结论

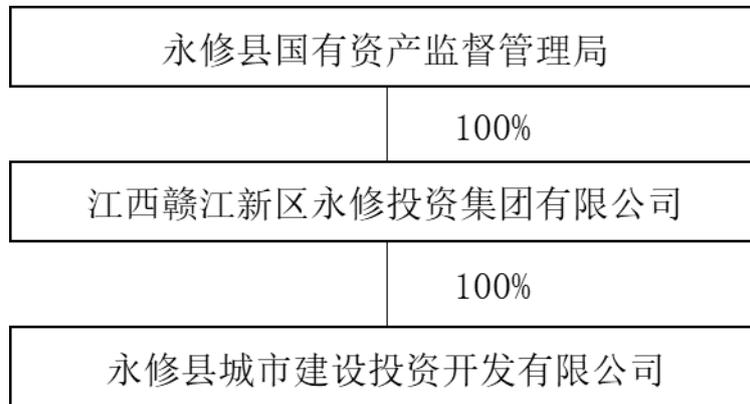
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“18永修城投01/PR永修01”、“18永修城投02/PR永修02”的信用等级为AA。

## 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	2020年	2019年
货币资金	9.80	18.14	18.27
存货	102.33	100.08	89.04
流动资产合计	130.56	132.57	125.61
非流动资产合计	19.24	17.64	18.38
资产总计	149.80	150.22	143.99
短期借款	0.15	1.18	0.28
合同负债	13.10	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	4.11	4.20	1.39
流动负债合计	26.51	23.19	9.96
长期借款	32.86	35.27	40.91
应付债券	8.74	11.13	13.90
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	44.47	49.28	57.69
负债合计	70.98	72.46	67.64
总债务	45.86	51.78	56.48
营业收入	11.90	10.25	9.10
所有者权益	78.83	77.75	76.35
营业利润	0.97	1.11	1.26
其他收益	0.95	0.00	0.83
利润总额	1.16	1.56	1.52
经营活动产生的现金流量净额	0.30	8.03	-7.29
投资活动产生的现金流量净额	-2.13	-1.44	-1.47
筹资活动产生的现金流量净额	-6.51	-6.72	-3.78
<b>财务指标</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>
销售毛利率	11.28%	21.95%	24.99%
收现比	128.50%	162.50%	107.21%
资产负债率	47.38%	48.24%	46.98%
现金短期债务比	2.30	3.37	10.94
EBITDA（亿元）	2.92	3.10	4.34
EBITDA 利息保障倍数	1.10	1.46	1.48

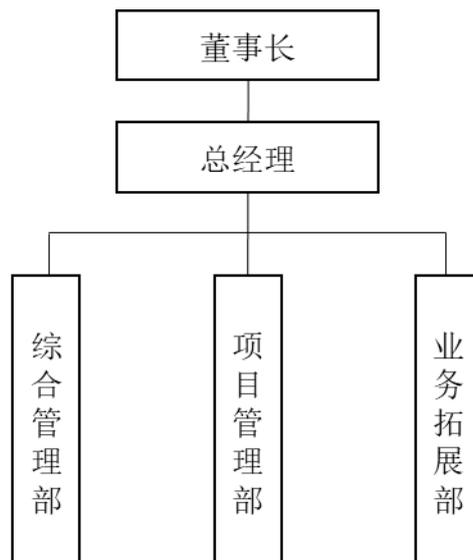
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

#### 附录四 2021 年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	主营业务
永修县城镇基础建设投资有限公司	5,000.00	100%	建筑业
江西星火工业园开发有限公司	10,000.00	100%	房地产业
永修县城投房屋开发有限公司	100.00	100%	房地产业
永修县国有资产运营有限公司	1,000.00	100%	建筑业
永修县建昌土地开发有限公司	500.00	100%	房地产业
永修县安居房屋开发有限公司	10,000.00	100%	建筑业
永修中环物产管理有限公司	4,900.0	100%	租赁和商务服务业
永修县湖东开发建设投资有限公司	10,000.00	100%	建筑业
永修县城投建筑安装有限公司	5,000.00	80%	建筑业
永修恒鑫置业有限公司	5,000.00	100%	房地产业
赣江新区绿色环保建材有限公司	10,000.00	70%	非金属矿物制品业

资料来源：公司 2021 年审计报告、公开信息，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。