

# 信用等级公告

联合[2018] 1372 号

联合资信评估有限公司通过对江西省湖口县石钟投资开发有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江西省湖口县石钟投资开发有限公司主体长期信用等级为AA<sup>-</sup>，“17湖口石钟债/17湖口债”信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一八年六月二十五日



## 江西省湖口县石钟投资开发有限公司跟踪评级报告

### 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA<sup>-</sup>

上次主体长期信用等级：AA<sup>-</sup>

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
17湖口石钟债/17湖口债	9亿元	2024/12/01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018年6月25日

### 财务数据

项目	2015年	2016年	2017年
现金类资产(亿元)	10.49	7.70	12.56
资产总额(亿元)	74.49	83.38	113.72
所有者权益(亿元)	46.59	47.61	66.59
短期债务(亿元)	11.20	3.84	1.74
长期债务(亿元)	13.17	27.87	37.56
全部债务(亿元)	24.37	31.71	39.30
营业收入(亿元)	5.36	5.24	5.32
利润总额(亿元)	1.34	1.12	1.44
EBITDA(亿元)	1.46	1.16	1.48
经营性净现金流(亿元)	-0.12	-15.24	-0.03
营业利润率(%)	15.97	13.59	11.53
净资产收益率(%)	2.41	2.13	1.94
资产负债率(%)	37.45	42.90	41.44
全部债务资本化比率(%)	34.34	39.98	37.12
流动比率(%)	446.35	944.89	1092.69
经营现金流动负债比(%)	-0.82	-193.11	-0.31
全部债务/EBITDA(倍)	16.74	27.24	26.53
EBITDA利息倍数(倍)	0.51	0.60	0.64

注：长期应付款中的有息部分已计入公司长期债务。

### 分析师

李海宸 张勇 郝一哲

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

### 评级观点

江西省湖口县石钟投资开发有限公司（以下简称“公司”）是湖口县重要的基础设施建设和投融资主体。跟踪期内，湖口县经济发展较快，为公司发展营造了良好的外部环境，湖口县政府持续在资产注入和财政补贴等方面给予公司有力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司整体资产质量较差、盈利能力较弱、收入实现质量差等因素对公司信用水平产生的不利影响。

“17湖口石钟债/17湖口债”设置的本金分期偿还条款有助于缓解公司集中偿付压力。重庆进出口融资担保有限公司为“17湖口石钟债/17湖口债”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定重庆进出口融资担保有限公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，其担保有效增强了“17湖口石钟债/17湖口债”的偿付保障能力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA<sup>-</sup>，“17湖口石钟债/17湖口债”信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 优势

- 湖口县经济发展较快，为公司发展营造了良好的外部环境。
- 公司作为湖口县重要的基础设施建设和投融资主体，跟踪期内得到了湖口县政府在资产注入和财政补贴等方面的有力支持。
- “17湖口石钟债/17湖口债”设置的本金分期偿还条款在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。
- 重庆进出口融资担保有限公司为“17湖口石钟债/17湖口债”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效增强了“17湖口石钟债/17湖口债”的偿付保障能力。

#### 关注

1. 公司资产以存货为主，存货主要为土地使用权，土地使用权抵押比率较高，公司资产流动性较弱，整体资产质量较差。
2. 跟踪期内，公司债务规模增长较快，2019年有息债务集中偿付压力较大。
3. 公司利润总额对政府补助依赖性较强，整体盈利能力较弱。
4. 公司收入实现质量差，经营性净现金流持续为负。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由江西省湖口县石钟投资开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 江西省湖口县石钟投资开发有限公司跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关要求，联合资信评估有限公司按照江西省湖口县石钟投资开发有限公司主体长期信用及其存续期内“17湖口石钟债/17湖口债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、主体概况

跟踪期内，江西省湖口县石钟投资开发有限公司（以下简称“公司”）股权结构以及经营范围未发生变化。截至2017年底，公司注册资本2.00亿元，实收资本2.00亿元，湖口国资局为公司唯一股东，公司的实际控制人为江西省湖口县人民政府。

跟踪期内，公司新纳入合并范围子公司1家，为湖口县卓信置业有限公司（以下简称“卓信置业”），截至2017年底，公司纳入合并范围的子公司共2家。

截至2017年底，公司资产总额113.72亿元，所有者权益66.59亿元；2017年，公司实现营业收入5.32亿元，利润总额1.44亿元。

公司注册地址：江西省九江市湖口县财政局老办公楼（石钟大道旁）；法定代表人：刘俊。

### 三、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，联合资信所评“17湖口石钟债/17湖口债”债券余额9亿元，尚未到付息日。

表1 公司存续债券概况

债项简称	余额	到期兑付日	票面利率
17湖口石钟债/17湖口债	9亿元	2024/12/01	6.80%

资料来源：联合资信整理

公司于2017年12月1日发行了“17湖口石钟

债/17湖口债”，发行规模为9亿元，发行期限为7年。本期债券采用固定利率，按年付息，分期还本，在债券存续期内的第3~7年末分别偿还20%的本金。“17湖口石钟债/17湖口债”募集资金中8亿元用于湖口县新市民安居工程项目（以下简称“安居工程”），1亿元用于补充营运资金。

“17湖口石钟债/17湖口债”募集资金到位后，公司专款专用，截至2017年底，募集资金已使用5.09亿元，其中3.95亿元用于安居工程，1亿元用于补充营运资金，剩余部分用于支付发债费用。安居工程总投资12.04亿元，截至2017年底已投资7.14亿元，完成工程量的60%，未来尚需投资4.90亿元。

### 四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，我国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016

年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到

约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护

主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口基数较高等因素或导致2018年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 城市基础设施建设行业

#### (1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改

善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

#### (2) 行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债

券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，

PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

### （3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。

在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设



施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

## 2. 区域经济环境

公司作为九江市湖口县城市基础设施建设的重要主体，其目前经营与投资建设的項目主要在湖口县，公司发展直接受湖口县经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

根据《2017年湖口县国民经济和社会发展统计公报》，2017年，湖口县实现地区生产总值（GDP）140.73亿元，按可比价格计算，比上年增长9.0%。其中第一产业增加值14.41亿元，增长4.5%，第二产业增加值96.98亿元，增长8.8%，第三产业增加值29.33亿元，增长12%。三次产业结构比为10.2:68.9:20.9，第三产业占GDP的比重较上年提升了1个百分点。人均GDP49691元，增长9.5%。非公有制经济稳步发展，实现增加值102.48亿元，增长9.4%，占GDP比重为72.8%。2017年，湖口县经济总量在九江市各区、县（市）中排名第7位。

2017年，湖口县完成固定资产投资262.0亿元，增长13.5%。固定资产投资中，亿元以上项目129个，完成投资257.29亿元，其中当年新开工亿元以上工业项目56个，完成投资额101.9亿元。当年竣工亿元以上项目28个，完成投资额58.59亿元，其中工业项目15个，完成投资额41.51亿元。

根据湖口县财政局提供的《2017年湖口县综合财力表》，2017年，湖口县地方综合财力为37.85亿元，其中一般公共预算收入为16.56亿元，政府性基金预算收入为6.29亿元。2017年，湖口县实现税收收入13.79亿元，占一般公共预算收入的比重为83.27%，为一般公共预

算收入提供了稳定来源。截至2017年底，湖口县人民政府全部债务余额为25.75亿元，债务率为68.03%，湖口县地方政府债务水平一般。

总体看，跟踪期内，湖口县经济发展较快，一般公共预算收入质量好，为公司发展营造了良好的外部环境。

## 六、基础素质分析

公司是湖口国资局出资设立的国有独资企业，是湖口县重要的基础设施建设和投融资主体，主要承担湖口县安置房及基础设施建设业务。湖口县另外2家平台是江西省湖口县金砂湾工业投资开发有限公司和江西省湖口县石钟山文化旅游发展集团有限公司，分别负责工业园区开发和旅游项目开发，与公司在业务划分上有明显区别。总体看，公司项目来源稳定，在基础设施和安置房建设方面具有较强的区域竞争优势。

2017年，湖口县人民政府将位于湖口县铜九铁路北侧、文体南路南侧2宗商业用地以及位于湖口县台山新区2宗商业用地划拨给公司，土地面积合计45.33万平方米，评估价值合计17.69亿元，计入公司“资本公积”。2017年，公司收到湖口县财政局拨付的基础设施专项补贴资金0.82亿元，计入“其他收益”。总体看，跟踪期内，公司在资产注入和财政补贴等方面持续得到湖口县政府的有力支持，为公司可持续发展提供了重要保障。

根据公司提供的《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为G1036042900020240E），截至2018年5月23日，公司有6笔未结清欠息。根据江西湖口农村商业银行股份有限公司出具的说明，公司在2017年11月已还清该6笔欠息，征信报告上面体现的该6笔欠息未结清是由于银行系统故障原因导致的，目前银行已申请将该6笔未结清欠息从征信报告上清除。公司无其他未结清及已结清的不良信贷信息。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理体制无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

公司是湖口县重要的基础设施建设和投融资主体，主要承担湖口县辖区内道路、管网以及安置房建设等业务。

2017年，公司实现主营业务收入5.32亿元，同比增长1.67%。其中工程施工收入5.13亿元，同比变化不大，占主营业务收入的比重为96.32%；钢材水泥销售收入0.20亿元，同比增加0.13亿元，钢材水泥销售业务规模有所扩大。

2017年，公司综合毛利率为12.25%，同比下降1.84个百分点。其中工程施工业务毛利率为12.50%，同比下降1.67个百分点，主要是受营业税改增值税影响所致；钢材水泥销售业务毛利率为5.71%，同比下降1.34个百分点，主要是受钢材水泥价格波动影响所致。

表3 公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

分类	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	51746.27	98.82	14.17	51277.02	96.32	12.50
钢材水泥销售	615.83	1.18	7.05	1959.55	3.68	5.71
合计	52362.10	100.00	14.09	53236.57	100.00	12.25

资料来源：公司提供

### 2. 业务经营分析

#### （1）工程施工业务

公司作为湖口县重要的基础设施建设和投融资主体，主要承担湖口县安置房及基础设施建设业务。

公司与湖口县政府签订《委托代建框架协议》，公司自筹资金进行项目建设，项目投入计入“存货-开发成本”。湖口县政府每年末根据项目建设进度与公司签署《代建工程结算确认书》，结算金额为工程项目投入成本加上20%的代建服务费，公司依据《代建工程结算确认书》确认工程施工业务收入及成本。

2017年，公司主要承建了湖口县城区路网管网改造工程建设项目和金沙湾工业园生态环境道路及管网改造提升工程项目，确认工程施工业务收入5.13亿元，收到工程施工业务回款1.61亿元。

截至2017年底，公司在建项目为湖口县城区路网管网改造工程建设项目和金沙湾工业园生态环境道路及管网改造提升工程项目，总投资合计8.60亿元，已投资5.94亿元，2018年

计划投资2.66亿元。

表4 截至2017年底公司在建工程施工项目情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	2018年计划投资
湖口县城区路网、管网改造工程建设项目	4.30	3.05	1.25
金沙湾工业园生态环境道路及管网改造提升工程项目	4.30	2.89	1.41
合计	8.60	5.94	2.66

资料来源：公司提供

2017年底，公司拟建项目主要为湖口县人居环境综合整治项目，预计总投资16.00亿元。

总体看，跟踪期内，公司工程施工业务保持稳定，回款质量较差，在建及拟建工程施工项目未来投资规模较大，公司面临一定外部融资压力。

#### （2）钢材水泥销售业务

公司钢材水泥销售业务主要由子公司钟山贸易负责，钟山贸易的钢材水泥等工程物资主要销售给湖口县内的保障房、道路建设等项目的施工单位。2017年，公司钢材水泥销售业务实现收入0.20亿元。

### 3. 未来发展

未来公司将紧紧围绕湖口县人民政府下达的目标任务，积极应对国内经济变化和政策影响，深入把握湖口县经济社会发展中的机遇与挑战，进一步发挥公司基础设施建设职能。同时公司将积极拓展融资渠道，增强融资能力，保障城市基础设施和保障房建设项目的资金需求，更好地服务于湖口县经济和城市发展建设。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2017年财务报表，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2017年底，公司纳入合并范围子公司共2家，跟踪期内新纳入合并范围子公司1家，为卓信置业，该公司目前经营规模较小，对财务数据可比性影响较小。

截至2017年底，公司资产总额113.72亿元，所有者权益66.59亿元；2017年，公司实现营业收入5.32亿元，利润总额1.44亿元。

### 2. 资产质量

2017年底，公司资产总额113.72亿元，同比增长36.40%，其中流动资产占91.94%，非流动资产占8.06%，公司主要资产构成情况见表5。

表5 2016~2017年公司主要资产构成(单位:亿元、%)

科目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.70	9.24	12.56	11.04
其他应收款	8.46	10.15	8.77	7.71
存货	52.91	63.46	77.23	67.91
<b>流动资产</b>	<b>74.57</b>	<b>89.44</b>	<b>104.56</b>	<b>91.94</b>
可供出售金融资产	8.30	9.95	8.36	7.35
<b>非流动资产</b>	<b>8.80</b>	<b>10.56</b>	<b>9.16</b>	<b>8.06</b>
<b>资产总额</b>	<b>83.38</b>	<b>100.00</b>	<b>113.72</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司审计报告

### 流动资产

2017年底，公司流动资产104.56亿元，同比增长40.22%，主要系货币资金和存货增长所致。

2017年底，公司货币资金12.56亿元，同比增长63.00%，构成主要为银行存款。2017年底，公司货币资金中用于融资的质押存单2.00亿元。

2017年底，公司其他应收款8.77亿元，同比增长3.57%，主要为往来款。其中按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为8.54亿元，共计提坏账准备0.32亿元，计提比例为3.78%。其他应收款前5名单位欠款金额合计6.21亿元，占其他应收款总额的68.31%，集中度较高。总体看，公司其他应收款欠款方主要为事业单位和国有企业，款项回收风险较小，但对资金占用明显。

表6 2017年底公司前5大其他应收款情况

(单位:亿元、%)

单位名称	金额	占比
湖口县城市建设投资开发有限公司	1.70	18.73
九江太平洋建设工程有限公司	1.43	15.77
湖口县人民医院	1.15	12.60
县道改造项目办公室	1.10	12.10
湖口县中医院	0.83	9.10
<b>合计</b>	<b>6.21</b>	<b>68.31</b>

资料来源：公司审计报告

2017年底，公司存货77.23亿元，同比增长45.98%，主要系2017年湖口县政府向公司注入土地以及安居工程投入成本增加所致。2017年底，公司存货中土地使用权占87.68%，开发成本占12.16%；其中用于借款抵押的土地使用权39.73亿元，抵押比率为58.67%。

### 非流动资产

2017年底，公司非流动资产9.16亿元，同比增长4.05%。其中可供出售金融资产8.36亿元，同比变化不大，主要为湖口县政府划拨的湖口县国有资产经营有限责任公司18%的股

权。

总体看，跟踪期内，公司资产规模大幅增长，资产结构以流动资产为主，流动资产中存货占比高，存货主要为土地使用权，公司资产流动性较弱，整体资产质量较差。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

2017年底，公司所有者权益66.59亿元，同比增长39.87%，主要由实收资本（占3.00%）、资本公积（占88.63%）、盈余公积（占0.85%）和未分配利润（占7.52%）构成。

2017年底，公司资本公积59.02亿元，同比增长42.81%，系湖口县政府向公司划拨17.69亿元土地资产所致。

总体看，跟踪期内，湖口县政府向公司注入土地资产致使公司所有者权益大幅增长，公司所有者权益以资本公积为主，稳定性好。

#### 负债

2017年底，公司负债总额47.13亿元，同比增长31.78%，其中非流动负债占79.70%，公司负债仍以非流动负债为主。

2017年底，公司流动负债9.57亿元，同比增长21.25%，主要系其他应付款增长所致。其中短期借款0.50亿元，同比下降80.77%；应交税费1.37亿元，同比增长45.25%；其他应付款6.39亿元，同比增长107.20%，主要系应付往来款增加所致；一年内到期的非流动负债1.24亿元，全部为一年内到期的长期借款。

2017年底，公司非流动负债37.56亿元，同比增长34.76%，主要系新增应付债券所致。其中长期借款26.35亿元，同比增长4.71%；应付债券8.93亿元，系公司2017年发行的“17湖口石钟债/17湖口债”；长期应付款2.29亿元，同比下降15.66%，全部为应付融资租赁款，已纳入有息债务核算。

有息债务方面，2017年底，公司全部债务39.30亿元，同比增长23.93%；从构成看，长期债务占95.57%，短期债务占4.43%，公司债

务以长期债务为主。从债务指标看，2017年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为41.44%、37.12%和36.06%，同比分别下降1.46个、2.86个和0.87个百分点。从有息债务期限结构看，2018~2020年，公司需偿还的有息债务本金分别为2.33亿元、7.49亿元和3.80亿元，2019年公司债务集中偿付压力较大。

表7 2016~2017年公司债务构成(单位:亿元、%)

科目	2016年	2017年
短期债务	3.84	1.74
长期债务	27.87	37.56
全部债务	31.71	39.30
长期债务资本化比率	36.93	36.06
全部债务资本化比率	39.98	37.12
资产负债率	42.90	41.44

资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内，公司债务规模增长较快，债务结构以长期债务为主，整体债务负担较轻，但2019年公司债务集中偿付压力较大。

### 4. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入5.32亿元，同比增长1.55%；营业成本4.67亿元，同比增长3.84%；营业利润率为11.53%，同比下降2.06个百分点。

2017年，公司期间费用为-45.82万元，其中利息收入为640.79万元。

表8 2016~2017年公司盈利情况(单位:亿元、%)

项目	2016年	2017年
营业收入	5.24	5.32
营业成本	4.50	4.67
其他收益	--	0.82
营业利润	0.42	1.44
营业外收入	0.71	--
利润总额	1.12	1.44
营业利润率	13.59	11.53
总资本收益率	1.32	1.24
净资产收益率	2.13	1.94

资料来源：公司审计报告

2017年,公司其他收益0.82亿元,为收到湖口县财政局拨付的基础设施专项补贴资金。2017年,公司利润总额为1.44亿元,公司利润总额对政府补助依赖性较强。

从盈利指标看,2017年,公司总资本收益率为1.24%,净资产收益率为1.94%,同比分别下降0.08个和0.19个百分点,公司盈利能力较弱。

总体看,跟踪期内,公司收入规模保持稳定,利润总额有所增加但对政府补助依赖性仍较强,公司整体盈利能力较弱。

## 5. 现金流

经营活动现金流方面,2017年公司经营活动现金流入15.89亿元,同比下降10.80%。其中销售商品、提供劳务收到的现金1.98亿元,同比下降24.42%;收到其他与经营活动有关的现金13.91亿元,同比下降8.46%,主要系收到的往来款减少所致。2017年公司经营活动现金流出15.92亿元,同比下降51.84%。其中购买商品、接受劳务支付的现金12.02亿元,同比下降15.29%;支付其他与经营活动有关的现金3.85亿元,同比下降79.47%,主要系支付的往来款减少所致。2017年,公司经营活动产生的现金流量净额为-0.03亿元;现金收入比为37.17%,同比下降12.77个百分点,收入实现质量差。

表9 2016~2017年公司现金流情况(单位:亿元、%)

项目	2016年	2017年
经营活动现金流入量	17.82	15.89
经营活动现金流出量	33.06	15.92
经营活动产生的现金流量净额	-15.24	-0.03
现金收入比	49.94	37.17
投资活动产生的现金流量净额	--	-0.06
筹资活动产生的现金流量净额	17.51	4.95

资料来源:公司审计报告

筹资活动现金流方面,2017年公司筹资活动现金流入15.83亿元,同比下降47.49%。其

中取得借款收到的现金6.90亿元,同比下降65.82%;发行债券收到的现金8.93亿元。2017年公司筹资活动现金流出10.88亿元,同比下降13.88%,主要为偿还债务以及偿付利息支付的现金。2017年,公司筹资活动产生的现金流量净额为4.95亿元。

总体看,跟踪期内,公司往来款流入规模较大,经营活动和投资活动现金流基本平衡,但随着项目建设的不断投入,公司仍面临一定的对外融资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看,2017年底,公司流动比率和速动比率分别为1092.69%和285.58%;分别同比上升147.80个和11.07个百分点。2017年底,公司现金类资产为12.56亿元,相当于短期债务的7.22倍,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看,2017年,公司EBITDA为1.48亿元,同比增长27.25%;全部债务/EBITDA为26.53倍,EBITDA利息倍数为0.64倍。考虑到湖口县政府对公司在资产注入、财政补助等方面给予的有力支持,公司整体偿债能力尚可。

截至2017年底,公司共获得各商业银行授信总额25.85亿元,已全部使用完毕,公司间接融资渠道亟待拓宽。

表10 2017年底公司对外担保情况(单位:亿元)

被担保人	担保余额	被担保企业性质
湖口县国有资产经营有限责任公司	8.00	国有企业
湖口县自来水公司	0.48	国有企业
合计	8.48	--

资料来源:公司审计报告

截至2017年底,公司对外担保余额8.48亿元,担保比率为12.73%,被担保企业均为国有企业,公司担保规模较大,面临一定或有负债风险。

## 十、存续债券偿还能力分析

2017年底，“17湖口石钟债/17湖口债”剩余本金为9亿元。2017年，公司EBITDA、经营活动现金流入量分别为1.48亿元和15.89亿元，分别为“17湖口石钟债/17湖口债”本金的0.16倍和1.77倍；分别为“17湖口石钟债/17湖口债”分期偿还本金（1.80亿元）的0.82倍和8.83倍。公司经营现金流入量对“17湖口石钟债/17湖口债”保障程度强，“17湖口石钟债/17湖口债”设置的本金分期偿还条款有助于缓解公司集中偿付压力。

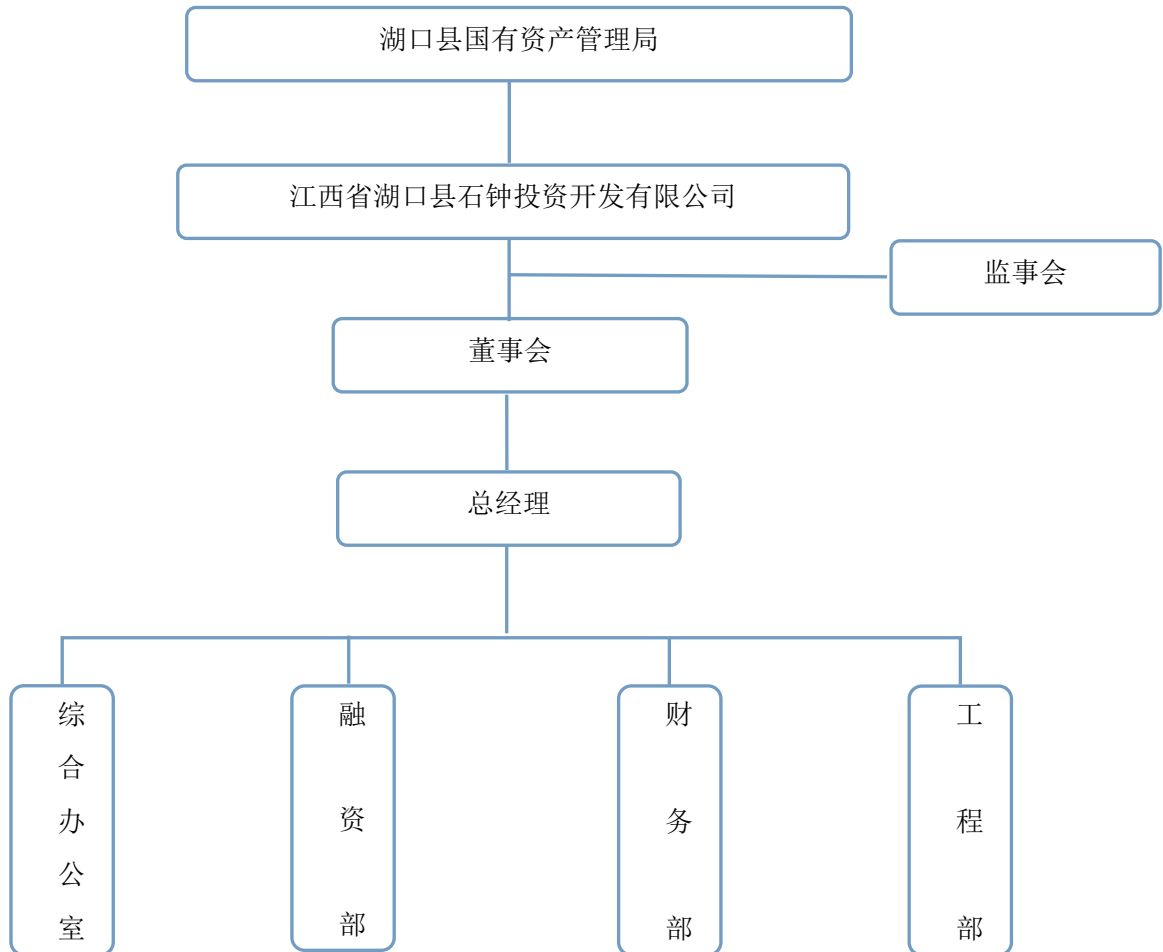
“17湖口石钟债/17湖口债”由重庆进出口融资担保有限公司<sup>1</sup>提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据联合资信于2017年8月4日出具的重庆进出口融资担保有限公司主体评级报告，重庆进出口融资担保有限公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，担保实力很强，其担保有效增强了“17湖口石钟债/17湖口债”本息偿还的安全性。

## 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA<sup>-</sup>，“17湖口石钟债/17湖口债”信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

<sup>1</sup> 2018年6月8日，重庆进出口信用担保有限公司更名为重庆进出口融资担保有限公司。

### 附件 1 2017 年底公司股权结构及组织机构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	10.49	7.70	12.56
资产总额(亿元)	74.49	83.38	113.72
所有者权益(亿元)	46.59	47.61	66.59
短期债务(亿元)	11.20	3.84	1.74
长期债务(亿元)	13.17	27.87	37.56
全部债务(亿元)	24.37	31.71	39.30
营业收入(亿元)	5.36	5.24	5.32
利润总额(亿元)	1.34	1.12	1.44
EBITDA(亿元)	1.46	1.16	1.48
经营性净现金流(亿元)	-0.12	-15.24	-0.03
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	2.06	1.32	0.98
存货周转次数(次)	0.10	0.09	0.07
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.05
现金收入比(%)	155.45	49.94	37.17
营业利润率(%)	15.97	13.59	11.53
总资本收益率(%)	1.73	1.32	1.24
净资产收益率(%)	2.41	2.13	1.94
长期债务资本化比率(%)	22.04	36.93	36.06
全部债务资本化比率(%)	34.34	39.98	37.12
资产负债率(%)	37.45	42.90	41.44
流动比率(%)	446.35	944.89	1092.69
速动比率(%)	153.57	274.51	285.58
经营现金流动负债比(%)	-0.82	-193.11	-0.31
全部债务/EBITDA(倍)	16.74	27.24	26.53
EBITDA 利息倍数(倍)	0.51	0.60	0.64

注：长期应付款中的有息部分已计入公司长期债务。



### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 全部债务=短期债务+长期债务  
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出  
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

## 附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。