

# 信用等级公告

联合[2018] 244 号

联合资信评估有限公司通过对宜春市袁州区国有资产运营有限公司及其拟发行的2019年地下管廊专项债券的信用状况综合分析和评估，确定宜春市袁州区国有资产运营有限公司主体长期信用等级为AA，2019年宜春市袁州区国有资产运营有限公司地下管廊专项债券的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一八年五月四日



# 2019年宜春市袁州区国有资产运营有限公司 地下管廊专项债券信用评级报告

## 评级结果:

主体长期信用等级: AA  
担保方主体长期信用等级: AA<sup>+</sup>  
本期债券信用等级: AA<sup>+</sup>  
评级展望: 稳定

本期债券发行规模: 8.50 亿元  
本期债券期限: 7 年  
偿还方式: 按年付息, 分期还本  
募集资金用途: 5.50 亿元拟用于袁州新城地下管廊项目, 3.00 亿元用于补充公司运营资金

评级时间: 2018 年 5 月 4 日

## 财务数据:

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	8.99	6.99	4.90
资产总额(亿元)	92.40	103.91	119.39
所有者权益(亿元)	49.18	51.00	56.95
短期债务(亿元)	4.67	8.17	6.98
长期债务(亿元)	29.83	29.39	34.63
全部债务(亿元)	34.50	37.56	41.61
营业收入(亿元)	5.77	6.49	9.39
利润总额(亿元)	3.21	1.35	1.97
EBITDA(亿元)	3.23	1.37	1.99
经营性净现金流(亿元)	-15.73	-6.08	-6.08
营业利润率(%)	3.78	5.16	5.06
净资产收益率(%)	5.31	2.32	2.97
资产负债率(%)	46.78	50.91	52.30
全部债务资本化比率(%)	41.23	42.41	42.22
流动比率(%)	604.07	338.66	341.84
经营现金流流动负债比(%)	-186.80	-31.55	-25.89
全部债务/EBITDA(倍)	10.67	27.38	20.86

注: 公司长期应付款纳入长期债务核算。

## 分析师

黄琪融 任黛云

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对宜春市袁州区国有资产运营有限公司(以下简称“公司”)的评级结果反映了公司作为宜春市袁州区重要的基础设施投资建设主体,在外部支持等方面所具备的优势。同时,联合资信关注到公司资产流动性较弱、盈利能力较弱、经营性净现金流持续为负等因素对公司经营发展可能带来的不利影响。

伴随着袁州区城镇化建设及基础设施建设进程的推动,公司业务规模有望逐步扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

2019 年宜春市袁州区国有资产运营有限公司地下管廊专项债券(以下简称“本期债券”)由重庆兴农融资担保集团有限公司(以下简称“兴农担保”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。兴农担保主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>,评级展望为稳定。上述担保显著提升了本期债券本息偿还的安全性。此外,本期债券设置了分期偿付条款,有助于降低本期债券的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期债券到期不能偿还的风险很低。

## 优势

1. 近年来,宜春市袁州区经济规模持续增长,为公司稳定发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是宜春市袁州区重要的基础设施建设开发实施主体,近年来在资金注入、资产注入和财政补贴方面获得袁州区政府的有力支持。
3. 本期债券设置了分期偿付条款,有效降低了本期债券的集中偿付压力。

4. 兴农担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

#### 关注

1. 公司资产主要以开发成本和土地使用权为主，抵质押资产规模大，资产流动性较弱。
2. 公司盈利能力较弱；利润总额对非经常性损益依赖性较强。
3. 公司主要项目建设处于投入阶段，经营性现金流持续净流出，同时在建项目待投资规模较大，存在一定的融资压力。
4. 本期债券发行规模大，项目预期收益受项目建设进度、实际入廊情况等因素的影响存在不确定性。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由宜春市袁州区国有资产运营有限公司（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 2019年宜春市袁州区国有资产运营有限公司 地下管廊专项债券信用评级报告

## 一、主体概况

宜春市袁州区国有资产运营有限公司（以下简称“公司”）是经江西省宜春市袁州区人民政府（以下简称“袁州区政府”）批准，由宜春市袁州区国有资产管理局（以下简称“袁州区国资局”）于2007年3月出资成立的国有独资公司。公司初始注册资本为0.50亿元人民币。

2017年7月，公司原股东袁州区国资局与宜春市袁州区国投有限公司（以下简称“袁州国投”）签订出资转让协议。袁州区国资局同意将其持有公司的5000万元股权转让给袁州国投，袁州国投同意受让并一次性支付转让价款给袁州区国资局。袁州国投为袁州区国资局全资持股的国有独资公司，2017年7月更名为宜春市袁州区国投集团有限公司（以下简称“袁州国投集团”）。截至2017年底，公司注册资本为0.50亿元，唯一出资人为袁州国投集团，实际控制人为袁州区国资局。

公司经营范围：对区政府授权的国有资产进行经营、管理，资本运营，实业投资；市政基础设施投资建设与房地产开发，土地开发经营与整理，农村和农业基础设施建设，公路桥梁承包，物业管理。

截至2017年底，公司本部内设综合部、融资部、投资经营部和财务部4个职能部门。公司下设全资子公司1家，为宜春市袁州新城建设有限公司（以下简称“新城公司”），公司下设控股子公司1家，为江西锂源矿业有限公司（以下简称“锂源矿业”），公司持股比例为99.00%。

截至2017年底，公司资产总额119.39亿元，所有者权益56.95亿元（含少数股东权益20.12万元）；2017年，公司实现营业收入9.39亿元，利润总额1.97亿元。

公司注册地址：江西省宜春市袁州区袁山东路财政局院内；法定代表人：刘文云。

## 二、本期债券及募投项目概况

### 1. 本期债券概况

公司拟于2019年发行宜春市袁州区国有资产运营有限公司地下管廊专项债券（以下简称“本期债券”），发行规模为8.50亿元，期限7年，按年付息，并设有分期偿还条款，在债券存续期的第3年至第7年末每年偿还债券本金的20%。根据《宜春市袁州区国有资产运营有限公司关于本期债券募投项目收益优先用于偿还本期债券本息的承诺》，公司承诺募投项目未来产生的收益将优先用于偿还债券本息。

本期债券由重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

### 2. 本期债券募集资金用途及募投项目概况

本期债券拟募集资金8.50亿元，其中5.50亿元用于袁州新城地下管廊项目建设，3.00亿元用于补充公司运营资金。

根据江西同济设计集团股份有限公司出具的《袁州新城地下管廊工程可行性研究报告》（以下简称“项目可研报告”），袁州新城地下管廊工程的建设主体为新城公司，项目建设地点位于宜春市袁州新城，项目主要建设内容包括云谷路管廊、泉浦路管廊、环城南路管廊、卢洲大道管廊、庙河路管廊、宜阳东大道管廊共六条主、次干道地下综合管廊。6条地下管廊规划总长度18.099公里。除6条地下管廊外，项目建设内容另包含2座监控中心。

表 1 袁州新城地下管廊项目主要建设内容 (单位: 米)

序号	管廊名称	方位	道路等级	管廊类型	分仓情况	管廊长度
1	云谷路管廊: 卢洲大道-环城东路	东西向	主干道	综合型	两舱	5053
2	泉浦路管廊: 明月南路-庙河路	东西向	次干道	综合型	两舱	2553
3	环城南路管廊: 卢洲大道-宜安公路	东西向	主干道	综合型	三舱	4586
4	卢洲大道管廊: 中山东路-环城南路	南北向	主干道	综合型	两舱	2202
5	庙河路管廊: 珠泉路-仰山南路	南北向	主干道	综合型	三舱	2213
6	宜阳东大道管廊: 珠泉路-环城南路	南北向	主干道	综合型	两舱	1492
合计	--	--	--	--	--	<b>18099</b>

资料来源: 项目可研报告

(1) 项目批复情况

袁州新城地下管廊项目已获得相关政府主

管部门批复, 截至2018年1月底已获批复文件详见表2。

表 2 袁州新城地下管廊项目审批文件情况

序号	文件名称	文号/编号	批准单位	印发时间
1	建设项目选址意见书	选字第 360902201601082 号	宜春市袁州区城乡规划建设局	2016.07.02
2	关于宜春市袁州新城建设有限公司袁州新城地下管廊项目环境影响报告表的批复	袁区环字【2016】191 号	宜春市袁州区环境保护局	2016.08.03
3	固定资产投资节能登记表	--	宜春市袁州新城建设有限公司	2016.08.06
4	关于《袁州新城地下管廊工程可行性研究报告》的批复	袁区发改投字【2016】12 号	宜春市袁州区发展和改革委员会	2016.08.15
5	建设工程规划许可证	建字第 360902201601023 号	宜春市袁州区城乡规划建设局	2016.11.24
6	建设用地规划许可证	地字第 360902201601018 号	宜春市袁州区城乡规划建设局	2016.11.24
7	关于袁州新城地下管廊项目建设用地有关情况的说明	袁市国土资袁字【2017】224 号	宜春市国土资源局袁州分局	2017.12.29
8	关于调整袁州新城地下管廊工程项目可行性研究报告的函	袁区发改行服字【2017】204 号	宜春市袁州区发展和改革委员会	2017.12.08
9	重大决策社会稳定风险评估申报表	--	中共宜春市袁州区委维护稳定工作领导小组办公室	2018.01.16

资料来源: 公司提供

### (2) 项目资金使用情况

根据宜春市袁州区发展和改革委员会出具的《关于调整袁州新城地下管廊工程项目可行性研究报告的函》（袁区发改行服字【2017】204号），募投项目总投资调整为14.51亿元，项目资金来源调整为建设单位自筹9.01亿元，申请债券融资5.50亿元。募投项目拟使用本期债券募集资金5.50亿元，占项目总投资的37.90%。

### (3) 项目建设进度

募投项目自2017年三季度起开展前期工作，2017年公司拟完成前期论证及立项审批、勘探、测量、初步设计及施工图设计、工程招标等工作。根据项目特点及资金筹措安排，该项目正式建设期预计为2年，计划工期为2018年1月至2019年12月，拟分为两个阶段开展实施：

第一阶段（2017~2018年度）：建设云谷路、泉浦路、环城南路地下综合管廊。

第二阶段（2018~2019年度）：建设卢洲大道、庙河路、宜阳东大道地下综合管廊。

### (4) 项目经济效益分析

项目建成后，管廊实行有偿使用制度，公司作为特许经营单位负责向各管线单位提供进入管廊及管廊日常维护管理服务。项目建成后，实际测算收入来源于入廊费和日常维护费。

项目管廊将集中在项目开工后第3年（即项目建成后第1年）入廊，如入廊费全部在入廊第1年一次性支付会对管线单位带来较大支付压力，故允许所有管线单位的入廊费分五年支付，并免分期支付利息。

管廊的日常维护费可采用分年支付和一次性支付15年费用（买断）的方式，采用买断方

式时给予8折优惠。经与各管线单位协商，各单位都有部分管线的日常维护费拟采用买断支付方式。袁州区综合管廊建议收费单价如表3所示。

表3 宜春市袁州区综合管廊建议收费单价  
(单位：元/米·孔、元/米·孔·年)

序号	入廊管线	入廊费	日常维护费
一	给水工程		
1	DN200	1434.20	180.0
2	DN250	1504.65	180.0
3	DN300	1575.10	180.0
4	DN400	1742.40	180.0
5	DN500	1904.90	226.3
二	污水重力管		
1	DN300	2752.00	162.0
2	DN400	2840.90	162.0
3	DN500	2928.20	210.5
三	燃气工程		
1	DN150	7143.70	310.9
2	DN200	7618.40	310.9
3	DN300	8695.20	310.9
四	电力线缆		
1	10KV	679.20	23.7
2	110KV	1248.30	23.7
五	通信工程		
1	通信管道	495.60	10.6

资料来源：项目可研报告

项目运营收入包括：入廊费、买断维护费、日常维护费三项。

#### 入廊费收入

公司入廊费收入测算情况如下表所示，在募投项目开工后的第3~7年，公司共计可收取入廊费10.20亿元。

表4 募投项目运营期入廊费收费情况（单位：米、元/米、万元）

	云谷路	泉浦路	环城南路	泸州大道	庙河路	宜阳东大道	总计
长度	5053	2553	4586	2202	2213	1492	18099
给水管网							
型号	DN300	DN250	DN400	DN300	DN500	DN200	--

入廊费单价	1575.1	1504.65	1742.4	1575.1	1904.9	1434.2	--
入廊费总价	795.90	384.14	799.06	346.84	421.55	213.98	2961.47
前五年年均收费	<b>592.29</b>						
<b>污水管网</b>							
型号	DN500	DN500	DN500	DN500	DN300	DN400	--
入廊费单价	2928.2	2928.2	2928.2	2928.2	2752	2840.9	--
入廊费总价	1479.62	747.57	1342.87	644.79	609.02	423.86	5247.73
前五年年均收费	<b>1049.55</b>						
<b>燃气管网</b>							
型号	DN150/DN200	DN150/DN200	DN150/DN300	DN150/DN200	DN150/DN300	DN150/DN200	--
入廊费单价	7143.7/7618.4	7143.7/7618.4	7143.7/8695.2	7143.7/7618.4	7143.7/8695.2	7143.7/7618.4	--
入廊费总价	7459.29	3768.76	7263.72	3250.61	3505.15	2202.51	27450.04
前五年年均收费	<b>5490.01</b>						
<b>电力管线</b>							
型号及数量	10KV18根	10KV18根 110KV3根	10KV30根 110KV6根	10KV12根 110KV3根	10KV54根 110KV6根	10KV24根	--
入廊费单价	679.2	679.2/1248.3	679.2/1248.3	679.2/1248.3	679.2/1248.3	679.2	--
入廊费总价	6177.60	4077.27	12779.26	2619.35	9774.07	2432.08	37859.61
前五年年均收费	<b>7571.92</b>						
<b>通信管道</b>							
数量	30	30	36	30	36	24	--
入廊费单价	495.6	495.6	495.6	495.6	495.6	495.6	--
入廊费总价	7512.80	3795.80	8182.16	3273.93	3948.35	1774.64	28487.68
前五年年均收费	<b>5697.54</b>						

资料来源：项目可研报告及联合资信测算

### 维护费收入

管廊的日常维护费可采用分年支付和一次性支付15年费用（买断）的方式，采用买断方式时给予8折优惠。

根据项目可研报告，经与各管线单位协商，各单位都有部分管线的日常维护拟采用买断支付方式。

从给水管维护费来看，给水工程的DN400、DN500管线拟采用买断方式。其中运营期第1年买断DN500管线，运营期第2年买断DN400管

线，其他管线仍按年支付。

在运营期第1年，管线单位买断DN500即庙河路2213米水管网，买断收入为600.96万元；在运营期第2年，管线单位买断DN400即环城南路4586米水管网，买断收入为990.58万元。

除已买断水管网外，水管网在运营期第1~5年正常维护费分别为285.95万元、203.40万元、203.40万元、203.40万元和203.40万元。

从污水管维护费来看，污水工程的DN500管线拟采用买断方式，其他管线仍按年支付；

计划于运营期第1年至第5年分别买断云谷路、泉浦路、环城南路、泸州大道的管线。

在运营期第1年，管线单位买断云谷路5053米污水管网，买断收入为1276.39万元；在运营期第2年，管线单位买断泉浦路2553米污水管网，买断收入为644.89万元；在运营期第3年，管线单位买断环城南路4586米污水管网，买断收入为1158.42万元；在运营期第4年，管线单位买断泸州大道2202米污水管网，买断收入为556.23万元。

除已买断污水管网外，污水管网在运营期第1~5年正常维护费分别为256.65万元、202.91万元、106.37万元、60.02万元和60.02万元。

从燃气管网维护费来看，燃气工程拟于运营期第1年至第5年分别买断云谷路、泉浦路、环城南路、泸州大道、庙河路的管线，宜阳东大道的管线仍按年支付。

在运营期第1年，管线单位买断云谷路5053米燃气管道，买断收入为3770.35万元；在运营期第2年，管线单位买断泉浦路2553米燃气管道，买断收入为1904.95万元；在运营期第3年，管线单位买断环城南路4586米燃气管道，买断收入为3421.89万元；在运营期第4年，管线单位买断泸州大道2202米燃气管网，买断收入为1643.04万元；在运营期第5年，管线单位买断庙河路2213米燃气管道，买断收入为1651.25万元。

除已买断燃气管道外，燃气管道在运营期第1~5年正常维护费分别为811.20万元、652.45万元、367.30万元、230.38万元和92.77万元。

从电力管线维护费来看，电力工程的110KV线缆拟全部买断，10KV线缆部分买断，计划于运营期第1年至第5年（即项目开工后第3~7年）分别买断云谷路、泉浦路12根、环城南路12根、泸州大道12根、庙河路12根的线缆维

护费。

在运营期第1年，管线单位买断云谷路18根10KV电力管线，买断收入为2586.73万元；在运营期第2年，管线单位买断泉浦路12根10KV及3根110KV电力管线，买断收入为1089.11万元；在运营期第3年，管线单位买断环城南路12根10KV及6根110KV电力管线，买断收入为2347.67万元；在运营期第4年，管线单位买断泸州大道12根10KV和3根110KV电力管线，买断收入为939.37万元；在运营期第5年，管线单位买断庙河路12根10KV和6根110KV电力管线，买断收入为1132.88万元。

除已买断电力管线外，燃气管道在运营期第1~5年正常维护费分别为996.17万元、905.42万元、709.78万元、631.50万元和537.09万元。

从通讯管线维护费来看，通讯工程计划于运营期第1年至第5年（即项目建成后第3~7年）分别买断云谷路、泉浦路、环城南路、泸州大道和庙河路一半的线缆维护费。

在运营期第1年，管线单位买断云谷路一半通讯管线，买断收入为964.11万元；在运营期第2年，管线单位买断泉浦路一半的通讯管线，买断收入为487.11万元；在运营期第3年，管线单位买断环城南路一半的通讯管线，买断收入为1050.01万元；在运营期第4年，管线单位买断泸州大道一半的通讯管线，买断收入为420.14万元；在运营期第5年，管线单位买断庙河路一半的通讯管线，买断收入为506.69万元。

除已买断通讯管线外，通讯管道在运营期第1~5年正常维护费分别为528.96万元、488.37万元、400.86万元、365.85万元和323.63万元。

整体来看，募投项目建成后将分别收取买断维护费和正常维护费。项目建成后前五年，公司将分别实现买断维护费收入和正常维护费收入2.91亿元和0.98亿元。

表5 本期债券募投项目运营期前五年收入预测情况（单位：万元）

项目	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
给水管收入	1479.2	1786.3	795.7	795.7	795.7

给水管入廊费	592.3	592.3	592.3	592.3	592.3
买断给水管维护费	601.0	990.6	--	--	--
正常给水管维护费	286.0	203.4	203.4	203.4	203.4
<b>污水管收入</b>	<b>2582.6</b>	<b>1897.4</b>	<b>2314.3</b>	<b>1665.8</b>	<b>1109.6</b>
污水管入廊费	1049.6	1049.6	1049.6	1049.6	1049.6
买断污水管维护费	1276.4	644.9	1158.4	556.2	--
正常污水管维护费	256.6	202.9	106.4	60.0	60.0
<b>燃气管收入</b>	<b>10071.5</b>	<b>8047.4</b>	<b>9279.2</b>	<b>7363.4</b>	<b>7234.1</b>
燃气管入廊费	5490.0	5490.0	5490.0	5490.0	5490.0
买断燃气管维护费	3770.3	1904.9	3421.9	1643.0	1651.3
正常燃气管维护费	811.2	652.5	367.3	230.4	92.8
<b>电力管线收入</b>	<b>11154.8</b>	<b>9566.4</b>	<b>10629.4</b>	<b>9142.8</b>	<b>9241.9</b>
电力线入廊费	7571.9	7571.9	7571.9	7571.9	7571.9
买断电力线维护费	2586.7	1089.1	2347.7	939.4	1132.9
正常电力线维护费	996.2	905.4	709.8	631.5	537.1
<b>通讯管线收入</b>	<b>7190.6</b>	<b>6673.0</b>	<b>7148.4</b>	<b>6483.5</b>	<b>6527.9</b>
通讯管线入廊费	5697.5	5697.5	5697.5	5697.5	5697.5
买断通讯管线维护费	964.1	487.1	1050.0	420.1	506.7
正常通讯管线维护费	529.0	488.4	400.9	365.9	323.6
<b>合计</b>	<b>32478.7</b>	<b>27970.5</b>	<b>30167</b>	<b>25451.2</b>	<b>24909.2</b>

资料来源：项目可研报告

### 三、宏观经济和政策环境

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性改革面临挑战。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 年进出口额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。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 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政府的高度重视。近年来，全国各地城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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國基础设施建设的重要载体。

##### 2. 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存

量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

### 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2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25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。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

#### 4. 区域经济环境

##### 宜春市

宜春市为江西省地级市，地处江西省西北部，辖袁州、樟树、丰城、靖安、奉新、高安、上高、宜丰、铜鼓、万载 10 个县市区和宜春经开区、宜阳新区、明月山温泉风景名胜区 3 个特色区。宜春市总面积 1.87 万平方公里，约占江西省 1/9；总人口 600 万人。

宜春市物产资源较为丰富，是全国 28 个粮食主产区之一，8 个县市区被列为国家商品粮基地。宜春市地下矿藏富足，可利用氧化锂储量 250 万吨，占全国的 1/2、世界的 1/4；铷储量 36 万吨，占世界的 3/5；钽储量 1.5 万吨，占世界的 13%；硅灰石储量占全国的 1/4，原煤储量、矿岩盐储量居江西省之首。

宜春市已初步形成了建材、机电、食品、化工、医药、电力能源、纺织服装七大支柱产业，建成了锂电、建陶、硬质合金、绿色食品等十大产业基地，引进 5000 万元以上项目数、工业用电总量、产业基地规模、产业集群数量、驰名商标数量均居江西省前列。

近年来，宜春市经济保持增长态势。根据《宜春市国民经济和社会发展统计公报》，2014~2016 年，宜春市地区生产总值分别为 1522.99 亿元、1621.02 亿元和 1770.40 亿元，年增幅均超过 9%。同时，规模以上工业增加值、固定资产投资总额、社会消费品零售总额均呈现高速增长态势。宜春市经济整体保持良性发展势头。

表 6 2014~2016 年宜春市主要经济指标

(单位: 亿元、%)

项目	2014 年	2015 年	2016 年
地区生产总值	1522.99	1621.02	1770.40
规模以上工业增加值	762.70	870.50	--
建筑业增加值	87.38	94.99	--
500 万元以上固定资产投资	1356.20	1588.14	1821.40
房地产开发投资	110.73	149.08	181.90
社会消费品零售总额	457.30	530.66	596.20

资料来源: 2014~2016 年宜春市国民经济和社会发展统计公报

根据宜春市统计局网站, 2017 年宜春市实现地区生产总值 2021.85 亿元; 固定资产投资 2060.4 亿元; 社会消费品零售总额 667.5 亿元。2017 年宜春市部分主要经济指标继续呈现增长态势。

##### 袁州区

袁州区是宜春市唯一的市辖区, 位于江西省西部, 袁河上游。袁州区东连新余, 西临萍乡, 南界安福, 北接万载、上高和湖南浏阳。袁州区总面积 2532.36 平方千米, 总人口 105.05 万人, 辖 9 个街道、16 个镇、6 个乡。

根据袁州区统计局数据, 2014~2016 年, 袁州区地区生产总值分别为 209.84 亿元、225.81 亿元和 248.94 亿元, 呈逐年增长态势。除固定资产投资规模在 2016 年同比小幅下降外, 袁州区主要经济指标近三年均呈现逐年增长态势, 反映出袁州区整体经济发展环境基本向好。

表 7 2014~2016 年袁州区主要经济指标

(单位: 亿元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年
地区生产总值	209.84	225.81	248.94
规模以上工业增加值	72.14	79.55	84.01
固定资产投资	202.79	233.24	228.58
房地产开发投资	41.25	61.89	73.08
社会消费品零售总额	149.48	171.89	191.93

资料来源: 袁州区统计局

根据袁州区政府网站, 2017 年袁州区实现地区生产总值 285.10 亿元, 同比增长 9.5%; 固定资产投资 252.54 亿元, 同比增长 10.5%。袁州区部分经济指标继续保持增长态势。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

截至 2017 年底, 公司注册资本 0.50 亿元, 袁州国投集团持有公司 100% 股权, 公司实际控制人为袁州区国资局。

## 2. 企业规模

公司作为宜春市袁州区重要的基础设施建设实施主体之一，主要从事袁州区内的基础设施建设业务和租赁业务。

截至 2017 年底，公司合并范围内拥有子公司 2 家，其中：全资子公司新城公司主要承担宜春市袁州新城范围内的市政工程投资建设业务，该公司系依据袁府办抄字【2015】204 号文件于 2015 年无偿划转至公司；控股子公司锂源矿业<sup>1</sup>为公司投资设立，主业为非金属矿采选，公司持股比例为 99%，锂源矿业当前尚未实现收入。

## 3. 人员素质

截至 2017 年底，公司共有高级管理人员 4 名。

公司董事长兼总经理刘文云先生，1970 年出生，本科学历，历任袁州区彬江财政所科员、袁州区财政局科员、社保股股长、预算股股长、财政局副局长、党组成员。

公司副总经理彭敏峰女士，1973 年出生，本科学历，历任万载公路局财务科科员、科长；宜春市泰达公司桥梁工程股份有限公司监事；广州迪生鸟三洋电机有限公司财务部助理部长。

公司副总经理钟晋军先生，1977 年生，本科学历，历任宜春市华东理工大学校长助理；袁州区彬江镇政府财税办主任。

截至 2017 年底，公司共有在岗职工 19 名。从员工文化素质情况来看，本科及以上学历 17 人、大专及以下学历 2 人；从员工年龄构成来看，30 岁及以下的 4 人、30~50 岁的 15 人。

总体看，公司高管人员相关管理经验丰富。公司员工构成与公司业务特征相符，能满足日常工作需要。

## 4. 外部支持

<sup>1</sup> 锂源矿业持有的采矿许可证在公司合并财务报表“无形资产”科目中体现，矿山名称为江西锂源矿业有限公司新坊建筑用花岗岩矿。截至评级时点，该公司尚未全面开展业务。

公司作为宜春市袁州区重要的基础设施建设主体之一，长期以来在资金注入、资产注入及政府补贴等方面得到了袁州区政府的大力支持。

### 资金注入

根据江西宜审会计师事务所出具的《验资报告》（赣宜审会（验）字【2007】第 033 号），公司系由宜春市袁州区国有资产管理局独资组建的有限责任公司，截至 2007 年 3 月 5 日，公司已收到股东缴纳的注册资本（实收资本），合计人民币伍仟万元。

历年来，袁州区政府多次向公司增资，用于充实公司资本金。袁州区政府历次增资拨付的资金均计入公司资本公积。

2015 年~2017 年，袁州区政府分别向公司拨付资金 5.66 亿元、3.12 亿元和 4.46 亿元。

### 资产注入

为整合袁州区基础设施建设主体，2015 年 12 月，根据袁府办抄字【2015】204 号文件，袁州区政府将新城公司股权全部无偿划转至公司，增加资本公积 3.78 亿元。

### 财政补贴

2014 年~2017 年，袁州区政府分别给予公司财政补贴资金 0.70 亿元、0.80 亿元、0.20 亿元和 0.50 亿元。

2016~2017 年，袁州区政府给予新城公司财政补贴款 0.49 亿元和 0.36 亿元。

### 业务支持

公司为宜春市袁州区重要的基础设施建设主体之一，与袁州区政府签订回购协议，回购款由袁州区政府直接支付。公司经营及发展受袁州区经济发展、开发进展和财政实力的影响大。

2014~2016 年，袁州区地方可控财力逐年上升，2016 年为 62.58 亿元。袁州区一般公共预算收入占地方可控财力的比重相对稳定，2016 年为 28.75%。2016 年，袁州区获得上级补助收入为 28.29 亿元，对袁州区可控财力起到良好的支撑作用。袁州区基金收入主要为国有土地

使用权出让收入，受土地市场行情影响，近三年呈现波动增长趋势，2016年为16.30亿元。

根据袁州区政府网站数据，2017年袁州区公共财政预算收入为18.64亿元，同比增长3.6%。

从债务负担看，截至2016年底，袁州区债务余额为21.74亿元，债务率为34.74%，整体债务负担较轻。

总体看，公司获得的外部支持持续稳定，给公司的稳定经营带来积极影响。

### 5. 企业信用记录

根据企业信用报告（银行版）（报告编号：G10360902000335707），截至2018年1月25日，公司无已结清或未结清的关注类/不良类信贷记录。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

公司设立了由董事会、监事会和管理层组成的法人治理结构，明确各自管理职权。公司设立董事会，董事会由5名董事构成，董事由出资人委派或更换，设董事长1人，副董事长1人，由出资人从董事会成员中指定或罢免，副董事长协助董事长工作。董事任期三年，任期届满，可连选连任。董事长为公司法定代表人。公司设监事会，由3名监事组成，由出资人委派或更换，监事会其中1名为职工代表，由职工代表大会选举产生。监事会主席由出资人从监事会成员中指定或更换。监事会每届任期三年，监事任期届满，可连选连任。公司设总经理，对董事会负责，并主持公司的生产经营管理工作及组织实施董事会决议。公司总经理由董事长提名，经董事会报出资人任免。

### 2. 管理水平

公司根据自身特点建立了相应的管理体系，在财务管理、内部审计、重大事项决策等方面制定了相应制度。

在财务管理方面，公司制定了《宜春市袁州区国有资产运营有限公司财务制度》，对公司现金管理、银行存款管理、会计档案管理工作作出明确规定，同时对部分重要财务科目处理方式作出规定。

在内部审计方面，公司制定了《内部审计管理办法》，对公司内部审计机构设置和人员构成、审计对象、范围和依据、审计种类和方式、内部审计和内容、内审工作程序和奖惩措施等方面做出了明确规定。

在重大事项决策方面，公司制定了《重大事项民主决策制度》，将公司长期发展规划和年度工作计划、重大工作任务部署和重大事件处理、机构改革对部室职能界定等事项纳入民主决策范围，并对议事程序和原则要求作出规定，以进一步推进议事决策的科学化、民主化和规范化。

总体看，公司制定的管理制度基本符合当前经营现状，管理水平能够满足公司日常经营需要。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

公司是宜春市袁州区重要的基础设施建设实施主体之一，营业收入主要来源于基础设施项目建设收入。2015~2017年，随着袁州区基础设施建设需求增加及承建项目的不断推进，公司营业收入快速增长，年均复合增长27.61%。2017年，公司实现营业收入9.39亿元，其中基础设施建设业务收入占比99.36%；公司租赁业务收入占比较小，系公司对外出租持有的写字楼、门面房资产所获取的收入。

毛利率方面，根据公司与袁州区政府签订的《袁州区基础设施建设项目委托代建协议》（以下简称“《委托代建协议》”），公司承建的基础设施建设项目依照工程回购款基数的10%获取工程管理费。2016年后，公司基础设施建设业务毛利率同比明显下降，主要由于2016年实施“营改增”政策后，增值税部分由公

司自行承担，从而导致公司毛利率出现下滑；  
公司租赁业务毛利率近三年始终处于较高水

平。公司综合毛利率受基础设施建设业务影响  
较大，2017年公司综合毛利率为6.83%。

表8 2015~2017年公司营业收入和毛利率情况表(单位:亿元、%)

项目	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目建设收入	5.73	99.31	9.09	6.44	99.23	6.36	9.33	99.36	6.36
租赁收入	0.04	0.69	57.87	0.05	0.77	64.36	0.06	0.64	76.48
合计	5.77	100.00	9.38	6.49	100.00	6.73	9.39	100.00	6.83

资料来源:根据公司审计报告整理

## 2. 业务经营分析

### (1) 基础设施建设业务

公司基础设施建设业务由公司本部和新城公司共同承担。2012年公司本部与新城公司分别与袁州区政府签订《委托代建协议》(框架协议),袁州区政府委托公司进行袁州区基础设施项目的融资、建设和运营。近年来,公司先后承建了袁州区下浦片区棚户区改造项目、徐田片区棚户区改造项目、袁州新城秀江河防洪工程项目、宜春市袁州大厦整体项目等。

业务模式方面,根据《委托代建协议》,公司承建项目建设资金来源于公司自有资金、银行贷款或其他方式自筹资金,由公司本部或新城公司作为业主负责项目建设工作。待公司代建项目竣工验收后,公司提出回购申请,袁州区审计局进行竣工决算审计,袁州区政府委托袁州区财政局支付回购款。工程回购款由回购款基数和工程管理费两部分组成,回购款基数包括由公司支付的直接工程、临时工程费,按项目预算总投资的融资利息,以及征地拆迁款,工程管理费为工程回购款基数的10%。

2015~2017年,公司基础设施建设业务分别确认收入5.73亿元、6.44亿元和9.33亿元;

同期,公司分别收到工程回购款9.29亿元、6.24亿元和4.53亿元。

表9 2015~2017年公司基建项目收入确认情况表  
(单位:亿元)

项目	收入
<b>2015年</b>	
宜春市袁州区徐田片区棚户区改造二期一批工程	2.75
宜春市袁州区徐田片区棚户区改造二期二批工程	2.98
合计	5.73
<b>2016年</b>	
宜春市袁州新城秀江河防洪工程	1.14
宜春市袁州区下浦片区棚户区改造项目三期工程	2.24
宜春市袁州大厦整体项目	3.06
合计	6.44
<b>2017年</b>	
宜慈公路建设项目	5.80
新城下浦三期棚户区改造工程	3.53
合计	9.33

资料来源:公司提供

近年来,袁州区继续保持较大规模的城市基础设施建设力度,公司在建项目整体投资规模较大。截至2017年底,公司在建的基础设施建设项目计划总投资金额88.00亿元,已投资金额50.55亿元,尚需投资37.45亿元。公司未来仍面临较大的融资压力。

表10 截至2017年底公司主要在建项目情况表(单位:亿元)

名称	计划总投资	已投资	未来尚需投资
宜春新火车站综合交通枢纽及配套工程	10.00	9.63	0.37
袁州区“三河一湖”综合整治工程项目	10.00	8.48	1.52
下浦高铁片区棚户区拆迁改造项目	4.50	3.94	0.56
金桥棚户区改造工程	4.00	3.08	0.92

宜春市袁州区金桥片区棚户区改造项目二期工程	3.50	2.85	0.65
宜春市袁州区徐田片区棚户区改造项目三期二批工程	3.50	2.77	0.73
宜春市袁州区徐田片区棚户区改造项目三期一批工程	3.50	2.51	0.99
宜春市袁州区徐田片区棚户区改造项目三期三批工程	3.50	2.45	1.05
新城民主小区棚户区改造项目工程	3.50	1.66	1.84
下浦二期广润小区棚户区项目	3.50	1.58	1.92
区机电拆迁安置项目	3.00	1.85	1.15
宜新公路	3.00	1.68	1.32
东湖项目工程	3.00	0.82	2.18
袁州区凤凰片区（黄颡路）棚户区改造项目	3.50	0.36	3.14
环城南路安置项目	2.00	1.21	0.79
东湖宾馆	2.00	0.85	1.15
宜春仙峰商业广场项目	2.00	0.60	1.40
东湖花苑	2.00	0.47	1.53
宜阳东路延伸袁家大桥项目	2.00	0.46	1.54
宜阳东路延伸段工程	2.00	0.45	1.55
新城徐田三期幸福花苑土建水电消防工程	2.00	0.33	1.67
金桥二期及箱涵项目	2.00	0.24	1.76
金桥小学教学楼及金桥小区工程	2.00	0.21	1.79
宜新路（袁州新城段）项目	2.00	0.19	1.81
新城公园东路工程	2.00	0.16	1.84
新城无房产安置房下浦安置区B标段工程	2.00	0.10	1.90
区医药工业园土地整理	1.00	0.60	0.40
宜新路人行道（新城段）工程	1.00	0.15	0.85
其他零星项目	--	0.88	--
<b>合计</b>	<b>88.00</b>	<b>50.55</b>	<b>37.45</b>

资料来源：公司提供

## （2）租赁业务

公司租赁业务收入主要来源于公司持有的写字楼和门面房资产对外出租收入。截至2017年底，公司共持有可供出租资产约2.5万平方米，对外出租率为99%，出租均价约为250元/平方米·年。2015~2017年，公司租赁业务分别实现营业收入0.03亿元、0.04亿元和0.06亿元。

## 3. 未来发展

作为宜春市袁州区重要的基础设施建设主体，公司未来将逐步以市场为导向，积极探索和创新投融资模式，努力建立多元化的城市基础设施项目投资主体。此外，公司将努力提升管理运作水平，提高资金使用效率，保持持续筹资能力。同时，公司继续与各大商业银行保

持密切的合作关系，按照袁州区基础设施建设的需求合理规划未来融资方案；并积极拓宽和丰富融资渠道，完善和优化自身融资结构，有效利用资本市场融资，力争进一步提升公司业务规模。

## 八、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2015~2017年三年连审合并财务报表，中审众环会计师事务所（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，公司财务报表合并范围包括新城公司和锂源矿业。合并范围变更涉及的公司资产和收入规模占比均较小，公司近三年

财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司资产总额 119.39 亿元，所有者权益 56.95 亿元（其中含少数股东权益 20.12 万元）。2017 年，公司实现营业收入 9.39 亿元，利润总额 1.97 亿元。

## 2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模不断增长，年均复合增长 13.67%，主要由于存货增长所致。截至 2017 年底，公司资产总额 119.39 亿

元，同比增长 14.89%；其中公司流动资产和非流动资产分别占比 67.28%和 32.72%，公司资产结构以流动资产为主。

### 流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 25.64%，主要由于存货快速增长所致。2017 年底，公司流动资产合计 80.32 亿元，同比增长 23.05%，主要由于建设投入增加所致。公司主要资产构成情况如下表所示。

表 11 2015~2017 年公司主要资产结构（单位：亿元、%）

科目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.99	17.67	6.99	10.71	4.90	6.10
应收账款	1.72	3.38	2.16	3.31	7.31	9.10
存货	38.66	75.9	52.81	80.90	64.92	80.83
<b>合计</b>	<b>49.38</b>	<b>97.03</b>	<b>61.96</b>	<b>94.91</b>	<b>77.13</b>	<b>96.03</b>
可供出售金融资产	11.59	27.91	8.29	21.46	8.01	20.51
投资性房地产	15.88	38.25	16.25	42.07	16.82	43.06
其他非流动资产	13.45	32.39	13.45	34.82	13.45	34.43
<b>合计</b>	<b>40.91</b>	<b>98.53</b>	<b>37.98</b>	<b>98.32</b>	<b>38.27</b>	<b>97.98</b>

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金快速下降，年均复合下降 26.18%。2017 年底为 4.90 亿元，同比下降 29.93%，由银行存款和少量的其他货币资金构成。公司银行存款中有质押定期存单 0.01 亿元。

2015~2017 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 106.12%。公司应收账款波动受袁州区财政局对公司实际拨付的建设款项效率影响。2017 年底，公司应收账款 7.31 亿元，全部为应收袁州区财政局的工程款。公司未对应收账款计提坏账准备。

2015~2017 年，公司存货快速增长，年均复合增长 29.58%，主要由于存量土地和建设项目开发成本增加所致。2017 年底，公司存货 64.92 亿元，由 14.37 亿元存量土地（占比 22.13%）和 50.55 亿元代建开发成本（占比 77.87%）构成，开发成本主要为保障房和市政工程项目开发成本。截至 2017 年底，公司存

货中共有 23 宗土地使用权，均为通过招拍挂形式获取的出让地，土地使用权类型包括商服用地、住宅用地、商业用地等。

2015~2017 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 46.09%，2017 年底为 3.19 亿元，同比下降 3.86%，主要系与袁州区内的政府机构和国有企业的一般性往来款。前五大其他应收款欠款单位合计为 1.63 亿元，占比 49.81%。公司其他应收款集中度较为分散。

### 非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产波动中有所下降，年均复合下降 3.00%。2017 年底，公司非流动资产合计 39.06 亿元，主要非流动资产构成情况如表 11 所示。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产快速下降，年均复合下降 16.87%。2017 年底为 8.01 亿元，相关明细见下表。2017 年底，被质押的可供出售金融资产账面价值为 3.20 亿元，

质押比率 39.95%。

表 12 2017 年底公司可供出售金融资产明细  
(单位: 万元、%)

单位名称	金额	占比	计量方式
江西特种电机股份有限公司	66608.43	83.19	公允价值
宜春市袁州民爆器材公司	10.00	0.01	成本
宜春农村商业银行股份有限公司	13400.00	16.74	成本
宜春市袁州区城投开发有限公司	50.00	0.06	成本
<b>合计</b>	<b>80068.43</b>	<b>100.00</b>	--

资料来源: 公司审计报告

2015~2017 年, 公司投资性房地产保持相对稳定, 2017 年底为 16.82 亿元, 同比增长 3.50%, 全部为未来拟用于房地产建设获取的出让地, 土地总面积为 36.48 万平方米, 全部为商业用地且均已用于抵押借款。

2015~2017 年, 公司其他非流动资产保持相对稳定, 2017 年底为 13.45 亿元, 包括房屋及建筑物(办公楼等) 3.59 亿元和土地使用权(商住用地) 9.85 亿元, 其中 13.31 亿元的房屋及建筑物、土地使用权系根据袁府办抄告【2010】489 号确认划拨至公司的国有资产。该部分资产已全部过户至锦源资产管理有限公司集中用于国银金融租赁公司办理融资租赁售后回租业务。

2017 年底, 公司受限资产包括 0.10 亿元货币资金、3.20 亿元可供出售金融资产、16.82 亿元投资性房地产和 13.45 亿元其他非流动资产, 受限比率 28.03%。

总体看, 近年来公司资产总额不断增长, 资产中主要以基础设施建设产生的开发成本和土地使用权为主, 公司受限资产规模仍较大, 对再融资能力产生一定影响, 资产流动性较弱。公司整体资产质量一般。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

2015~2017 年, 公司所有者权益有所增长, 年均复合增长 7.61%, 主要源于资本公积和未

分配利润的累积。2017 年底, 公司所有者权益 56.95 亿元, 主要由资本公积(占 67.18%)、未分配利润(占 23.70%)和其他综合收益(占 5.82%)构成。

2015~2017 年, 公司实收资本保持稳定, 近三年均为 0.50 亿元。

2015~2017 年, 公司资本公积不断增长, 年均复合增长 11.67%, 2017 年底为 38.26 亿元。公司资本公积主要系袁州区政府注入的国有资本金和子公司股权等资产。

2015~2017 年, 公司其他综合收益快速下降, 年均复合下降 25.68%, 2017 年底为 3.31 亿元, 为可供出售金融资产公允价值变动损益。

总体看, 公司所有者权益近三年有所增长, 所有者权益中资本公积占比较大, 所有者权益结构较为稳定。

#### 负债

2015~2017 年, 公司负债总额快速增长, 年均复合增长 20.19%, 主要由于长期应付款增长所致。近三年, 公司负债结构以非流动负债为主, 2017 年底, 其中流动负债占比为 37.63%、非流动负债占比为 62.37%。

2015~2017 年, 公司流动负债快速增长, 年均复合增长 67.02%, 主要由于公司其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。2017 年底, 公司流动负债 23.50 亿元, 主要由应交税费(占 9.69%)、其他应付款(占 60.09%)和一年内到期的非流动负债(占 25.45%)构成。

2015~2017 年, 公司其他应付款快速增长, 年均复合增长 162.04%。2017 年底, 公司其他应付款 14.12 亿元, 由往来款(占比 94.35%)和押金保证金构成(占比 5.65%)。

2017 年底, 公司一年内到期的非流动负债为 5.98 亿元, 为应付江苏金融租赁股份有限公司和宜春市锦源资产管理有限公司的融资租赁相关款项, 均为有息债务。

2015~2017 年, 公司非流动负债波动中有所增长, 年均复合增长 5.79%, 主要由于公司长期应付款增长所致。2017 年底, 公司非流动

负债合计 38.94 亿元，由长期借款（占 9.12%）、长期应付款（占 79.82%）和递延所得税负债（占 11.07%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款快速下降，年均复合下降 55.71%。2017 年底为 3.55 亿元，由抵押借款（占 39.44%）和保证借款（占 60.56%）构成。抵押物包括公司所属土地使用权。

2015~2017 年，公司长期应付款快速增长，

年均复合增长 62.79%，主要系非金融机构借款大幅增长。2017 年底为 31.08 亿元，包括公司应付的融资租赁款 3.41 亿元和长期非金融机构借款 27.68 亿元。公司长期应付款已纳入长期债务核算。

2015~2017 年，公司全部债务有所增长，年均复合增长 9.82%，2017 年底为 41.61 亿元，同比大幅上升，其中短期债务占比 16.77%，长期债务占比 83.23%。

表 13 近年公司债务结构及变化情况（单位：亿元，%）

科目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>短期债务：</b>	<b>4.67</b>	<b>13.54</b>	<b>8.17</b>	<b>21.75</b>	<b>6.98</b>	<b>16.77</b>
短期借款	3.67	10.64	1.19	3.17	--	--
应付票据	1.00	2.9	1.00	2.66	1.00	2.40
一年内到期的非流动负债	--	--	5.98	15.92	5.98	14.37
<b>长期债务：</b>	<b>29.83</b>	<b>86.46</b>	<b>29.39</b>	<b>78.25</b>	<b>34.63</b>	<b>83.23</b>
长期借款	18.10	52.46	13.67	36.40	3.55	8.53
长期应付款	11.73	33.99	15.72	41.86	31.08	74.69
<b>全部债务合计</b>	<b>34.50</b>	<b>100.00</b>	<b>37.56</b>	<b>100.00</b>	<b>41.61</b>	<b>100.00</b>

资料来源：审计报告

表 14 截至 2017 年底公司全部债务期限分布（单位：亿元，%）

科目	2018 年到期	2019 年到期	2020 年到期	2020 年以后到期
应付票据	1.00	--	--	--
一年内到期的非流动负债	5.98	--	--	--
长期借款	--	3.05	0.50	--
长期应付款	--	0.05	0.60	30.43
<b>合计</b>	<b>6.98</b>	<b>3.10</b>	<b>1.10</b>	<b>30.43</b>

资料来源：公司提供

从债务指标看，2015~2017 年，公司资产负债率呈现连续上升态势，2017 年底为 52.30%；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均呈现波动上升态势，2017 年底分别为 37.82% 和 42.22%。公司整体债务负担一般。

总体看，近年来公司有息债务规模逐年增长，整体债务负担一般。

#### 4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入快速增长，

年均复合增长 27.61%，2017 年为 9.39 亿元，同比增长 44.84%，主要系公司代建业务收入增长所致。2015~2017 年，公司营业成本快速增长，年均复合增长 29.40%。公司近三年营业利润率呈波动上升态势，分别为 3.78%、5.16% 和 5.06%。

从期间费用看，公司期间费用主要由管理费用构成。2015~2017 年，期间费用占营业收入比重很小，公司期间费用控制能力较强。

2015~2017 年，公司非经常性损益分别为

3.14 亿元、1.15 亿元和 1.47 亿元，其中政府补贴分别为 0.80 亿元、0.69 亿元和 0.86 亿元。同期，公司利润总额分别为 3.21 亿元、1.35 亿元和 1.97 亿元。公司非经常性损益对利润总额贡献较大。

从盈利指标看，2015~2017 年，公司总资产收益率呈现波动下降态势，2017 年为 1.71%。净资产收益率呈现波动下降态势，2017 年为 2.97%。公司整体盈利能力较弱。

总体看，公司营业收入不断增长，非经常性损益对利润总额贡献较大，公司盈利能力较弱。

### 5. 现金流

经营活动方面，2015~2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金快速下降，年均复合下降 30.21%，2017 年为 4.53 亿元，主要系公司承建项目收到的政府回款。同期公司收到其他与经营活动有关的现金快速增长，年均复合增长 191.81%，2017 年为 8.42 亿元，主要为一般性往来款和政府补助等。2015~2017 年，公司经营活动现金流出波动中有所下降，年均复合增长 14.47%，主要由于购买商品、接受劳务支付的现金下降所致，2017 年为 18.59 亿元。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-15.73 亿元、-6.08 亿元和-6.08 亿元。由于公司近三年代建项目投入资金规模较大，公司经营活动现金流净额持续为负。

从收入实现质量看，2015~2017 年，公司现金收入比分别为 161.05%、96.18%和 48.18%，收入实现质量较差。

投资活动方面，2015~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 6.90 亿元、0.09 亿元和 0.05 亿元。2015 年公司收到其他与投资活动有关的现金为政府划入子公司的货币资金。同期公司投资活动现金流出分别为 0.65 亿元、6.13 万元和 0.18 亿元，主要为公司购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金。投资支付的现金主要为公司购买上市公司股票支

付的现金。同期，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 6.25 亿元、0.09 亿元和-0.13 亿元。

筹资活动方面，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 23.81 亿元、17.71 亿元和 25.10 亿元，其中 2017 年包括公司取得借款收到的现金 20.63 亿元和收到其他与筹资活动有关的现金 4.46 亿元（公司收到的财政补充资本金）。筹资活动现金流出分别为 14.39 亿元、13.93 亿元和 18.72 亿元，为公司偿还债务支付的本息。2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 9.42 亿元、3.78 亿元和 6.37 亿元。

总体看，近三年，公司经营活动产生的现金流量净额持续为负值，公司收入实现质量较差，公司经营活动资金需求及债务偿还对外部融资依赖程度较大。

### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年公司流动比率和速动比率波动下降，2017 年底分别为 341.84%、65.55%。2015~2017 年，公司经营现金流负债比持续为负。2017 年底，公司非受限现金类资产对公司短期债务的覆盖倍数为 0.69 倍，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 3.23 亿元、1.37 亿元和 1.99 亿元；全部债务/EBITDA 分别为 10.67 倍、27.38 倍和 20.86 倍。考虑到公司受到的外部支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

截至 2017 年底，公司对外担保余额为 9.26 亿元，担保比率为 16.26%。

表 15 截至 2017 年底公司对外担保情况表

(单位: 亿元)

被担保方	性质	担保余额
宜春市袁州区保障性住房投资有限公司	国有	4.50
宜春交通投资集团有限公司	国有	0.46
袁州医药工业园开发建设有限公司	国有	4.30
<b>合计</b>	--	<b>9.26</b>

资料来源：公司审计报告

被担保企业宜春市袁州区保障性住房投资有限公司为国有企业，控股股东为宜春市袁州区国资局。2016 年底，该公司资产总额 23.61 亿元，资产负债率 62.77%，2016 年营业收入为 3.02 亿元。

袁州医药工业园开发建设有限公司（以下简称“医药园公司”）为国有企业，控股股东为江西省袁州医药工业园管理委员会。截至 2016 年底，医药园公司资产总额 21.49 亿元，资产负债率 40.11%，2016 年营业收入为 1.01 亿元。被担保企业目前经营情况正常。

公司未获得额外银行授信，间接融资渠道亟待拓宽。

## 九、本期债券偿债能力分析

### 1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟募集资金 8.50 亿元，相当于公司全部债务的 20.43%，长期债务的 24.54%。本期债券发行对公司现有债务结构影响大。

2017 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 52.30%、37.82% 和 42.22%；以 2017 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期债券发行后，上述三项指标将分别上升至 55.47%、43.10% 和

46.81%。本期债券发行后，公司债务负担将明显上升。

### 2. 本期债券偿还能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 3.23 亿元、1.37 亿元和 1.99 亿元，分别为本期债券本金的 0.38 倍、0.16 倍和 0.23 倍；公司经营活动产生的现金流入量分别为 10.28 亿元、11.93 亿元和 12.95 亿元，分别为本期债券的 1.21 倍、1.40 倍和 1.52 倍。总体看，EBITDA 对本期债券本金保障能力弱，公司经营活动现金流入量对本期债券本金保障能力较强。

本期债券发行期限为 7 年，公司自债券发行后第 3 年至第 7 年末每年偿还债券本金的 20%，即 1.70 亿元。按单一年度偿付 1.70 亿元进行计算，2015~2017 年 EBITDA 分别为每年偿付本金的 1.90 倍、0.81 倍和 1.17 倍，经营活动现金流入量分别为每年偿付本金的 6.05 倍、7.02 倍和 7.62 倍。公司经营活动现金流入量对本期债券单年偿付本金的保证能力强。总体看，本期债券本金分期偿还有助于缓解公司集中偿付资金压力。

### 3. 募投项目收入对本期债券本息覆盖程度

表 16 本期债券存续期内还本付息情况预测（单位：万元、倍）

年份	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	合计
营业收入	--	--	32479	27971	30167	25451	24909	140977
净利润	--	--	20315	17057	20102	16650	17120	91244
本金偿还金额			11000	11000	11000	11000	11000	55000
利息偿还金额	3300	3300	3300	2640	1980	1320	660	16500
本息偿还金额	3300	3300	14300	13640	12980	12320	11660	71500
营业收入对本息覆盖倍数	--	--	2.27	2.05	2.32	2.07	2.14	1.97
净利润对本息覆盖倍数	--	--	1.42	1.25	1.55	1.35	1.47	1.28

资料来源：项目可行性研究报告，联合资信整理

注 1：上表中本金偿还金额按照用于募投项目的 5.50 亿元进行测算。

2：债券存续期第一年，项目尚未完工，相关本息偿还由公司自身收入补足。

3：假设本期债券的发行利率为 6.00%。

该项目整体收入由入廊费收入和维护费收入构成，单项收入在单一年度的实际收取情况

可对项目在债券存续期内的整体收入情况带来影响。

根据以上测算，在募投项目主要建设期（第 1~2 年），公司偿付债券利息主要依靠公司正常营业收入。预计募投项目将于第 3 年起实现收入，预计在债券存续期内实现收入 14.10 亿元。

在本期债券存续期内（第 1~7 年），公司用于募投项目的募集资金还本付息总额为 7.15 亿元，项目收入对公司还本付息总额的覆盖倍数为 1.97 倍，项目净利润对公司还本付息总额的覆盖倍数为 1.28 倍。项目收入对公司单一年度最高还本付息总额的覆盖倍数为 2.27 倍，项目净利润对公司单一年度最高还本付息总额的覆盖倍数为 1.42 倍。

整体看，募投项目收入和净利润对募投项目所使用的本期债券募集资金本息覆盖能力尚可。项目收益受项目建设进度、实际入廊情况等因素影响大，发行利率受市场因素影响可能与测算存在差异。

#### 4. 增信措施

本期债券由兴农担保出具了担保函。兴农担保在该担保函中承诺，对本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。在担保函项下债券存续期间和到期时，如公司不能兑付债券本金或利息，兴农担保应主动承担担保责任，将兑付资金划入本支债券登记结算机构指定的兑付付息账户。债券持有人可分别或联合要求兴农担保承担保证责任。承销商有义务代理债券持有人要求兴农担保履行保证责任。

兴农担保是由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“重庆渝富”）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“重庆城建”）及重庆市水务资产经营有限公司（以下简称“重庆水务”）共同发起设立，是全国第一家专司农村“三权”抵押融资的重庆市属国有重点企业。截至 2016 年末，兴农担保注册资本为

30 亿元，实收资本 19.50 亿元，其中重庆渝富集团持股比例为 60%、重庆城建持股比例为 20%、重庆水务持股比例为 20%。以上三家股东均为重庆市国资委旗下的全资子公司，兴农担保实际控制人为重庆市国资委。

兴农担保担保业务品种较为单一，以融资性担保为主，2014~2016 年融资性担保发生额占总担保发生额的比例保持在 95% 以上，主要以融资性贷款担保为主。2016 年以来，兴农担保逐步开展融资性债券担保业务，担保业务种类逐步丰富，但占担保业务的比重仍处于较低水平。

近年来，兴农担保担保业务规模稳步增长，2016 年担保业务发生额为 2011408.35 万元。截至 2016 年底已与重庆农村商业银行、建设银行重庆分行、重庆银行等 18 家银行签署了合作协议，担保授信额度为 275.80 亿元。

截至 2016 年底，兴农担保担保责任余额 2512302.47 万元，其中融资性担保责任余额占比为 94.29%，以贷款担保为主；非融资性担保责任余额占比为 5.71%，以诉讼保全担保和工程履约担保为主。

兴农担保以其自身的强大实力为本期债券提供担保，使本期债券具有良好的信誉度、流动性和安全性，进一步增强了债券到期兑付的可靠性，为本期债券的还本付息提供了有力的保障。

联合资信评估有限公司确定兴农担保主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。以上评级结论反映了兴农担保代偿能力很强，风险很小。兴农担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保实力很强，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

#### 5. 监管措施

本期债券由九江银行股份有限公司宜春分行（以下简称“九江银行”）担任募集资金监管行、偿债资金监管行和债权代理人。本期债券中用于募投项目的 2.00 亿元和用于补充流动资金的 1.00 亿元由赣州银行股份有限公司宜春分

行（以下简称“赣州银行”）作为募集资金监管行。用于募投项目的3.50亿元和用于补充流动资金的2.00亿元由九江银行作为募集资金监管行。

为切实保护债券持有人的合法权益，公司就本期债券与九江银行签署了《债权代理协议》。根据《债权代理协议》，九江银行作为本期债券债权人代理人，其主要职责包括：1、根据《债券持有人会议规则》的规定召集和主持债券持有人会议，并履行《债权代理协议》及《债券持有人会议规则》项下债权人代理人的职责和义务；2、当已知悉公司未能及时偿付本息及其他可能影响债券持有人重大利益的情形时，及时督促提醒公司，并告知债券持有人。公司将债券募集资金存入公司在九江银行和赣州银行营业机构开立的募集资金专项账户，九江银行和赣州银行应负责监督债券募集资金的用途和流向。如果发现债券募集资金用途和流向与募集说明书规定不一致的，九江银行和赣州银行应告知全体债券持有人。如果符合债券持有人会议召开条件的，应召集债券持有人会议。3、公司若出现变更本期债券募集说明书约定条款、变更债权人代理人、作出减资、合并、分立、重组、解散及申请破产等对债券持有人权益有重大影响的决定等事项时，九江银行在知悉后应及时通知债券持有人，并召开债券持有人会议。4、九江银行应为债券持有人的最大利益行事，不得与债券持有人就本期债券债权代理存在利益冲突，不得利用作为债权人代理人的地位而获得的有关信息为自己或任何其他第三方谋取不正当利益。

为了保证募集资金合理使用以及按时偿还本期债券到期本金和利息。公司聘请九江银行和赣州银行作为募集资金监管行，分别签署了《募集资金监管协议》并开立了募集资金监管专户；聘请九江银行宜春分行作为本期债券偿债资金监管银行，签署了《偿债资金专项账户监管协议》，并开立偿债资金监管专户。本期债券存续期内，监管银行应在本期债券的付息

日或兑付日30个工作日之前向公司发出书面划款通知；公司应在本期债券的付息日或兑付日15个工作日之前，提取偿债资金并划入偿债资金专户；监管银行应在本期债券的付息日或兑付日10个工作日之前，将公司的偿债资金提取情况以书面方式通知本期债券的债权人代理人。公司应在本期债券付息日或兑付日前5个工作日向监管银行发出加盖相关账户预留印鉴的划款指令，监管银行应根据公司的划款指令，在本期债券付息日或兑付日前3个工作日将当期应付的利息/本息划转至本期债券登记结算机构指定的账户。监管银行在完成划款工作后2个工作日内，应将有关结算凭证传真给公司。

整体看，本期债券设置分期等额偿还条款，有效降低了本金集中偿付压力；监管方具有较为丰富的监管经验；兴农担保为本期债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的安全性。

## 十、结论

公司是宜春市袁州区重要的基础设施投资建设管理主体，得到袁州区政府在资金注入、资产注入和财政补贴等方面的有力支持。近年来，袁州区经济持续增长为公司发展创造了良好的外部环境。

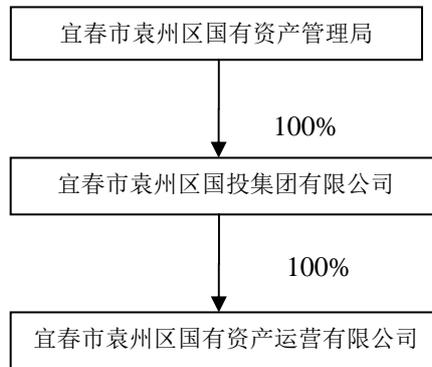
近三年，公司资产规模保持快速增长态势，资产中开发成本和土地使用权占比较大，公司资产流动性较弱；所有者权益稳定性较好，公司有息债务规模逐年提升；随着公司承接更多的建设项目，未来公司债务规模或将继续上升；公司自身盈利能力较弱，非经常性损益对利润总额影响较大；经营活动产生的现金流量净额持续为负。

本期债券募投项目为袁州新城地下管廊项目，未来偿债资金主要来源于地下管廊的入廊费和维护费收入。经测算，募投项目在本期债券存续期间收入和净利润可覆盖本期债券用于募投项目建设的募集资金的还本付息。本期债

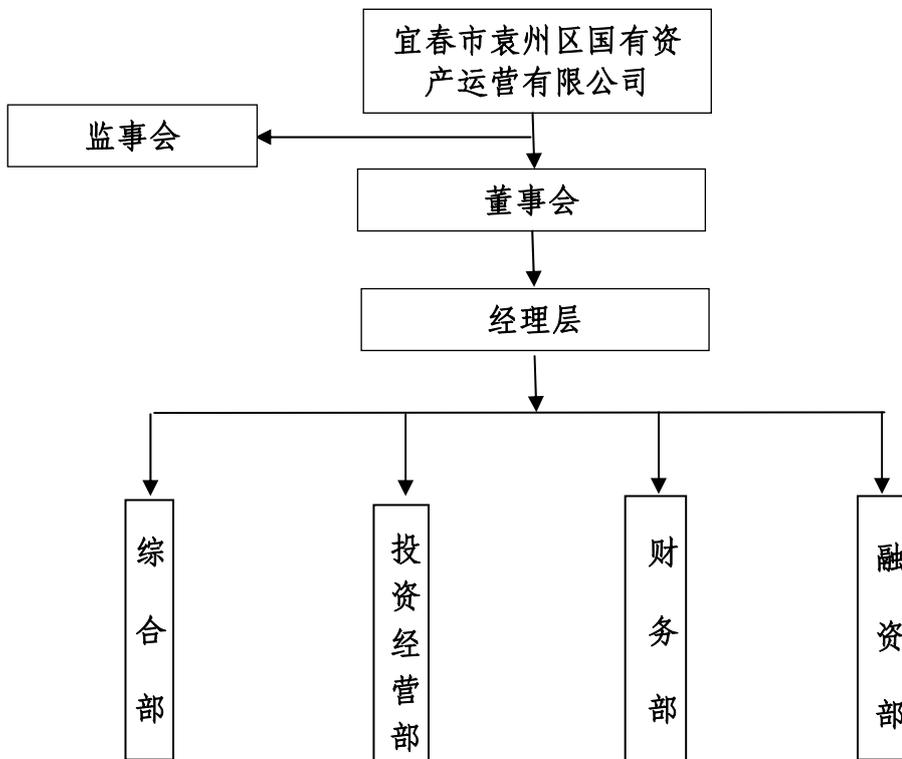
券设置提前分期还本条款，有效缓解了公司的集中偿付压力。此外，兴农担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，上述担保措施有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券项目收益情况、收入覆盖情况、偿还能力和增信措施的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

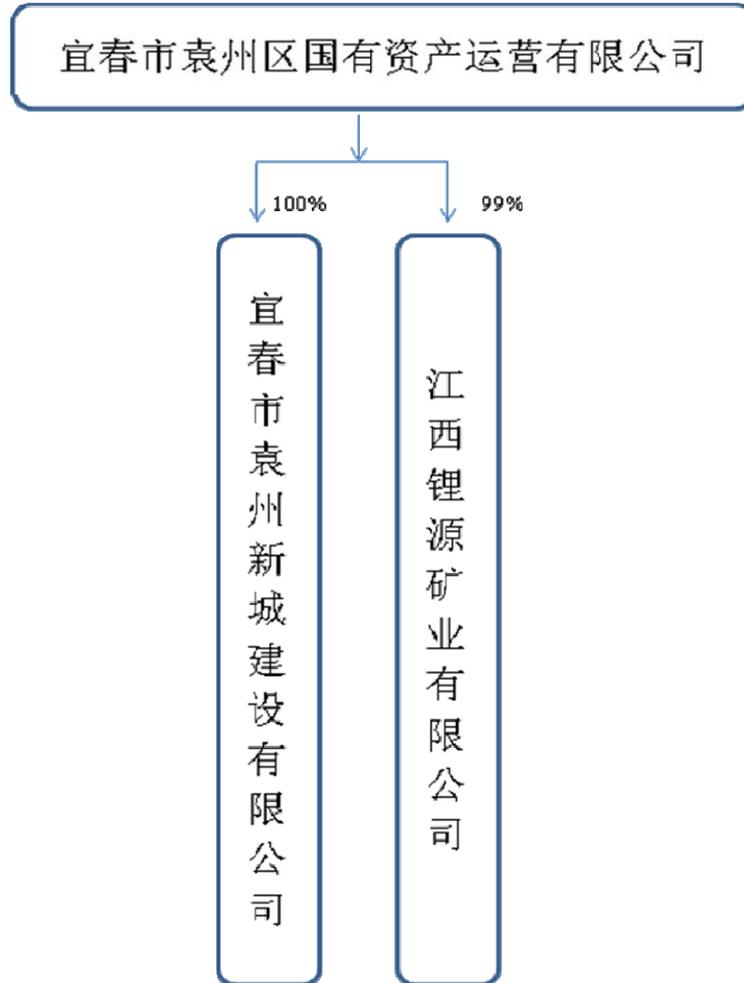
附件 1-1 公司股权结构图（截至 2017 年底）



附件 1-2 公司组织结构图（截至 2017 年底）



附件 1-3 公司子公司图（截至 2017 年底）



## 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)	8.99	6.99	4.90
资产总额(亿元)	92.40	103.91	119.39
所有者权益(亿元)	49.18	51.00	56.95
短期债务(亿元)	4.67	8.17	6.98
长期债务(亿元)	29.83	29.39	34.63
全部债务(亿元)	34.50	37.56	41.61
营业收入(亿元)	5.77	6.49	9.39
利润总额(亿元)	3.21	1.35	1.97
EBITDA(亿元)	3.23	1.37	1.99
经营性净现金流(亿元)	-15.73	-6.08	-6.08
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	1.66	3.34	--
存货周转次数(次)	0.19	0.13	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	--
现金收入比(%)	161.05	96.18	48.18
营业利润率(%)	3.78	5.16	5.06
总资本收益率(%)	3.12	1.34	1.71
净资产收益率(%)	5.31	2.32	2.97
长期债务资本化比率(%)	37.75	36.56	37.82
全部债务资本化比率(%)	41.23	42.41	42.22
资产负债率(%)	46.78	50.91	52.30
流动比率(%)	604.07	338.66	341.84
速动比率(%)	145.03	64.70	65.55
经营现金流动负债比(%)	-186.80	-31.55	-25.89
全部债务/EBITDA(倍)	10.67	27.38	20.86

注：公司长期应付款纳入长期债务核算。

### 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	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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	营业利润/营业收入净额×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%
担保比率	担保余额/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。

## 联合资信评估有限公司关于 2019年宜春市袁州区国有资产运营有限公司 地下管廊专项债券信用评级报告的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

宜春市袁州区国有资产运营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后2个月内发布跟踪评级报告。

宜春市袁州区国有资产运营有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对宜春市袁州区国有资产运营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，宜春市袁州区国有资产运营有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注宜春市袁州区国有资产运营有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现宜春市袁州区国有资产运营有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对宜春市袁州区国有资产运营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如宜春市袁州区国有资产运营有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对宜春市袁州区国有资产运营有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与委托人联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。