

信用等级公告

联合[2018]1625 号

上饶县城市建设投资开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对上饶县城市建设投资开发有限公司主体长期信用状况和发行的 2018 年公司债券进行了主动评级，确定：

上饶县城市建设投资开发有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi} ，评级展望为“稳定”

上饶县城市建设投资开发有限公司发行的 2018 年公司债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年八月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2018 年上饶县城市建设投资开发有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级：AA_g
公司主体信用等级：AA_g
评级展望：稳定
发行规模：15 亿元
债券期限：7 年
还本付息方式：按年付息，分期还本
评级时间：2018 年 8 月 27 日
主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	74.58	140.11	166.93
所有者权益（亿元）	47.07	65.68	71.73
长期债务（亿元）	7.25	55.40	68.11
全部债务（亿元）	10.81	61.54	73.45
营业收入（亿元）	5.79	7.50	9.48
净利润（亿元）	1.30	1.74	1.67
EBITDA（亿元）	1.75	2.74	3.18
经营性净现金流（亿元）	3.39	-22.96	-12.79
营业利润率（%）	12.34	14.67	12.17
净资产收益率（%）	2.92	3.09	2.43
资产负债率（%）	36.88	53.13	57.03
全部债务资本化比率（%）	18.68	48.38	50.59
流动比率（倍）	3.29	6.65	5.66
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.04	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	5.29	4.27	0.82
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.12	0.18	0.21

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对上饶县城市建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为上饶县最重要的基础设施建设投资与国有资产经营主体，外部环境良好，在资金、资产注入及财政补贴等方面持续获得较大的外部支持。同时，联合评级也关注到公司工程施工业务回款存在一定不确定性、在建及拟建项目未来面临一定的资本支出压力、资产质量一般、债务规模快速增长及利润总额对政府补贴的依赖性大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

上饶县经济稳步发展，外部支持持续性良好。随着公司在建及拟建项目的不断推进，公司现有业务稳定发展，同时公司未来不断拓展业务范围，逐步实现业务结构的多元化，公司自身的盈利能力有望进一步提高。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本期债券还款资金主要来自募投项目产生的收益和公司营业收入，但项目收益的实现与债券本息的兑付时间存在一定错配。本期债券设置本金分期还款安排，有效降低了公司资金集中支付压力。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来，上饶县经济稳步发展，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为上饶县最重要的基础设施建设投资与国有资产经营主体，近年在资金、资产注入及财政补贴等方面获得外部较大支持。
3. 公司新增安置房建设业务，其实现销售后将进一步提高公司的盈利能力。
4. 本期债券设置本金分期还款安排，有

效降低了资金集中偿付压力。

关注

1. 公司工程施工业务回款存在一定不确定性，土地整理及基础设施建设项目投资规模大，存在较大资金压力。

2. 公司资产中存货占比大，且主要由土地使用权和开发成本构成，资产流动性一般。

3. 近年公司债务规模快速增长，且本期债券发行规模较大，债务负担将进一步加重。

4. 公司利润总额对政府补贴的依赖性大，整体盈利水平较弱。

5. 本期债券募投项目收益与债券到期偿付安排存在较大差异，且收益的实现易受工程进度和房地产市场波动影响，具有一定不确定性。

分析师

陈 茵

电话：010-85172818

邮箱：cheny@unitedratings.com.cn

徐汇丰

电话：010-85172818

邮箱：xuhf@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由上饶县城市建设投资开发有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因上饶县城市建设投资开发有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与上饶县城市建设投资开发有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对上饶县城市建设投资开发有限公司主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：

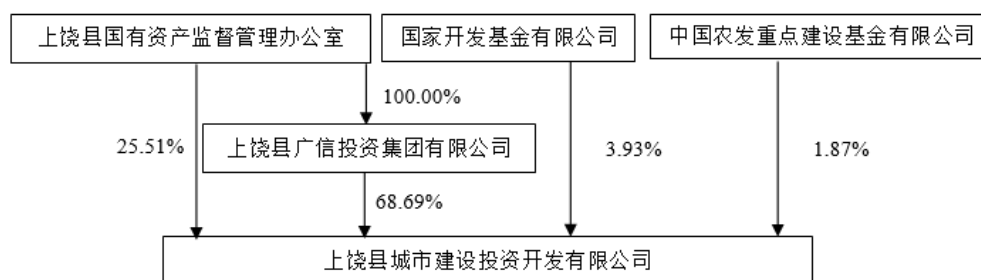

陈茵 陈子丰

联合信用评级有限公司

一、主体概况

上饶县城市建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）成立于 2005 年 10 月 17 日，设立时注册资本 5,000.00 万元，其中上饶县国有资产监督管理委员会（以下简称“上饶县国资办”）出资 4,400.00 万元（占 88.00%）、上饶县远昌国有资产经营有限公司（以下简称“远昌国资”）出资 600.00 万元（占 12.00%）。后历经多次注资及股权变更，截至 2017 年底，公司实收资本 20,835.00 万元，其中上饶县国资办货币出资 19,400.00 万元，持有 93.11% 股权，远昌国资货币出资 600.00 万元，持有 2.88% 股权，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）货币出资 835.00 万元，持有 4.01% 股权。2018 年 3 月，根据《上饶县人民政府办公室关于印发上饶县广信投资集团有限公司组建方案的通知》（饶县府办发〔2017〕100 号）文件精神，上饶市国资办及远昌国资将持有公司合计 70% 股权无偿划转至上饶县广信投资集团有限公司（以下简称“广信投资”）。2018 年 6 月，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）向公司注资 397.00 万元。截至 2018 年 6 月底，公司注册资本增加至 21,232.00 万元，其中广信投资出资 14,584.50 万元，持有 68.69% 股权，上饶国资办出资 5,415.50 万元，持有 25.51% 股权，国开基金出资 835.00 万元，持有 3.93% 股权，农发基金出资 397.00 万元，持有 1.87%。公司实际控制人为上饶县国资办。

图 1 截至 2018 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：城市维护建设规划及城市基础设施项目开发；房地产开发；不动产租赁；农村基础设施项目建设；集中成片地块改造、开发、经营；水利建设、园林绿化；苗木种植。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2017 年底，公司下设综合部、融资部、财务部、工程部、资产管理部和社会事业部 6 个职能部门；公司共有子公司 23 家，拥有在职员工 88 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 166.93 亿元，负债合计 95.20 亿元，所有者权益 71.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益 71.70 亿元。2017 年，公司实现营业收入 9.48 亿元，净利润 1.67 亿元，其中归属于母公司的净利润 1.72 亿元；经营活动产生的现金流量净额-12.79 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.11 亿元。

公司注册地址：江西省上饶市上饶县惟义路 122 号；法定代表人：刘昌福。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“2018 年上饶县城市建设投资开发有限公司公司债券”（以下简称“本期债券”），

发行日期为 2018 年 7 月 23 日，发行规模为 15.00 亿元，债券票面利率为 7.95%，期限为 7 年。本期债券采用固定利率，按年付息，分期还本，在债券存续期的第 3 至 7 年，每年偿还本金 20%。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金 15.00 亿元，其中 5.50 亿元用于上饶县老县委片区城中村改造建设项目，5.00 亿元用于上饶县城北片区城中村改造项目，4.50 亿元用于补充营运资金。

表 1 本期债券募集资金使用情况（单位：亿元、%）

资金用途	项目投资总额	拟使用募集资金	募集资金占投资总额比例
老县委片区城中村改造建设项目	8.10	5.50	67.87
城北片区城中村改造项目	7.42	5.00	67.39
补充营运资金	--	4.50	--
合计	15.52	15.00	--

资料来源：公司提供

（1）上饶县老县委片区城中村改造建设项目

项目概况

本期债券募集资金中 5.50 亿元将用于老县委片区城中村改造建设项目（以下简称“老县委项目”），项目涉及拆迁户数 1,750 户，项目建设用地面积共计 98,477.79 平方米，项目总建筑面积 266,456.25 平方米，其中：建设棚户区改造保障性住房建筑面积（含棚改两限房）235,874.00 平方米，地下面积 30,109.56 平方米。

老县委项目建设棚户区改造保障性住房 2,700 套，其中安置房 2,000 套，总建筑面积 176,850.00 平方米；棚改两限房 700 套，59,024.00 平方米。以上两类棚户区改造保障性住房主要包含两种户型，第一种户型是为棚户区改造安置房和棚改两限房设计的，为 80 至 90 平米的小户型，共 2,500 套。其中，小户型安置房套数 1,800 套，套均面积约 84.77 平方米，合计面积约 152,586.00 平方米；小户型棚改两限房套数 700 套，套均面积约 84.32 平方米，合计面积约 59,024.00 平方米。第二种户型专门为棚户区改造安置房设计的，为 110 至 130 平米的大户型，共 200 套，套均面积为 121.32 平方米，合计面积约为 24,264.00 平方米。本项目共建设地下车位 1,600 个。

老县委项目总投资 81,040.81 万元，开发建设投资 77,181.72 万元；其中土地购置费用 8,863.00 万元，基础设施建设费用 18,379.25 万元，建筑安装工程费用 38,671.27 万元，建设期利息 7,700.00 万元，预备费用 3,859.09 万元。

资金来源

募投项目总投资 81,040.81 万元，其中项目资本金 26,040.81 万元，占比 32.13%；拟用债券募集资金 55,000.00 万元，占比 67.87%。

项目审批情况

截至 2017 年底，老县委项目已获得相关主管部门的批复，具体批复文件如下：

表 2 截至 2017 年底老县委项目批复情况

审批单位	文件名称	文号
上饶县人民政府	《上饶县人民政府关于印发上饶县老县委片区城中村改造建设项目房屋拆迁及补偿实施细则的通知》	饶县府字【2017】32号
	《上饶县人民政府关于上饶县老县委片区城中村改造建设项目有关	饶县府文【217】81号

	情况的报告》	
	《上饶县人民政府关于上饶县房地产情况及上饶县老县委片区城中村改造建设项目、上饶县城北片区城中村改造项目相关情况说明的函》	饶县府文【2017】84号
上饶县发展和改革委员会	《关于上饶县城市建设投资开发有限公司老县委片区城中村改造建设项目节能审查的批复》	饶县发改能审字【2017】17号
	《关于上饶县城市建设投资开发有限公司老县委片区城中村改造建设项目备案的通知》	饶县发改投字【2017】84号
上饶县环境保护局	《关于上饶县老县委片区城中村改造项目环境影响报告书的批复》	饶县环评字【2017】21号
上饶县房地产管理局	《关于上饶县老县委片区城中村改造建设项目有关情况的说明》	饶县房发【2017】36、37号
上饶县规划局	《建设项目选址意见书》	建字第【2017】JXZ018号
上饶县国土资源局	《关于上饶县老县委片区城中村改造项目用地性质的说明》	饶县国土资【2017】124号
	《关于上饶县老县委片区城中村改造建设项目用地的预审意见》	饶县国土资函【2017】129号
上饶县社会治安综合治理委员会	《关于上饶县老县委片区城中村改造建设项目社会稳定风险评估报告的批复》	饶县综治办发【2017】1号

资料来源：公司提供

项目进度

老县委项目建设工程工期预计为 24 个月，其中 2017 年 6 月至 7 月完成项建、可研等批复，2017 年 7 月完成工程方案设计，2017 年 5 月至 12 月完成征地、拆迁工作，2017 年 9 月至 2019 年 6 月完成老县委项目的主体施工，2019 年 8 月完成竣工验收。

截至 2017 年底，老县委项目已完成初步设计、工程规划、可行性研究报告编制等项目前期工作，正进行土地平整工作。

项目经济效益

老县委项目收入主要包括棚户区改造安置房销售收入、棚改两限房销售收入和停车位销售收入。根据《上饶县老县委片区城中村改造项目可行性研究报告》，项目运营期内（2019~2023）预计实现棚户区改造安置房销售收入 6.72 亿元、棚改两限房销售收入 2.42 亿元、停车位销售收入 1.36 亿元，合计实现收入 10.50 亿元。

表 3 老县委项目收入估算表

项目	小计	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
棚户区改造安置房销售收入（万元）	67,203.00	--	--	33,601.50	20,160.90	6,720.30	3,360.15	3,360.15
棚户区改造安置房销售面积（万平方米）	17.69	--	--	8.84	5.31	1.77	0.88	0.88
棚户区改造安置房销售单价（万元/平方米）	--	--	--	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
棚改两限房销售收入（万元）	24,199.84	--	--	12,099.92	7,259.95	2,419.98	1,209.99	1,209.99
棚改两限房面积（万平方米）	5.90	--	--	2.95	1.77	0.59	0.30	0.30
棚改两限房单价（万元/平方米）	--	--	--	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41
停车位销售收入（万元）	13,600.00	--	--	6,800.00	4,080.00	1,360.00	680.00	680.00
停车位数量（个）	1,600.00	--	--	800.00	480.00	160.00	80.00	80.00

停车位单价（万元/个）	--	--	--	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50
收入合计（万元）	105,002.84	--	--	52,501.42	31,500.85	10,500.28	5,250.14	5,250.14

资料来源：上饶县老县委片区城中村改造项目工程可行性研究报告

（2）上饶县城北片区城中村建设项目

项目概况

本期债券募集资金中 5.00 亿元将用于城北片区城中村建设项目（以下简称“城北项目”），项目涉及拆迁户数 1,732 户，项目建设用地面积共计 90,273.46 平方米，项目总建筑面积 245,642.08 平方米，其中：建设棚户区改造保障性住房建筑面积（含棚改两限房）216,223.00 平方米，地下面积 28,985.77 平方米。

城北项目建设棚户区改造保障性住房 2,500 套，其中安置房 2,200 套，总建筑面积 192,082.00 平方米；棚改两限房 300 套，总面积 24,141.00 平方米。以上两类棚户区改造保障性住房主要包含两种户型，第一种户型是为棚户区改造安置房和棚改两限房设计的，为 80 至 90 平米的小户型，共 2,100 套，合计面积约 170,139.00 平方米。其中，小户型中安置房 1,800 套，面积约 145,998.00 平方米，套均面积 81.11 平方米；小户型棚改两限房 300 套，面积约 24,141.00 平方米，套均面积 80.47 平方米。第二种是专门为棚户区改造安置房设计的，为 110 至 130 平米的大户型，共 400 套，套均面积约 115.21 平方米，合计面积约 46,084.00 平方米。

城北项目总投资 74,195.04 万元，开发建设投资 70,661.93 万元；其中土地购置费用 8,124.61 万元，基础设施建设费用 16,928.36 万元，建筑安装工程费用 36,016.67 万元，建设期利息 6,300.00 万元，预备费用 3,533.10 万元。

资金来源

募投项目总投资 74,195.04 万元，其中项目资本金 24,195.04 万元，占比 32.61%；拟使用债券募集资金 50,000.00 万元，占比 67.39%。

项目审批情况

截至 2017 年底，城北项目已获得相关主管部门的批复，具体批复文件见下表：

表 4 截至 2017 年底城北项目批复情况

审批单位	文件名称	文号
上饶县人民政府	《上饶县人民政府关于印发上饶县城北片区城中村改造建设项目房屋拆迁及补偿实施细则的通知》	饶县府字【2017】33号
	《上饶县人民政府关于上饶县城北片区城中村改造建设项目有关情况的报告》	饶县府文【217】82号
	《上饶县人民政府关于上饶县房地产情况及上饶县老县委片区城中村改造建设项目、上饶县城北片区城中村建设项目相关情况说明的函》	饶县府文【2017】84
上饶县发展和改革委员会	《关于上饶县城市建设投资开发有限公司城北片区城中村改造建设项目节能审查的批复》	饶县发改能审字【2017】16号
	《关于上饶县城市建设投资开发有限公司城北片区城中村改造建设项目备案的通知》	饶县发改投字【2017】83号
上饶县环境保护局	《关于上饶县城北片区城中村改造项目环境影响报告书的批复》	饶县环评字【2017】22号
上饶县房地产管理局	《关于上饶县城北片区城中村改造建设项目有关情况的说明》	饶县房发【2017】35、38号
上饶县规划局	《建设项目选址意见书》	建字第【2017】JXZ019号
上饶县国土资源局	《关于上饶县城北片区城中村改造项目用地性质的说明》	饶县国土资【2017】123号

	《关于上饶县城北片区城中村改造建设项目用地的预审意见》	饶县国土资函【2017】128号
上饶县社会治安综合治理委员会	《关于上饶县城北片区城中村改造建设项目社会稳定风险评估报告的批复》	饶县综治办发【2017】2号

资料来源：公司提供

项目进度

城北项目建设工期预计为 24 个月，其中 2017 年 5 月至 7 月完成项建、可研等批复，2017 年 7 月完成工程方案设计，2017 年 5 月至 12 月完成征地、拆迁工作，2017 年 9 月至 2019 年 6 月完成城北项目的主体施工，2019 年 8 月完成竣工验收。

截至 2017 年底，城北项目已经完成初步设计、工程规划、可行性研究报告编制等项目前期工作，正进行土地平整工作。

项目经济效益

城北项目收入主要包括棚户区改造安置房销售收入、棚改两限房销售收入和停车位销售收入。根据《上饶县城北片区城中村改造项目可行性研究报告》，项目运营期内（2019~2023 年）预计实现棚户区改造安置房销售收入 7.30 亿元、棚改两限房销售收入 0.99 亿元、停车位销售收入 1.36 亿元，合计实现收入 9.65 亿元。

表 5 城北项目收入估算表

项目	小计	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
棚户区改造安置房销售收入（万元）	72,991.16	--	--	36,495.58	21,897.35	7,299.12	3,649.56	3,649.56
棚户区改造安置房销售面积（万平方米）	19.21	--	--	9.60	5.76	1.92	0.96	0.96
棚户区改造安置房销售单价（万元/平方米）	--	--	--	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
棚改两限房销售收入（万元）	9,897.81	--	--	4,948.91	2,969.34	989.78	494.89	494.89
棚改两限房面积（万平方米）	2.41	--	--	1.21	0.72	0.24	0.12	0.12
棚改两限房单价（万元/平方米）	--	--	--	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41
停车位销售收入（万元）	13,600.00	--	--	6,800.00	4,080.00	1,360.00	680.00	680.00
停车位数量（个）	1,600.00	--	--	800.00	480.00	160.00	80.00	80.00
停车位单价（万元/个）	--	--	--	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50
收入合计（万元）	96,488.97	--	--	48,244.49	28,946.69	9,648.90	4,824.45	4,824.45

资料来源：上饶县城北片区城中村改造项目工程可行性研究报告

三、行业分析及区域经济环境

公司作为上饶县最重要的基础设施建设投资与国有资产经营主体，因此行业分析围绕基础设施建设行业进行展开。

1. 基础设施建设行业

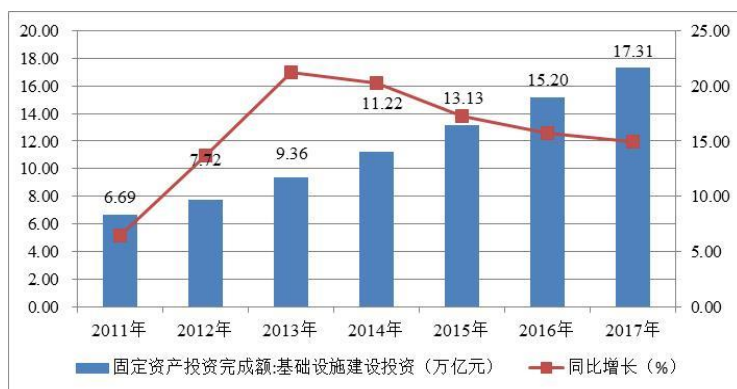
（1）行业概况

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。2010 年以来，随着国民经济实力的增强以及中国城镇化进程的加快推进，全

社会固定资产投资总额继续增长；但受全球经济复苏疲软、传统行业产能过剩、国内经济结构调整、制造业投资低迷以及房地产周期性调整等因素影响，固定资产投资增速放缓。2017 年，全社会固定资产投资总额继续增长，但投资增速放缓。2017 年，全国固定资产投资额完成 64.12 万亿元，较上年增长 7.0%，增速较上年下降 0.90 个百分点。2017 年固定资产投资额（不含农户）完成 63.17 万亿元，较上年增长 7.2%；其中，第一产业投资 2.09 万亿元，较上年增长 11.8%，增速较上年下降 9.3 个百分点；第二产业投资 23.58 万亿元，较上年增长 3.2%，增速较上年下降 0.3 个百分点；第三产业投资 37.50 万亿元，较上年增长 9.5%，增速较上年下降 1.4 个百分点。

受全国固定资产投资增速下降影响，2011 年国内基础设施建设行业投资增速大幅下降，但 2012 年以来在保障房、水利建设等基础设施建设的投资的支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速，但自 2013 年起，基础设施建设投资增速逐年有所回落。2017 年，全国基础设施建设投资额继续高位运行，较上年增长 14.93%，但增速较上年继续下降 0.78 个百分点。

图 2 2011~2017 年全国基础设施投资建设情况



资料来源：Wind

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从 1978 年的 17.9% 增长到 2017 年的 58.52%，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求，我国基础设施建设仍面临投资需求。

总体看，近几年受全球经济复苏乏力的影响，我国经济面临一定下行压力，经济结构调整成为新常态，制造业投资增速的放缓以及房地产产能过剩导致全国固定资产投资增速进一步放缓，进而导致基础设施建设投资增速放缓压力增大。但我国城镇化水平仍有待进一步提高，基础设施建设投资仍有进一步增长的潜力。

（2）行业政策

近年来，我国政府支持基础设施建设行业发展，但近年来陆续出台一系列规范政府投融资平台融资行为的政策文件，城投公司的融资环境有所收紧。

2016 年 7 月 5 日，《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》，明确了政府投资范围，“政府投资资金只投向市场不能有效配置资源的社会公益服务、公共基础设施、农业农村、环境保护和修复、重大科技进步、社会管理、国家安全等公共领域的项目，以非经营性项目为主，原则上不支持经营性项目”。此外，强调政策性、开发性金融机构要加大对城镇棚户区改造、生态环保、城乡基础设施建设、科技创新等重大项目和工程的支持力度。

为实现“不发生区域性系统性风险，防范和化解财政金融风险”的目标，2016 年 11 月，国务

院办公厅发布《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），要求财政部建立地方政府性债务风险评估和预警机制，定期评估各地区政府性债务风险情况并作出预警，地方各级政府应建立地方政府性债务风险事件报告制度；按照风险事件性质、影响范围和危害程度等，将政府性债务风险事件划分为Ⅳ级（一般）、Ⅲ级（较大）、Ⅱ级（重大）和Ⅰ级（特大）四个等级，对不同等级的风险事件都制定了不同的量化指标相对应，便于风险的有效识别。同时经国务院批准，财政部印发《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），明确了地方政府性债务的分类处置原则：对于地方政府债券，地方政府依法承担全部偿还责任；对非政府债券型形式的存量政府债务，债权人同意在规定期限内转换为政府债券的，政府承担全部偿还责任；对于清理甄别认定的存量或有债务，政府不承担偿还责任等。该文件明确了处置地方政府性债务的法制化、市场化原则，强调按照《预算法》等规定，依据不同债务类型的特点分类进行处置。

2017年2月，深交所推进PPP项目资产证券化有关事项发布通知，要求各相关方切实履行尽职调查、信息披露、现金流归集、收益分配和风险防范等职责，对于符合条件的优质PPP项目资产证券化产品，积极其通过ABS方式实现市场化融资。

2017年5月，财政部、发展改革委等六部委发布《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），要求尽快组织一次地方政府及其部门融资担保行为摸底排查，全面改正地方政府不规范的融资担保行为。

2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87号），要求地方政府及其部门不得利用或虚构政府购买服务合同为建设工程变相举债，严禁将铁路、公路、机场等基础设施建设、农田水利等建设工程作为政府购买服务项目；还规定严禁将金融机构、融资租赁公司等非金融机构提供的融资行为纳入政府购买服务范围。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《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，以下简称“194号文”），对企业债的申报进行了规范，要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度；严禁将公立学校等公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩；严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资；稳步推动融资平台公司市场化转型等。

“194号文”的规定进一步强调将城投公司信用与政府信用相隔离，并对城投企业的资产范围进行严格界定，并进一步禁止其变相违规融资，或将增加城投公司发行企业债融资的难度。

2018年3月30日，财政部刊发《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），要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；此外应加强“穿透式”资本金审查，并审慎评估融资主体还款能力，确保自有经营性现金流覆盖应还债务本息；要求国有金融企业在与地方政府合作设立投资基金、开展资产管理和金融中介业务、参与PPP项目融资时，不得为地方政府违法违规或变相举债提供支持。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度。在地方政府性债务管理方面，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范。2017年以来，政府密集出台规范基础设施建设投融资的相关政策，行业监管明显趋严；政府投融资平台公司的政府融资职能将逐渐剥离、企业债务与地方政府性债务逐步分离，城投公司与地方政府信用的关联将进一步弱化。

（3）行业关注

代建项目回收结算周期长，受当地政府财政收支影响大，城投公司流动资金压力大

代理政府建设的基础设施项目受到当地政府财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点，因此地方政府投融资平台通常高负债运营，而政府支付资金的进度往往滞后，城投公司面临较大的流动资金压力。

经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业影响较大。

2017 年以来行业监管日益趋严，城投公司的融资环境趋于紧张

2017 年以来，关于基础设施建设投融资的监管政策密集发布，过去地方利用当地政府投融资平台公司违规融资的行为将得到规范和遏制；此外，在金融机构资金监管加强、银行资金加速回归表内、表外融资收紧的形势下，城投公司的面临的融资环境较以往更为紧张。

（4）未来发展

我国城镇化水平仍有进一步提高的空间，将促进我国基础设施建设投资继续增长

截至 2017 年末，中国城镇化率为 58.52%，较上年提高 1.17 个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来中国城镇化率仍有很大上升空间。2014 年 3 月，中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014~2020 年）》指出，要有序推进农业转移人口市民化、优化城镇化布局和形态、提高城市可持续发展能力、推动城乡发展一体化、改革完善城镇化发展体制机制等。

引入私营资本参与基础设施建设

长期以来，我国基础设施建设资金普遍依靠政府负债以及土地出让收入。随着土地出让收入增幅下降，地方债压力不断加大，形成债务风险隐患，中央加强了对地方债务的控制。在新的形势下，基础设施建设模式须从政府主导转向市场主导。中央提出要积极发展混合所有制，鼓励社会资本通过特许经营、股权投资、公私合营等方式，积极参与基础设施投资运营。引入私营资本实现项目共建合营，既可缓解地方政府债务，解决资金问题，也可以提高运营效率。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施有望保持进一步发展；另一方面，我国基础设施建设模式将可能发生改变，由过去完全政府主导向 PPP 模式（即政府和私营共同参与）转变。

2. 上饶县区域经济

上饶县是江西省上饶市下辖的县级行政区，位于江西省东北部，信江上游，东邻上饶市信州区、玉山县、广丰县，南连福建省浦城县、武夷山市，西接铅山县、横峰县，北界德兴市；下辖 3 个街道、11 个镇、10 个乡，总面积 2,240 平方千米，总人口 71.57 万人。

根据上饶县统计局发布的《2017 年上饶县经济运行分析》，2017 年上饶县完成生产总值 224.68 亿元，按可比价计算增长 8.4%。分产业看：第一产业增加值 18.85 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 171.76 亿元，增长 8.4%；第三产业增加值 34.07 亿元，增长 10.5%；从贡献率看：一、二、三产业的贡献率分别为 4.28%、76.34%和 19.38%，第三产业贡献率同比提高 0.19%。

2017 年，上饶县固定资产投资快速增长，规模以上固定资产投资完成 103.85 亿元，同比增长 10.7%，同比回落 4 个百分点，比全市平均水平低 1.2 个百分点。其中 5,000 万元以上项目累计完成

投资 79.20 亿元，同比增长 7.4%，占规模以上投资总额的 76.3%；房地产开发投资累计完成 17.26 亿元，同比增长 32.8%，同比增长 45.8 个百分点。

从财政情况来看，2015~2017 年，上饶县财政收入波动较大，地方可支配收入分别为 43.75 亿元、41.33 亿元和 53.00 亿元。2015~2017 年，一般预算收入呈现波动下降趋势，分别实现 18.03 亿元、18.69 亿元和 15.15 亿元；其中税收收入逐年下降，分别为 11.99 亿元、10.58 亿元和 9.40 亿元，在一般预算收入中的比重为 66.50%、56.61%和 62.05%；非税收入整体规模较大，三年分别为 6.04 亿元、8.10 亿元和 6.05 亿元，主要系政府陆续拍卖办公楼所致。近三年，受到土地出让规模波动的影响，上饶县国有土地使用权收入波动较大，分别实现 6.92 亿元、1.34 亿元和 12.00 亿元。2015~2017 年，公司分别获得转移支付和税收返还收入 18.80 亿元、21.30 亿元和 25.84 亿元，构成中地方政府可自由调节使用的返还性收入和一般性转移支付分别合计 13.32 亿元、14.55 亿元和 16.09 亿元，占比分别为 70.85%、68.31%和 62.27%，政府可自由支配的部分逐年降低。

表 6 2015~2017 年上饶县地方可支配收入情况表（单位：亿元）

科目	2015 年	2016 年	2017 年
一般预算收入	18.03	18.69	15.15
其中：税收收入	11.99	10.58	9.40
非税收入	6.04	8.10	6.05
国有土地使用权出让收入	6.92	1.34	12.00
转移支付和税收返还收入	18.80	21.30	25.84
其中：返还性收入	0.40	0.30	1.23
一般性转移支付收入	12.92	14.25	14.86
专项转移支付收入	5.48	6.75	9.75
预算外收入	--	--	--
地方可支配收入总计	43.75	41.33	53.00

资料来源：上饶县财政局

联合评级未获得上饶县 2017 年政府债务数据。截至 2016 年底，上饶县地方政府债务余额 26.29 亿元，主要为国内金融机构借款、债券融资和拖欠工资和工程款。截至 2016 年底，上饶县政府债务率 63.61%（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）。上饶县地方政府债务总体水平一般。

总体看，上饶县区域经济快速增长，但近三年一般预算收入波动下降；受土地市场波动影响，上饶县可支配财力波动增长；此外，上饶县地方政府债务总体水平一般。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为上饶县最重要的资产经营和建设开发的实施主体，主要从事委托代建、土地开发与整理等业务。上饶县平台另有远昌国资、上饶县恒昌投资发展有限公司（以下简称“恒昌国资”）、上饶县城南新区开发投资有限公司（以下简称“城南开投”）以及公司控股股东广信投资；远昌国资、恒昌公司业务量比较小，城南开投主要负责开发区相关业务，公司作为控股股东广信投资的核心子公司，系统内业务具有一定垄断优势。近年来，公司先后承建了茶亭工业园区路网工程建设项目、城南新区自来水厂引水工程建设项目、皂头农业科技园建设项目、城南新区防洪治涝及三江西大道建设项目、上饶县建档立卡贫困村基础设施建设项目、上饶中合农产品项目、老县委城中村改

造建设项目和城北城中村建设项目等项目。

总体看，公司在上饶县委委托代建、土地开发与整理等业务承接上具有一定的垄断优势。

2. 人员素质

截至 2017 年底，公司高级管理人员包括执行董事兼总经理 1 名、财务负责人 1 名。

公司法定代表人、执行董事、总经理刘昌福先生，1968 年出生，本科学历，助理会计师。历任董团乡会计、团委书记和综合办主任，煌固镇常务副镇长、旭日镇党委副书记、旭日工业园区管委会副主任，上饶县驻饶经济开发区办公室主任；自 2011 年 11 月起担任现职。

截至 2017 年底，公司员工合计 88 人，从文化素质来看，拥有本科及以上学历的员工占 19.32%，拥有大专学历的员工占 29.54%，高中及以下学历的员工占 51.14%；从年龄构成来看，30 岁以下的占 42.05%，30 岁到 50 岁的员工占 54.54%，50 岁以上员工占 3.41%。

总体看，公司高层管理人员管理经验丰富，员工文化素质与年龄结构能够满足公司日常经营管理需要。

3. 外部支持

(1) 资金注入

根据《2015 年江西省定向债券置换贷款协议》、《2016 年江西省定向债券置换贷款协议》及《2017 年江西省定向债券置换贷款协议》，公司 2015~2017 年累计置换有息债务 4.58 亿元，相应的借款本金偿还责任予以免除。上饶县政府同意定向债券本息由上饶县财政局向江西省财政厅支付，作为政府对公司资本性投入的补充，计入“资本公积”科目。

表 7 2015~2017 年公司债务置换情况（单位：万元）

时间	置换金额	相关文件名称
2015 年 7 月	3,250.00	饶县政办抄字【2015】213 号
2015 年 7 月	1,000.00	饶县政办抄字【2015】214 号
2016 年 9 月	7,000.00	饶县政办抄字【2016】356 号
2017 年 3 月	34,550.00	饶县政办抄字【2017】83 号
合计	45,800.00	--

资料来源：公司审计报告

2016 年 12 月，根据上饶县财政局饶县财秘字【2016】25 号文件，上饶县财政局向公司划拨资金 9.00 亿元，作为政府对公司资本性投入的补充，计入“资本公积”科目。

2017 年，经公司股东会决议，上饶县国资办向公司注资 1.50 亿元，增加公司注册及实收资本。

(2) 资产注入

近年来，上饶县政府对公司持续进行土地注入，有助于公司资产规模和所有者权益规模持续的扩大。截至 2017 年底，公司累计获得上饶县政府注入土地资产的评估价值共计 43.75 亿元，在公司“资本公积”科目反映。

表 8 近年公司获得土地资产注入概况（单位：亩、万元）

时间	使用权面积	入账价值	注入方式	相关文件名称
2012 年 4 月 12 日	1,261.04	113,726.90	划拨	饶县政办抄字【2012】72 号
2012 年 5 月 30 日	215.55	53,053.05	代缴土地出让金	饶县政办抄字【2012】93 号

2012 年 7 月 30 日	320.00	15,573.31	划拨	饶县政办抄字【2012】132 号
2013 年 5 月 9 日	528.50	134,415.17	代缴土地出让金	饶县政办抄字【2013】113 号
2014 年 6 月 26 日	606.07	76,965.55	代缴土地出让金	饶县政办抄字【2014】163 号
2016 年 5 月 26 日	309.96	43,756.51	划拨	饶县政办抄字【2016】223 号
合计	3,241.12	437,490.49	--	--

资料来源：公司审计报告

2016 年 12 月 20 日，根据上饶县人民政府办公室文件饶县政办抄字【2016】403 号抄告，上饶县政府将 4 宗房产及占用土地划归公司，作为政府对公司资本性投入的补充，计入资本公积 1.94 亿元。

（3）政府补贴

2014 年和 2015 年，根据饶县财秘【2014】21 号和饶县财秘【2015】30 号文件，上饶县财政局分别拨付公司经营性城建财政补贴 1.20 亿元和 1.15 亿元。2016 年，根据饶县财秘【2016】26 号文件，上饶县财政局拨付片区土地整理财政补贴 1.70 亿元。2017 年，根据饶县财秘【2017】4 号文件，上饶县财政局拨付基础设施建设财政补贴 2.00 亿元。2015~2016 年政府补贴均在公司“营业外收入”科目体现，2017 年政府补贴在“其他收益”科目体现。

总体看，公司作为上饶县最重要的资产经营和建设开发的实施主体，在发展过程中持续得到较大力度的外部支持；对公司的融资和债务偿还能力形成了有力支撑。

五、管理分析

1. 治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、法规制定了《公司章程》。根据《公司章程》规定，公司建立了包括股东会、监事、执行董事、经理在内的法人治理结构。

股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。公司设执行董事一人，由股东会选举产生，对公司股东会负责；执行董事任期每届 3 年，任期届满，可连选连任；执行董事为公司法定代表人。

公司设监事一人，由公司股东会选举产生，对公司股东会负责；监事任期每届 3 年，任期届满，可连选连任。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。公司设总经理 1 人，由股东会聘任或解聘；总经理对股东会负责，列席股东会议。

总体看，公司治理结构相对健全清晰，组织机构设置能够满足公司经营管理的需要。

2. 管理体制

公司本部下设综合部、财务部、融资部、资产管理部、工程部、社会事业部 6 个职能部门。各职能部门分工明确，并建立了相应的管理制度。

财务管理方面，公司实行制度化、规范化的财务流程管理，根据审核无误的原始凭证编制记账凭证，并对公司资本金和负债管理、长期资产管理、收入管理、成本费用管理、利润及利润分配管理等各项科目的会计处理方法均做出了详细说明。

资金管理方面，公司本部统一筹措、调度、管理资金，部门在本部批准的资金计划范围内管理使用日常经营资金，根据资金使用计划严格控制资金使用前的审批、使用中的监督、使用后的审核，使资金运行安全规范，提高资金在整个公司内的使用效率。

项目管理方面，公司规范了工程立项、招标、造价、建设、验收等环节的管理制度及工作流程，

明确了相关部门和岗位的职责权限，做到分工负责，对工程建设全过程进行监督，确保工程项目的质量、进度和资金安全。

对外担保方面，公司对外担保实行统一管理，未经公司股东会批准，任何人无权以公司名义签署对外担保合同、协议或其他类似法律文件，明确公司对外担保应当遵循合法、审慎、互利、安全原则，严格控制担保风险。

工程建设方面，公司通过聘请监理、驻派现场管理员等方式，对项目的安全、质量和进度等方面进行监督和管理。除现场驻派人员和第三方监理以外，公司另行派人不定期到工地巡视，外聘专业安全公司定期对公司各项目进行一次检查，确保不出现重大责任事故。公司对施工图纸进行专业化管理，对重要施工流程设置旁监人员，每月根据实际情况对工程进度进行合理调整，以确保工程的质量和进度。

总体看，公司内部管理制度健全，并且运行有效。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为上饶县最重要的基础设施建设和国有资产经营主体，主要承担上饶县内经授权的基础设施建设、土地整理、保障房建设及部分国有资产经营等任务。2015~2017 年，公司营业收入快速增长，三年分别为 5.79 亿元、7.50 亿元和 9.48 亿元，年均复合增长 27.97%。

从收入构成看，工程施工业务一直是公司收入的重要来源，三年分别实现收入 5.73 亿元、3.23 亿元和 7.80 亿元，2017 年大幅增长主要系当期确认湿地公园建设项目、灵山左溪索道建设项目和惟义公园建设项目收入所致。2016 年公司新增土地整理业务，当年实现该项业务收入 3.87 亿元，2017 年实现收入 1.17 亿元；房屋租赁业务系公司通过竞拍购得经营性房地产项目后对外整体出租形成的收益，2015~2017 年分别实现收入 0.05 亿元、0.39 亿元和 0.49 亿元。公司其他业务还包括物业管理和汽车租赁业务，但规模很小。

表9 2015~2017年公司营业收入和毛利率情况（单位：万元、%）

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
工程施工收入	57,343.87	99.03	12.25	32,336.03	43.10	11.53	78,045.91	82.30	10.49
土地整理收入	--	--	--	38,734.44	51.63	12.71	11,692.26	12.33	12.17
房屋租赁收入	525.00	0.91	100.00	3,907.14	5.21	100.00	4,918.49	5.19	100.00
物业收入	35.92	0.06	100.00	--	--	--	--	--	--
汽车租赁收入	--	--	--	40.40	0.06	-77.01	174.11	0.18	-65.65
合计	57,904.79	100.00	13.10	75,018.01	100.00	16.70	94,830.78	100.00	15.20

资料来源：公司提供

毛利率方面，2015~2017 年公司综合毛利率波动增长，三年分别为 13.10%、16.70%和 15.20%；其中 2016 年综合毛利率较 2015 年增长 3.60 个百分点，主要系新增土地整理业务毛利率较高所致；2017 年综合毛利率较上年下降 1.50 个百分点，主要系收入占比较高的工程施工业务毛利率下降所致。工程施工业务毛利率逐年微幅下降，三年分别为 12.25%、11.53%和 10.49%；2016~2017 年，土地整理业务毛利率分别为 12.71%和 12.17%；2015~2017 年公司房屋租赁业务毛利率均为 100.00%。

总体看，公司作为上饶县最重要的基础设施建设和国有资产经营主体，具有一定区域垄断地位；

近三年营业收入逐年增长，公司整体经营状况良好。

2. 业务经营

（1）工程施工业务

公司是上饶县范围内最重要的基础设施投资建设主体，根据公司与上饶县人民政府签订的《项目委托代建合同》，公司负责项目投资建设，根据每年确认的投资额，上饶县财政局按照 15% 加成比例向公司支付工程款。公司项目建设资金投入时计入“存货-开发成本”；工程施工业务采用完工百分比法，根据工程进度结算金额确认收入并结转成本，公司收到的回笼资金体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”。

随着上饶城市建设步伐加快，公司承担的工程建设项目不断增加。截至 2017 年底，公司重点施工的项目包括皂头农业科技园建设项目、城南新区自来水厂引水工程建设项目、上饶县建档立卡贫困村基础设施建设项目等项目，合计总投资 67.38 亿元，已完成投资 6.03 亿元，未来尚需投资 61.35 亿元。2015 年公司工程施工业务收入 5.73 亿元，资金已到位；2016 年确认收入 3.23 亿元，未收到回款；2017 年确认收入 7.80 亿元，收到回款 3.65 亿元；回款存在滞后性。

总体看，公司作为上饶县范围内最重要的基础设施投资建设主体，承担了上饶县范围内众多的重点市政基础设施和公共项目建设任务，在城市基础设施建设中发挥着重要作用。公司近年来承担的基础设施项目较多，但基础设施项目后续投资规模较大，公司存在一定的资金压力，同时部分项目回款一般，回款存在一定不确定性。

（2）土地整理业务

公司对上饶县范围内的土地进行一级开发。根据公司与上饶县人民政府签订的《土地整理项目合作协议书》、《棚户区改造前期土地整理项目合作协议书》，公司在完成土地开发整理之后，交由上饶县土地收购储备中心，上饶县财政局将按照土地开发整理成本加成 15% 向公司支付费用。公司土地开发整理业务账务处理与工程施工业务处理方式基本一致，收入确认采取完全完工法，待整理完毕并交付土储中心后确认收入。

目前公司承接的土地整理项目集中在上饶县旭日片区、罗桥片区、城南片区及其他土储中心指定的项目地点，项目合计总投资约 31.76 亿元，拆迁面积合计约 170.50 万平方米、涉及拆迁户数 9,110 户；截至 2017 年底，公司土地整理项目合计已完成投资 28.82 亿元，累计拆迁 154.71 万平方米，完成拆迁 8,266 户。

2016 年，公司工程施工项目和土地整理合计确认收入 7.11 亿元，当期收到现金 2.35 亿元，剩余资金计入“应收账款”；根据《上饶县人民政府关于上饶县城市建设投资开发有限公司与政府相关应收款项偿债计划以及资金支付安排的决定》（饶县府字【2017】71 号），截至 2016 年底，上饶县财政及相关政府部门应偿还公司应收类款项合计 16.88 亿元，政府将于 2018~2021 年每年分别偿还 3.40 亿元，2022 年偿还 3.28 亿元；资金主要来源于上饶县规划范围内 2,074.2 亩土地的出让净收益。2017 年，公司收到土地整理结算款 1.17 亿元。

总体看，近两年公司土地整理业务结转收入较少，未来随着整理土地的完工交付，公司该板块收入水平有望提升。

（3）其他业务

公司除承担了上饶县土地整理、基础设施建设任务外，还致力于国有资产运营，并积极拓展市场化经营业务。目前，公司所产生的经营性业务收入包括房屋租赁、物业管理和汽车租赁，其中房

房屋租赁业务 2015~2017 年分别实现收入 0.05 亿元、0.39 亿元和 0.49 亿元；汽车租赁业务规模很小，2016~2017 年分别实现收入 40.40 万元和 174.11 万元；物业管理仅 2015 年实现收入 35.92 万元。截至 2017 年底，公司拥有商铺、写字楼合计可租赁面积 23.60 万平方米，出租率 100.00%，平均单位租金 216.06 元/平方米/年；根据签订的房屋租赁合同及补充协议，公司预计每月可实现租金约 425.00 万元。

总体看，近三年其他业务中房屋租赁业务持续为公司带来一定收入，是公司营业收入的有益补充。

（4）重大在建、拟建项目

公司未来三年在建及拟建项目主要包括上饶县旭日片区、罗桥片区、城南片区及其他土地储备中心指定项目地点的土地整理项目、皂头农业科技园建设项目和本期债券募投项目等，预计总投资 114.66 亿元，截至 2017 年底已完成投资 35.05 亿元；2018~2020 年尚需投资 21.25 亿元、30.55 亿元和 27.89 亿元，未来将面临一定的资本支出压力。

表 10 截至 2017 年底公司主要在建和拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	工期	项目类型	总投资	已完成投资	拟投资金额		
					2018 年	2019 年	2020 年
茶亭工业园区路网工程建设	2013-2020	委托代建	6.16	0.12	1.50	2.00	2.54
城南新区防洪治涝及三江西大道建设项目	2016-2021	委托代建	4.03	0.25	1.50	1.50	0.78
城南新区自来水厂引水工程建设	2014-2022	委托代建	3.74	0.26	0.80	1.50	1.18
皂头农业科技园建设项目	2015-2022	委托代建	8.47	1.27	2.00	3.00	2.20
上饶中合农产品项目	2016-2021	委托代建	7.10	0.68	2.00	3.00	1.42
吉阳湖旅游开发项目	2016-2022	委托代建	1.41	1.27	0.05	0.05	0.04
上饶县信江沿岸防洪治涝工程项目	2017-2020	委托代建	1.50	0.69	0.20	0.30	0.31
上饶县建档立卡贫困村基础设施建设项目	2016-2020	委托代建	29.97	1.18	10.00	10.00	8.79
上饶县旭日片区、罗桥片区、城南片区及其他土地储备中心指定的项目地点的土地整理	2016-2022	土地整理	31.76	28.82	1.00	1.00	0.94
老县委城中村改造建设项目	2018-2020	安置房	8.10	0.12	0.1	3.90	4.00
城北城中村建设项目	2018-2020	安置房	7.42	0.08	0.1	3.30	4.00
楮溪河综合治理工程	2017-2021	委托代建	5.00	0.31	2.00	1.00	1.69
合计			114.66	35.05	21.25	30.55	27.89

资料来源：公司提供

总体看，公司在建、拟建项目较多，未来对外融资压力较大。随着本次募投项目老县委城中村改造建设项目和城北城中村建设项目的推进，公司将新增安置房业务，其实现销售后将进一步提高公司的盈利能力。

3. 经营关注

- （1）公司代建项目规模较大，回款存在一定的不确定性。
- （2）公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来面临较大的资金支出压力。

4. 未来发展

未来公司将根据《上饶县国民经济和社会发展第十三个五年规划》，利用好城镇化拓展发展空间所带来的大规模城市建设的机会，继续以城市基础设施建设为投资重点，努力拓展业务范围，经营范围涉及城市基础设施建设、建筑施工、汽车服务、物业服务等多方面，致力于实现业务结构的多元化，提高自身的盈利能力。

总体看，公司对于未来发展具有清晰的规划，可实施性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年度财务报表已经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司财务报表编制执行财政部 2006 年 2 月颁布的《企业会计准则》（财会〔2006〕3 号）及其后续规定。

会计政策变更方面，2017 年公司根据《企业会计准则第 16 号——政府补助》（财会〔2017〕15 号）相关规定，将 2017 年 1 月 1 日之后发生的与日常活动相关的政府补助，计入其他收益；与日常活动无关的政府补助，计入营业外收支，受此影响，2017 年公司其他收益增加 2.00 亿元，营业利润相应增加。2017 年公司根据《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（财会〔2017〕13 号），采用未来适用法，区分终止经营损益、持续经营损益列报，公司 2017 年无该准则规范的持有待售的非流动资产、处置组和终止经营事项。2017 年公司根据《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30 号），采用追溯调整法将原列报于营业外收入和营业外支出的非流动资产处置利得和损失和非货币性资产交换利得和损失变更为列报于资产处置收益，公司 2015 年度、2016 年度无相应发生金额。

截至 2017 年底，公司合并范围内子公司共计 23 家。2015~2017 年，公司合并范围有较大变化，子公司主要通过投资设立或直接购买，对财务数据的可比性影响较小。2015 年及 2016 年公司合并范围内累计新增的 19 家子公司净资产合计 17.56 亿元，规模较大但实质性经营活动较少，近三年公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 49.61%。截至 2017 年底，公司资产为 166.93 亿元，较年初增长 19.14%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产和非流动资产分别占 90.67%和 9.33%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 51.02%，主要源自其他应收款和存货的快速增长。截至 2017 年底，公司流动资产合计 151.36 亿元，较年初增长 20.81%，主要由存货（占 58.79%）、其他应收款（占 20.52%）和货币资金（占 18.73%）构成。

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 145.96%。截至 2017 年底，公司货币资金为 28.35 亿元，较年初下降 9.75%，其中银行存款占 96.63%、其他货币资金占 3.37%，另有少量现金。公司货币资金中受限资金 0.92 亿元，为质押的定期存款和银行承兑汇票保证金，受限比例较低。

2015~2017 年，公司应收账款分别为 0.67 亿元、5.55 亿元和 1.42 亿元，主要为应收上饶县财政

局的工程款。截至 2017 年底，公司应收账款较年初下降 74.32%，主要系收回上饶县财政局部分工程款所致。从账龄来看，账龄在 1 年以内的应收账款占 96.31%，剩余为账龄在 1~2 年内的应收账款。应收账款金额前五名合计占 99.98%，主要为应收上饶县财政局的工程款。公司对应收账款不计提坏账准备。

2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 81.39%。截至 2017 年底，公司其他应收款 31.05 亿元，较年初增长 38.46%，主要系与上饶县财政局、上饶县远盛国有资产经营有限公司、恒昌国资等单位的往来款增加所致。其他应收款账龄在 1 年以内的占比达 74.18%，1~2 年的占 18.08%，3 年以上的占 7.74%，整体账龄较短；公司对其他应收款累计计提坏账准备 403.00 万元。公司其他应收款应收对象金额前五名合计为 24.45 亿元，占总额的 78.64%，对象较为集中。其他应收款中对关联方的往来款合计 14.82 亿元，占总额的 47.66%，关联方占款比重大，对公司资金形成较大占用，资金使用效率低。

表 11 截至 2017 年底公司其他应收款前五名欠款单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	年末余额	占其他应收款总额比例
上饶县财政局	10.56	33.95
上饶县恒昌投资发展有限公司	6.32	20.34
上饶县远盛国有资产经营有限公司	3.20	10.29
上饶县恒晟国有资产经营有限公司	2.25	7.24
上饶县灵山旅游发展有限公司	2.12	6.83
合计	24.45	78.64

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货保持快速增长，年均复合增长 31.60%，主要系公司工程投入和土地整理投入增加所致。截至 2017 年底，公司存货 88.98 亿元，较年初增长 35.37%，其中土地使用权账面金额 44.90 亿元（占 50.46%）、代建工程成本 15.26 亿元（占 17.15%）和土地整理成本 28.82 亿元（占 32.39%）。截至 2017 年底，上饶县人民政府累计向公司注入土地 113.05 万平方米，账面金额合计 17.11 亿元；公司累计协议购买土地（上饶县财政局代缴土地出让金）90.07 万平方米，账面金额 26.44 亿元；公司累计招拍挂土地 25.88 万平方米，账面金额 1.35 亿元；账面价值为 10.37 亿元的土地使用权用于抵质押。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产迅速增长，年均复合增长 37.70%。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 15.57 亿元，较年初增长 5.05%，主要由投资性房地产（占 97.59%）构成。

2015~2017 年，公司投资性房地产快速增长，三年分别为 8.17 亿元、14.73 亿元和 15.20 亿元，均采用公允价值模式进行计量，全部为公司购买的房屋及建筑物且均已实现对外出租，其中账面价值为 11.92 亿元的不动产已用于抵质押。

受限资产方面，截至 2017 年底，公司受限资产合计 23.21 亿元，占总资产的比重为 13.91%，受限比例较低。其中，受限货币资金 0.92 亿元，存货抵押金额 10.37 亿元，投资性房地产抵押金额 11.92 亿元。

总体看，公司资产规模逐年增长，资产中流动资产占比大，主要以存货、其他应收款为主，关联方占用资金明显，资产流动性一般；非流动资产主要由投资性房地产构成。公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债总额呈快速增长态势，年均复合增长 86.04%，主要源自公司其他应付款、长期借款和长期应付款的增长。截至 2017 年底，公司负债总额为 95.20 亿元，较年初增长 27.89%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债占 28.07%，非流动负债占 71.93%，公司负债以非流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债呈现上升趋势，年复合增长 15.07%，截至 2017 年底为 26.72 亿元，较年初增长 41.74%。从结构构成看，公司流动负债主要以短期借款（占 10.46%）、其他应付款（占 76.94%）和一年内到期的非流动负债（占 9.51%）为主。

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 31.35%。截至 2017 年底，公司短期借款 2.80 亿元，较年初下降 35.30%，其中质押借款占 32.02%，抵押借款占 50.09%，保证借款占 17.89%。

2015~2017 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 39.82%。截至 2017 年底，公司其他应付款 20.56 亿元，较年初增长 69.84%，主要为单位往来款。从应付对象看，其他应付款中金额前五名单位的款项合计为 16.59 亿元，占总额的 80.69%，集中度较高。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 1.64 亿元、1.53 亿元和 2.54 亿元，全部为一年内到期的长期借款重分类至一年内到期的非流动负债。

2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 205.76%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 68.48 亿元，较年初增长 23.20%，主要来自长期借款的增长，非流动负债主要由长期借款（占 74.66%）和长期应付款（占 17.84%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 165.56%。截至 2017 年底，公司长期借款 51.13 亿元，较年初增长 33.09%。长期借款总额（包含一年内到期的长期借款）中抵押借款占 8.37%（抵押物主要为土地及房屋）、质押借款占 65.21%（质押物主要为公司定期存单、代建项目及政府购买项目的权益及收益）、保证借款占 16.55%、信用借款占 9.87%。

2016~2017 年，公司新增长期应付款 16.98 亿元，系公司向光大金控投资管理有限公司、农发基金取得的基金借款所致。本报告将长期应付款中的有息部分调整至长期债务核算。

2015~2017 年，公司全部债务大幅增长，年均复合增长 160.66%。截至 2017 年底，公司全部债务 73.45 亿元，其中长期债务 68.11 亿元（占 92.74%），短期债务 5.34 亿元（占 7.26%），公司债务结构以长期债务为主。从有息债务偿还计划看，公司未来三年待偿还金额分别为 8.17 亿元、9.18 亿元和 10.45 亿元，公司有息债务偿还期限分布较为平均。

表 12 2015~2017 年公司债务结构（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
短期债务	3.56	6.15	5.34
长期债务	7.25	55.40	68.11
全部债务	10.81	61.54	73.45
长期债务资本化比率	13.35	45.76	48.71
全部债务资本化比率	18.68	48.38	50.59
资产负债率	36.88	53.13	57.03

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从债务指标看，2015~2017 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均呈现快速上升趋势。截至 2017 年底，上述比率分别为 57.03%、50.59%和 48.71%，较年初分别增

加 3.90 个百分点、2.21 个百分点和 2.95 个百分点，主要系 2017 年长期借款大幅增长所致。整体看来，公司债务负担持续加重，但仍处于合理范围。

总体来看，公司负债规模快速上升，以非流动负债为主；有息债务规模快速增长，但整体债务负担处于合理范围。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 23.45%，主要源于资本公积的增长。截至 2017 年底，公司所有者权益 71.73 亿元，较年初增长 9.22%。所有者权益结构方面，截至 2017 年底，归属于母公司所有者权益为 71.70 亿元，其中实收资本占 2.91%，资本公积占 87.39%，未分配利润占 8.54%，盈余公积占 1.16%。

2015~2017 年，公司实收资本有所增长，截至 2017 年底为 2.08 亿元，其中上饶县国资办货币出资 19,400.00 万元（占 93.11%），远昌国资货币出资 600.00 万元（占 2.88%），国开基金货币出资 835.00 万元（占 4.01%）。

2015~2017 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 21.04%，主要系政府注入土地及房产、代缴土地出让金和财政局代偿江西省定向置换债务所致。截至 2017 年底，公司资本公积 62.66 亿元，较年初增长 4.68%。

总体看，公司所有者权益快速增长，权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 27.97%。其中 2016 年公司营业收入较 2015 年增长 29.55%，主要系公司新增土地整理业务收入所致；2017 年公司实现营业收入 9.48 亿元，较上年上升 26.41%，主要系 2017 年工程施工收入大幅增加所致。2015~2017 年，公司营业成本也呈上升趋势，年均复合增长 26.42%，三年分别为 5.03 亿元、6.25 亿元和 8.04 亿元。公司近三年营业利润率有所波动，分别为 12.34%、14.67%和 12.17%。

从期间费用看，公司期间费用主要是管理费用和财务费用。2015~2017 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 70.99%，主要系近年公司财务费用增加所致。2017 年，公司期间费用 1.58 亿元，较上年增长 85.03%，其中管理费用为 0.19 亿元，财务费用为 1.39 亿元。2015~2017 年，公司期间费用占营业收入比重逐年提升，三年分别为 9.34%、11.39%和 16.67%，公司费用控制能力有待加强。

2015~2016 年，公司营业外收入分别为 1.15 亿元和 1.70 亿元，全部系政府补助。根据会计准则的调整，公司与经营相关的补助计入其他收益核算，2017 年为 2.00 亿元。2015~2017 年，公司利润总额分别为 1.42 亿元、2.09 亿元和 1.87 亿元，其中政府补贴占公司利润总额的比重为 80.94%、81.30%和 106.82%，利润总额对政府补贴的依赖大。

从盈利指标看，2015~2017 年，公司总资本收益率呈现持续下降趋势，三年分别为 3.05%、2.57%和 2.18%；总资产报酬率呈现持续下降趋势，三年分别为 2.73%、2.55%和 2.06%；净资产收益率呈现波动下降趋势，三年分别为 2.92%、3.09%和 2.43%，公司盈利能力较弱。

总体来看，公司营业收入逐年上升，同时公司利润总额对补贴收入依赖大，整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，近三年公司销售商品、提供劳务收到的现金波动上升，年均复合增长 41.89%，2017 年为 9.47 亿元，较上年增加 6.92 亿元，主要系收到之前年度回款所致。同期收到其他与经营

活动有关的现金呈波动上升趋势，其金额分别为 12.65 亿元、22.25 亿元和 21.77 亿元，主要为补贴款和往来款等。2015~2017 年，公司经营活动现金流出分别为 13.96 亿元、47.75 亿元和 44.02 亿元；其中购买商品、接受劳务支付的现金 4.55 亿元、25.70 亿元和 21.33 亿元，主要系土地整理和代建项目投入；支付其他与经营活动有关的现金 9.05 亿元、21.70 亿元和 22.40 亿元，主要系往来款。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 3.39 亿元、-22.96 亿元和 -12.79 亿元，受土地整理、工程代建投入增加的影响，经营性现金净额由正转负。从收入实现质量看，2015~2017 年，公司现金收入比分别为 81.20%、33.94%和 99.81%，公司整体收入实现质量有所改善。

投资活动方面，2015~2017 年，公司无投资活动现金流入；投资活动现金流出分别为 4.41 亿元、8.57 亿元和 0.40 亿元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金（主要系购置投资性房地产）。

筹资活动方面，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 7.67 亿元、66.59 亿元和 41.07 亿元；其中 2017 年吸收投资收到的现金为收到股东上饶县国资办货币增资 1.50 亿元，取得借款收到现金主要为银行借款，收到其他与筹资活动有关的现金主要为政府注入资金和非金融机构借款；筹资活动现金流出三年分别为 3.12 亿元、19.17 亿元和 20.77 亿元，主要为公司偿还债务支付的现金以及支付其他与筹资活动有关的现金。2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 4.56 亿元、47.42 亿元和 20.30 亿元。

总体看，2016 年起公司经营活动产生的现金流呈现大幅净流出状态；投资活动产生现金流规模较小，随公司在建拟建项目建设推进，经营活动产生的现金不能满足公司自身经营和投资需求，公司对外筹资需求较大。

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均呈现波动上升趋势，截至 2017 年底，流动比率由年初的 6.65 倍下降至 5.66 倍，速动比率由年初的 3.16 倍下降至 2.33 倍。2015~2017 年，公司现金短期债务比分别为 1.32 倍、5.11 倍和 5.31 倍，公司现金类资产对短期债务保护能力较好。总体看，公司短期债务规模较小，同时现金类资产较为充裕，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 1.75 亿元、2.74 亿元和 3.18 亿元。2017 年，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 40.74%）和利润总额（占 58.93%）构成。同期，公司 EBITDA 利息倍数分别为 5.29 倍、4.27 倍和 0.82 倍，其中 2017 年较上年大幅下降主要系计入财务费用的利息支出和资本化利息增长所致。近三年，EBITDA 全部债务比分别为 0.16 倍、0.04 倍和 0.04 倍。总体看，偿债指标较低，但考虑到公司持有较大规模的土地资产和外部持续资金支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2017 年底，公司对外担保金额合计 4.57 亿元，担保比率 6.37%。其中公司对关联方担保金额合计 3.20 亿元，占公司对外担保总额的 70.02%。被担保企业主要为政府下属事业单位和企业，目前被担保单位均经营正常，公司或有负债风险整体可控。

表 13 截至 2017 年底公司对外担保明细（单位：亿元）

被担保单位	担保余额	是否为关联方
上饶县中医院	0.80	否
上饶县灵山左溪客运索道运营有限公司	0.30	是
江西新金叶实业有限公司	0.27	否
江西省上饶县中学	0.30	否
上饶县城南新区开发建设有限公司	2.90	是
合计	4.57	--

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司暂无银行授信。公司按照资金需求向银行申请贷款，每笔贷款单独签订贷款合同。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1036112100009060T），截至 2018 年 6 月 1 日，公司无未结清的关注类贷款信息，存在 14 笔已结清关注类信贷记录，根据上饶银行和国开行出具的说明，关注类贷款系银行贷款项目资产质量分类标准所致，均为正常类贷款；存在 5 笔已结清欠息记录，均因公司工作人员汇错账户、少汇利息等工作失误所致，并非公司恶意拖欠。

总体看，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力较弱，但考虑到公司持有较大规模的土地资产和外部持续资金支持，公司整体偿债能力尚可。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

公司本期发行债券金额为 15.00 亿元，相当于 2017 年底公司长期债务和全部债务的 22.02%和 20.42%，对公司现有债务规模及结构影响较大。

截至 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 57.03%、50.59%和 48.71%；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，三项指标分别为 60.57%、55.22%和 53.67%，公司债务水平有所上升，但仍处于合理范围。

2. 本期公司债券偿还能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 1.75 亿元、2.74 亿元和 3.18 亿元，分别为本期债券发行规模的 0.12 倍、0.18 倍和 0.21 倍，EBITDA 对本期债券保障能力弱；公司经营活动产生的现金流入量分别为 17.35 亿元、24.79 亿元和 31.23 亿元，分别为本期债券发行规模的 1.16 倍、1.65 倍和 2.08 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券保障能力尚可。

本期债券期限为 7 年，公司自债券发行后第 3 年起，分 5 年等额偿还债券本金。按每年偿付本金（3.00 亿元）计算，2015~2017 年，EBITDA 分别为每年偿付本金的 0.58 倍、0.91 倍、1.06 倍，经营活动现金流入分别为每年偿付本金的 5.78 倍、8.26 倍、10.41 倍；EBITDA 对本期债券每年偿付本金的保障能力一般，经营活动现金流入量对本期债券每年偿付本金的覆盖程度较好。

3. 募投项目偿债能力分析

本期债券的偿债资金主要来源于公司自身经营和募投项目投资收益。

（1）上饶县老县委片区城中村改造建设项目

根据《上饶县老县委片区城中村改造项目工程可行性研究报告》，本期债券存续期内老县委项

目未来现金流量预测如下表：

表 14 本期债券存续期内老县委项目未来现金流量预测表（单位：万元）

项目	总计	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
现金流入	105,002.84	0.00	0.00	52,501.42	31,500.85	10,500.28	5,250.14	5,250.14
运营收入	105,002.84	0.00	0.00	52,501.42	31,500.85	10,500.28	5,250.14	5,250.14
现金流出	0.00	40,520.40	40,520.40	3,905.11	2,351.06	797.02	408.51	408.51
开发建设投资	81,040.81	40,520.40	40,520.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
运营费用	1,150.03	0.00	0.00	545.01	335.01	125.00	72.50	72.50
营业税金及税加	5,670.15	0.00	0.00	2,835.08	1,701.05	567.02	283.51	283.51
土地增值税	1,050.03	0.00	0.00	525.01	315.01	105.00	52.50	52.50
净现金流	16,091.82	-40,520.40	-40,520.40	48,596.31	29,149.79	9,703.26	4,841.63	4,841.63
累计现金流	-123,549.83	-40,520.40	-81,040.81	-32,444.49	-3,294.70	6,408.56	11,250.19	16,091.82

资料来源：上饶县老县委片区城中村改造项目工程可行性研究报告

本期债券还本付息的资金来源是安置房、棚改两限房及停车位的销售收入。进入运营期，本期债券存续期项目预计将产生运营收入 10.50 亿元。老县委项目预期收益的实现受销售进度及规模的影响，未来实现收益情况可能存在一定不确定性。假定本期债券以票面利率 7.00%来测算，本期债券老县委项目使用资金需偿还的本息合计 7.425 亿元。

表 15 老县委项目预测现金流本息覆盖情况（单位：亿元、倍）

年份	偿还利息	偿还本金	偿还本息合计	现金流入对本息的覆盖倍数	净现金流对本息的覆盖倍数
2019	0.385	--	0.385	13.64	12.62
2020	0.385	--	0.385	8.18	7.57
2021	0.385	1.10	1.485	0.71	0.65
2022	0.308	1.10	1.408	0.37	0.34
2023	0.231	1.10	1.331	0.39	0.36
2024	0.154	1.10	1.254	--	--
2025	0.077	1.10	1.177	--	--
合计	1.925	5.50	7.425	1.41	0.22

资料来源：上饶县老县委片区城中村改造项目工程可行性研究报告，联合评级整理。

注：上表中现金流入量、现金流量净额数据取自表 14。

根据老县委项目未来收入实现预测测算，本期债券存续期项目累计产生现金流入量为 10.50 亿元，对本期债券老县委项目使用募集资金本息合计（7.425 亿元）偿还倍数为 1.41 倍；老县委项目现金流入量对分年度还本付息额的覆盖倍数介于 0~13.64 倍之间，净现金流对分年度的覆盖倍数介于 0~12.62 倍之间。总体看，老县委项目收益对本期债券老县委项目使用金额的保障程度较差，分年度实现收入与当期偿还本息存在较大错配。

（2）上饶县城北片区城中村建设项目

根据《上饶县城北片区城中村改造建设工程可行性研究报告》，本期债券存续期内城北项目未来现金流量预测如下表：

表 16 本期债券存续期内城北项目未来现金流量预测表（单位：万元）

项目	总计	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
现金流入	96,488.97	0.00	0.00	48,244.49	28,946.69	9,648.90	4,824.45	4,824.45
运营收入	96,488.97	0.00	0.00	48,244.49	28,946.69	9,648.90	4,824.45	4,824.45
现金流出	0.00	37,097.52	37,097.52	3,590.09	2,162.06	734.02	377.01	377.01
开发建设投资	74,195.04	37,097.52	37,097.52	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
运营费用	1,064.89	0.00	0.00	502.44	309.47	116.49	68.24	68.24
营业税金及税加	5,210.40	0.00	0.00	2,605.20	1,563.12	521.04	260.52	260.52
土地增值税	964.89	0.00	0.00	482.44	289.47	96.49	48.24	48.24
净现金流	15,053.75	-37,097.52	-37,097.52	44,654.39	26,784.64	8,914.88	4,447.44	4,447.44
累计现金流	-111,770.27	-37,097.52	-74,195.04	-29,540.64	-2,756.01	6,158.87	10,606.31	15,053.75

资料来源：上饶县城北片区城中村建设项目工程可行性研究报告

本期债券还本付息的资金来源是安置房、棚改两限房及停车位的销售收入。进入运营期，本期债券存续期项目预计将产生运营收入 9.65 亿元。城北项目预期收益的实现受销售进度及规模的影响，未来实现收益情况可能存在一定不确定性。假定本期债券以票面利率 7.00%来测算，本期债券城北项目使用资金需偿还的本息合计 6.75 亿元。

表 17 城北项目预测现金流本息覆盖情况（单位：亿元、倍）

年份	偿还利息	偿还本金	偿还本息合计	现金流入对本息的覆盖倍数	净现金流对本息的覆盖倍数
2019	0.35	--	0.14	34.46	31.90
2020	0.35	--	0.14	20.68	19.13
2021	0.35	1.00	0.54	1.79	1.65
2022	0.28	1.00	0.512	0.94	0.87
2023	0.21	1.00	0.484	1.00	0.92
2024	0.14	1.00	0.456	--	--
2025	0.07	1.00	0.428	--	--
合计	1.75	5.00	6.75	1.43	0.22

资料来源：上饶县城北片区城中村建设项目工程可行性研究报告，联合评级整理。

注：上表中现金流入量、现金流量净额数据取自表 16。

根据城北项目未来收入实现预测测算，本期债券存续期项目累计产生现金流入量为 9.65 亿元，对本期债券城北项目使用募集资金本息合计（6.75 亿元）偿还倍数为 1.43 倍；城北项目现金流入量对分年度还本付息额的覆盖倍数介于 0~34.46 倍之间，净现金流对分年度的覆盖倍数介于 0~31.90 倍之间。总体看，城北项目收益对本期债券城北项目使用金额的保障尚可，但分年收入实现与当期偿还本息存在较大错配。

整体看，各年度本息的实际偿付能力有赖于募投项目收入预期的顺利实现及项目实施主体对项目整体收入的合理调配。在项目建设期及经营期，本期债券募投项目分年度实现的收入与当期偿还本息存在较大错配。

4. 偿债资金监管

根据公司分别与江西银行股份有限公司上饶旭日支行（以下简称“江西银行旭日支行”）和九江银行股份有限公司上饶县支行（以下简称“九江银行上饶支行”）签署的《账户及资金监管协议》，公司在江西银行旭日支行和九江银行上饶支行开立募集资金专用账户及偿债账户，分别用于本期债

券发行的募集资金存储和使用以及向债券持有人支付本期债券本金和利息，由上述两个银行全程监管。

公司应按照募集说明书中说明的用途使用债券募集资金，制定资金拨付计划，本金兑付方案应在本期债券本金兑付日前 75 个工作日内上报至上饶县发改委，利息偿付计划应在本期债券当期付息日前 15 个工作日内上报至上饶县发改委。根据本期债券的偿付计划，公司应在本期债券当期付息日或者本金兑付日前 10 个工作日将金额划付至偿债资金账户，若债券当期付息日或者本金兑付日前 15 个工作日，偿债资金账户资金少于债券当期还本付息金额，上述两个银行应敦促公司划拨足额资金。

5. 债权代理人

为保证全体债券持有人的最大利益，公司委托江西银行旭日支行担任本期债券的债权代理人。当预计公司不能偿还债务时，债权代理人应要求公司提供其他形式担保或者依法申请法定机关采取财产保全措施；当公司不能偿还债务时，应及时通知债券持有人，并受托在债券持有人大会决议授权范围内，参与公司的整顿、和解、重组或者破产的法律程序；债权代理人应按照该协议和《债券持有人会议规则》的规定召集和主持债券持有人大会，代表债券持有人及时与公司及其他有关主体沟通，督促债券持有人大会决议的具体落实。

九、综合评价

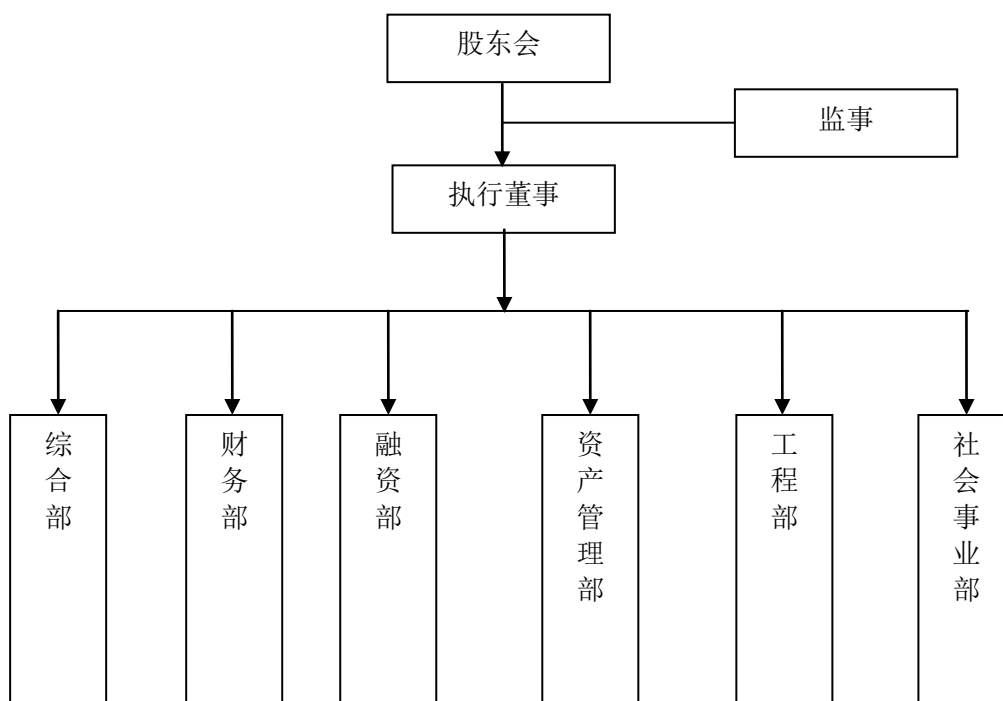
联合评级对公司的评级反映了其作为上饶县最重要的基础设施建设投资与国有资产经营主体，外部环境良好，在资金、资产注入及财政补贴等方面持续获得较大的外部支持。同时，联合评级也关注到公司工程施工业务回款存在一定不确定性、在建及拟建项目未来面临一定的资本支出压力、资产质量一般、债务规模快速增长及利润总额对政府补贴的依赖性大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

上饶县经济稳步发展，外部支持持续性良好。随着公司在建及拟建项目的不断推进，公司现有业务稳定发展，同时公司未来不断拓展业务范围，逐步实现业务结构的多元化，公司自身的盈利能力有望进一步提高。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本期债券还款资金主要来自募投项目产生的收益和公司营业收入，但项目收益的实现与债券本息兑付时间存在一定错配。本期债券设置本金分期还款安排，有效降低了公司资金集中支付压力。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 上饶县城市建设投资开发有限公司 组织架构图



附件 2 上饶县城市建设投资开发有限公司

主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	74.58	140.11	166.93
所有者权益（亿元）	47.07	65.68	71.73
短期债务（亿元）	3.56	6.15	5.34
长期债务（亿元）	7.25	55.40	68.11
全部债务（亿元）	10.81	61.54	73.45
营业收入（亿元）	5.79	7.50	9.48
净利润（亿元）	1.30	1.74	1.67
EBITDA（亿元）	1.75	2.74	3.18
经营性净现金流（亿元）	3.39	-22.96	-12.79
应收账款周转次数（次）	12.77	2.42	2.72
存货周转次数（次）	0.10	0.11	0.10
总资产周转次数（次）	0.09	0.07	0.06
现金收入比率（%）	81.20	33.94	99.81
总资本收益率（%）	3.05	2.57	2.18
总资产报酬率（%）	2.73	2.55	2.06
净资产收益率（%）	2.92	3.09	2.43
营业利润率（%）	12.34	14.67	12.17
费用收入比（%）	9.34	11.39	16.67
资产负债率（%）	36.88	53.13	57.03
全部债务资本化比率（%）	18.68	48.38	50.59
长期债务资本化比率（%）	13.35	45.76	48.71
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.04	0.04
流动比率（倍）	3.29	6.65	5.66
速动比率（倍）	0.74	3.16	2.33
经营现金流动负债比率（%）	16.78	-121.78	-47.85
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.12	0.18	0.21

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 ×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。