

跟踪评级公告

联合[2017] 1203 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持瑞金市城市发展投资集团有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“16瑞金债”的信用等级为AA⁺。

特此公告。



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

瑞金市城市发展投资集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁻ 评级展望：稳定
上次评级结果：AA⁻ 评级展望：稳定

债项信用

债券名称	债券余额	起息日	期限	担保方评级结果	跟踪评级结果	上次评级结果
16 瑞金债	12 亿元	2016/09/06	7 年	AA ⁺ pi ¹	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	3.18	4.07	15.10
资产总额(亿元)	50.36	59.41	85.12
所有者权益(亿元)	39.78	40.68	46.69
短期债务(亿元)	1.30	3.82	0.93
长期债务(亿元)	4.66	7.20	21.78
全部债务(亿元)	5.96	11.02	22.71
调整后全部债务(亿元)	7.37	13.82	32.93
营业收入(亿元)	2.85	3.20	4.35
利润总额(亿元)	1.24	1.13	1.43
EBITDA(亿元)	1.27	1.16	1.55
经营性净现金流(亿元)	-0.31	-4.84	-5.89
营业利润率(%)	21.53	21.77	22.21
净资产收益率(%)	2.70	2.49	2.63
资产负债率(%)	21.02	31.53	45.15
全部债务资本化比率(%)	13.03	21.32	32.73
调整后全部债务资本化比率(%)	15.63	25.36	41.36
流动比率(%)	1101.42	693.29	1186.44
经营现金流动负债比(%)	-6.77	-57.50	-91.53
全部债务/EBITDA(倍)	4.67	9.48	14.70
调整后全部债务/EBITDA(倍)	5.78	11.89	21.31

分析师

喻宙宏 朱煜

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

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

¹ pi 为主动评级，是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级

评级观点

瑞金市城市发展投资集团有限公司（以下简称“公司”或“瑞金城投”）是瑞金市及瑞金经济技术开发区（以下简称“瑞金经开区”）的重要基础设施投资建设及投融资主体，在政府支持方面具有显著优势，区域专营地位明显。跟踪期内，公司资产规模持续增长，盈利能力保持稳定。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产以土地资产为主，土地抵押比率较高，资产流动性偏弱；公司业务结构单一等因素对其经营和发展可能带来的不利影响。

未来随着项目建设的推进，公司收入规模有望保持稳定，同时考虑到瑞金市政府对公司的持续支持，联合资信对公司评级展望为稳定。

赣州发展投资控股集团有限责任公司（以下简称“赣州发投”）对“16 瑞金债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，联合资信给予赣州发投 AA⁺pi 的主体长期信用等级，有效提高了“16 瑞金债”的偿付安全性；此外，“16 瑞金债”设定分期偿付条款，有助于降低公司的集中偿付压力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定，维持“16 瑞金债”的信用等级为 AA⁺。

优势

1. 瑞金市经济发展稳定，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为瑞金市及瑞金经开区的重要基础设施投资建设及投融资主体，具有较强区域内专营优势，跟踪期内，公司继续获得政府在财政补贴和资金注入等方面的大力支持。
3. 赣州发投对“16 瑞金债”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“16 瑞金债”的偿付安全性；“16 瑞金债”设定分期偿付条款，有助于降低公司集中偿付压力。

关注

1. 公司资产以土地资产为主，土地抵押比率较高，资产流动性偏弱。
2. 跟踪期内，公司收入实现质量有所下滑，整体收现质量较差。
3. 跟踪期内，公司应收类款项规模偏大，对资金有一定占用。

声 明

一、本报告引用的资料主要由瑞金市城市发展投资集团有限公司（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。

瑞金市城市发展投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于瑞金市城市发展投资集团有限公司（以下简称“公司”或“瑞金城投”）主体长期信用及存续期内债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

瑞金城投前身是瑞金市城市发展投资公司（以下简称“瑞金城发”），瑞金市国有资产监督管理委员会（以下简称“瑞金国资办”）和瑞金市国有资产经营有限公司（以下简称“瑞金国资”）分别持股 57.26% 和 42.74%。2012 年 2 月 2 日，根据瑞金市委、市政府《关于印发〈瑞金市城市发展投资集团有限公司组建实施方案〉的通知》（瑞字【2012】15 号），瑞金国资将其持有瑞金城发公司 42.74% 的股权转让给瑞金国资办，同时以瑞金城发作为发起人组建成立了瑞金城投。2014 年 12 月 31 日，根据瑞金市人民政府办公室“瑞府办函【2014】517 号”，将瑞金国资办的 50% 股权划转给瑞金经济技术开发区管委会（以下简称“瑞金经开区管委会”），瑞金经开区管委会所持有的 50% 股份委托瑞金国资办管理。截至 2016 年底，公司注册资本 5.00 亿元，由瑞

金国资办和瑞金经开区管委会分别持股 50%，瑞金经开区管委会将持有的 50% 股权委托瑞金市国资办管理，瑞金国资办仍为公司实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围未发生较大变化。

截至 2016 年底，公司本部设发展策划部、计划财务部、管理监督审计部、综合办公室和资本运营部 5 个职能部门。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 85.12 亿元，所有者权益 46.69 亿元；2016 年公司实现营业收入 4.35 亿元，利润总额 1.43 亿元。

公司注册地址：江西省瑞金市经济技术开发区金龙大道东侧国资公司标准厂房 B 栋 2 楼；法定代表人：易成林。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2017 年 3 月底，联合资信所评公司存续期债券“16 瑞金债”，余额合计 12.00 亿元，“16 瑞金债”于 2016 年 9 月发行，跟踪期内，公司尚未到付息时间。“16 瑞金债”募集资金 12.00 亿元，全部用于瑞金市商贸物流园项目和瑞金经济开发区现代电子商务产业园建设项目，募集资金已使用 5.63 亿元。

表 1 截至 2017 年 3 月底联合资信所评公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
16 瑞金债	12 亿元	2016/09/06	7 年	12.00	按年付息，存续期的第 3~7 年每年兑付本金的 20%

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治

经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国

居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上

年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所

增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、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。近些年，全国各地区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国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

赣州市

赣州市是江西省第二大城市、省域副中心城市,位于江西省南部。赣州下辖2个行政区、2个管辖区、1个县级市、15个县。赣州是中国著名的革命老区、中央苏区。1994年经国务院批准,赣州成为第三批国家历史文化名城。

赣州市位于赣江上游,东邻福建省三明市和龙岩市,南毗广东省梅州市、韶关市,西接湖南省郴州市,北连本省吉安市和抚州市,境内拥有江西第二大机场赣州黄金机场,以及已建成的京九铁路、赣龙铁路,正在建设的赣韶铁路、赣龙铁路复线、鹰瑞铁路,规划2013年底开工建设的昌吉赣城际铁路、列入规划的

赣深客运专线。境内公路运输已基本形成以市区为中心，105、323、319、206 国道为骨架的公路网络，已初步建成快速交通骨架网：赣粤高速、蓉厦高速、赣韶高速、鹰瑞高速、瑞赣高速、赣大高速、石吉高速、赣州环城高速公路等。

赣州市经济总量近年来持续增长，2016 年全年地区生产总值（GDP）2194.34 亿元，比上年增长 9.5%。其中，第一产业增加值 320.12 亿元，增长 4.2%；第二产业增加值 936.87 亿元，增长 8.9%；第三产业增加值 937.35 亿元，增长 12.1%。三次产业结构由 2015 年的 15.0:44.1:40.9 调整至 2016 年的 14.6:42.7:42.7。非公有制经济实现增加值 1298.86 亿元，增长 9.6%，占 GDP 比重为 59.2%。

2016 年赣州市全年规模以上工业增加值 847.9 亿元，增长 9.2%。在规模以上工业企业中，轻工业增加值 346.37 亿元，增长 11.0%；重工业增加值 501.53 亿元，增长 8.3%。分企业类型看，国有企业增加值 57.41 亿元，增长 4.2%；集体企业增加值 1.85 亿元，增长 17.3%；股份制企业增加值 248.74 亿元，增长 8.7%；私营企业增加值 343.05 亿元，增长 12.2%；外商投资及港澳台企业增加值 195.96 亿元，增长 7.9%。

近年来，赣州市固定资产投资规模持续较快增长，2016 年赣州市全年固定资产投资 2205.51 亿元，增长 16.6%，其中工业投资 808.59 亿元，增长 38.4%。分产业投资看，第一产业投资 39.02 亿元，比上年下降 17.5%；第二产业投资 808.57 亿元，增长 38.8%；第三产业投资 1357.92 亿元，增长 7.6%。

2016 年，赣州市全年财政总收入 366.32 亿元，比上年增长 3.7%。其中，一般公共预算收入 243.18 亿元，下降 0.9%。财政总收入占 GDP 的比重达 16.7%，下降 1.2 个百分点。全年各项税收收入 299.23 亿元，增长 1.7%。一般公共预算支出 676.83 亿元，增长 10%。其中，

民生类支出 552.54 亿元，增长 11.6%，占财政总支出的比重达 81.6%，比上年提高 1.1 个百分点。

跟踪期内，赣州市经济总量和固定资产投资规模持续增长，城市发展稳步推进；财政实力稳步增强。

瑞金市

瑞金市位于江西省东南边陲，武夷山脉西麓，与福建省长汀县相邻。全市国土面积 2448 平方公里，辖 17 个乡镇、223 个行政村、16 个居委会，人口 68 万。

根据《瑞金市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，全市实现地区生产总值 134.47 亿元，比上年增长 9.1%。其中，第一产业增加值 44.22 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 44.22 亿元，增长 9.1%；第三产业增加值 69.92 亿元，增长 10.6%。三次产业结构比由 2015 年的 15.5: 33.6: 50.9 调整为 15.1: 32.9: 52，对经济增长的贡献率分别为 7.4%、33.5%、59.1%。人均生产总值 21265 元，增长 9.7%。

2016 年，全市完成 500 万元以上固定资产投资 801497 万元，比上年增长 17.8%，其中，基础设施投资完成 24.4 亿元、增长 42.3%。按投资主体分，国有投资完成 326899 万元，增长 12.3%；非国有投资完成 474598 万元，增长 21.9%，其中民间投资完成 453753 万元，增长 21%。按产业分，第一产业完成投资 20609 万元，增长 10.7%；第二产业完成投资（全部是工业）310750 万元，增长 37.2%；第三产业完成投资 470138 万元，增长 8%，其中，房地产开发投资完成 136887 万元，增长 18.1%。

2016 年，瑞金市地方可控财力为 56.17 亿元，同比增长 32.79%，一般公共预算收入为 12.45 亿元，其中税收收入为 9.22 亿元，较 2015 年略有下降；政府性基金收入为 17.48 亿元，较 2015 年大幅增长；上级补助收入为 26.06 亿元，较 2015 年稳步增长。跟踪期内，政府一般公共预算收入占比仍然较低。目前瑞金经开区无独立

核算的财政收入。

根据瑞金市财政局提供的统计数据，截至2016年底，瑞金市政府债务余额17.71亿元，政府债务率为31.57%，较2015年的21.63%有所增长，政府债务率水平较低。

总体看，瑞金市地处原中央苏区，是国家

系列扶持政策的对象之一；瑞金经开区升级为国家级经开区，目前重点项目建设可受融资贷款支持。近年来，瑞金市经济实力稳步增长，地方可控财力波动增长，为公司发展提供了较为有利的外部环境。

表2 瑞金市地方可控财力构成表（单位：万元）

项目	2014年	2015年	2016年
(一) 地方一般预算收入	106964	117077	124542
1、税收收入	87273	100742	92155
2、非税收入	19691	16335	32387
(二) 政府性基金收入	36836	74489	174799
1、国有土地使用权出让金	34378	68345	174082
2、其他	2458	6144	717
(三) 上级补助收入	182058	230265	260631
1、返还性收入	108238	2747	9608
2、一般性转移支付收入	71080	144799	166040
3、专项转移支付收入	2740	82719	84983
(四) 预算外财政专户收入	8026	1191	1750
地方可控财力	333884	423022	561722

资料来源：瑞金市财政局提供

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2016年底，公司注册资本5.00亿元，由瑞金国资办和瑞金经开区管委会分别持股50%，瑞金国资办仍为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是瑞金市及瑞金经开区的重要基础设施建设及投融资主体，具有较强区域专营优势，跟踪期内，公司仍然主要负责承建城市基础设施、保障房等项目。

3. 人员素质

跟踪期内，公司人事无重大变化，截至2016年底，公司高层管理人员中董事长1人，总经理1人，副总经理4人。

截至2016年底，公司共有员工109人，从年龄结构划分，30岁以下员工49人，30~50

岁员工58人，50岁以上的2人；从文化程度划分，本科学历及以上的66人，大专及以下学历43人；从岗位构成看，其中管理人员52人、销售人员3人、其他职员54人。

4. 政府支持

公司是瑞金市及瑞金经开区的重要基础设施建设及投融资主体，具有较强区域专营优势，跟踪期内，继续受到政府在财政补贴和资金注入等方面的大力支持。

2016年公司收到政府补助0.72亿元，计入营业外收入科目；根据瑞金市人民政府出具的“瑞府办函【2016】360号”及“瑞府办函【2016】520号”政府文件，批准公司将收到的共计4.64亿元的财政资金转入资本公积。

跟踪期内，瑞金市政府在政府补贴和资金注入等方面给予公司的支持力度依然较大。

5. 企业信用状况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1032050501324020H），截至2017年5月27日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，但存在2笔未结清和29笔已结清的关注类贷款；根据国家开发银行江西省分行出具的说明，国家开发银行根据内部分类方法与标准将上述贷款列为关注类贷款，并非因为公司偿还能力不足或存在违约风险。整体看，公司过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是瑞金市及瑞金经开区的重要基础设施投资建设及投融资主体，主要承建城市基础设施、保障房等项目，近两年，公司营业收入主要由工程施工收入构成，工程施工收入占营业收入比重均超过99%。

2016年，公司实现营业收入4.35亿元，同比增长35.81%，主要系工程施工收入大幅增长所致

毛利率方面，2016年，公司整体业务毛利率为22.51%，较2015年的22.53%略有下降；公司工程施工业务毛利率依然保持22.00%，其余业务毛利率依然保持100.00%。

表3 2014~2016年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

业务板块	2014年			2015年			2016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	28403.31	99.64	22.00	31786.97	99.32	22.00	43179.56	99.34	22.00
担保费	101.50	0.36	100.00	214.98	0.67	100.00	268.24	0.62	100.00
评审费	--	--	--	4.22	0.01	100.00	18.45	0.04	100.00
合计	28504.81	100.00	22.28	32006.17	100.00	22.53	43466.25	100.00	22.51

资料来源：公司审计报告

2. 经营分析

公司工程施工项目主要由公司本部、子公司瑞金市红都市政工程管理有限公（以下简称“瑞金市政”）和子公司瑞金市房产置业有限公司（以下简称“瑞金置业”）公司负责。首先，公司与政府签订工程建设协议，履行基础设施建设工程业主职责，通过招投标方式选定项目设计单位、监理单位、施工单位等，对项目实施进行管理并向施工单位支付相关款项。根据工程建设协议，瑞金市政府向公司支付回购款，回购款由投资额和项目合理利润构成，投资额主要包括经瑞金市政府确认的与项目直接相关的全部投资（包括项目前期费用、工程勘察费用、工程设计费用、工程监理费用、工程管理费用、工程决算费用）。工程建设协议中商定瑞金市政府分期向公司支付回购款，但未约定具体支付时间，一般第一季度会回一部分款项，

之后公司会根据实际资金需求情况向政府请示回款；同时协议中未对项目合理利润做具体规定，但根据近年来公司已经确认的收入情况看，公司该板块业务毛利率为22%，且持续稳定。

项目建设资金来源于政府拨款和公司自筹。政府拨款由公司在按照与项目施工方签订的建设协议需要支付建设款项时，向瑞金市政府申请。公司收到政府拨付的工程款时增加“其他应付款”，公司支付建设资金时增加“存货”，公司每年年底按照施工进度与政府结算，公司之后根据项目完工进度确认单确认收入，部分收入用于抵减“其他应付款”中已收到财政拨付的项目款，剩余收入增加“货币资金”，未收到的增加“应收账款”，同时根据“存货”结转“营业成本”。

2016年公司工程施工确认收入4.32亿元，收到政府回款2.24亿元，未收到款项记入应收

账款科目。截至 2016 年底，公司主要在建工程施工项目包括食品产业园项目、红色旅游沙洲等景区建设项目、城市防洪绵江河右岸工程、农副产品加工小区基础设施、绿草湖生态湿地公园、保障性住房工程等项目，预计总投资约 32.51 亿元，已累计投资 15.28 亿元，体现在“存货—开发成本”中，公司大部分在建项目受拆迁进度影响，均未按照预计完工时间完工。

表4 截至2016年底公司主要在建项目情况
(单位: 万元)

项目名称	预计总投资	预计完工时间	截至 2016 年底已投资
食品产业园项目	47284.26	2016/9	42823.14
红色旅游沙洲等景区建设项目	18697.00	2015/12	17786.77
城市防洪绵江河右岸工程	70795.47	2016/12	10277.26
农副产品加工小区基础设施	21430.00	2015/12	25490.36
绿草湖生态湿地公园	12000.00	2015/12	16264.77
保障性住房工程	19770.00	2016/3	20061.96
经开区及市政工程	104301.00	2017/6	15501.48
安置房	17628.45	2017/12	655.05
石井廉租房	8181.83	2016/6	2865.07
叶坪公租房	1036.00	2015/4	582.18
福利中心 20 米道路工程	900.00	2016/4	67.74
安置区工程	2716.00	2016/6	386.85
青年路（八一北路至沿江路）新建道路	380.00	2016/6	4.06
合计	325120.01	--	152766.69

资料来源：公司提供

此外，公司担保费收入主要由子公司瑞金市振兴小微企业信用担保有限责任公司（以下简称“瑞金小微担保”）实现，其收入规模在公司营业收入中占比小，对公司营业收入影响较小。截至 2016 年底，小微担保公司对外担保金额为 700.00 万元。

3. 未来发展

公司作为瑞金市及瑞金经开区的重要基础设施投资建设及投融资主体，一方面承担了政府基础设施项目的投融资职责，公司在稳步推进现有项目建设的基础上，将继续承担有利于

民生的基础设施建设相关工作；另一方面，为缓解瑞金市小微企业经营资金困难问题，公司积极拓展了担保业务。在此基础上，公司将继续扩大公司资产规模，努力拓宽企业融资渠道、建立科学融资决策机制、减弱经营对政府的依赖、积极发展其他业务。截至 2016 年底，公司在建项目预计总投资 32.51 亿元，累计投资 15.28 亿元；未来拟建项目主要为瑞金市一江两岸棚改及历史文化街区保护工程（一期）PPP 项目和经开区基础设施 PPP 项目，预计总投资额分别为 30.59 亿元和 6.40 亿元。整体看，公司未来投资规模较大。

九、财务分析

公司提供了 2016 年财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。2016 年，公司新设立瑞金市红都工业投资开发有限公司和瑞金市红井水利投资经营有限公司，新设立子公司规模较小。跟踪期内，公司合并范围变化较小，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 85.12 亿元，所有者权益 46.69 亿元；2016 年公司实现营业收入 4.35 亿元，利润总额 1.43 亿元。

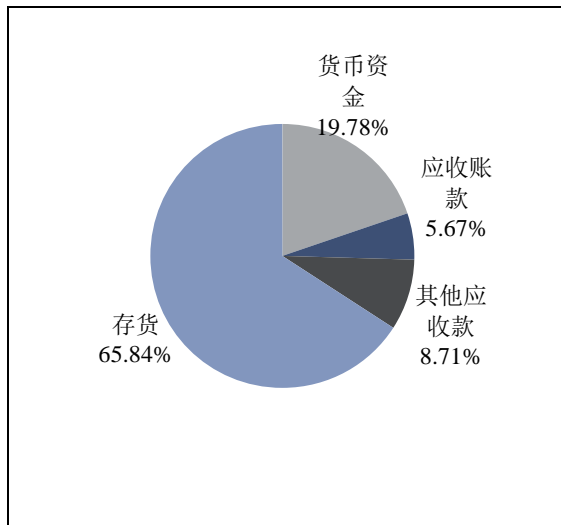
1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 85.12 亿元，同比增长 43.27%，其中流动资产占 89.68%，非流动资产占 10.32%，流动资产占比较 2015 年略有下降，公司资产结构仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 76.34 亿元，同比增长 30.72%，其中货币资金占 19.78%，应收账款占 5.67%，其他应收款占 8.71%，存货占 65.84%。

图1 2016年底公司流动资产结构图



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司货币资金15.10亿元，同比增长271.26%，其中受限货币资金为4.34亿元，受限货币资金主要为存单质押。

截至2016年底，公司应收账款4.33亿元，同比增长103.70%，全部为应收瑞金市财政局款项，账龄为3年以内，公司未计提坏账准备，应收账款集中度很高。

截至2016年底，公司其他应收款6.65亿元，同比下降40.13%，主要系应收瑞金市财政局往来款下降所致，其他应收款前五名单位分别为瑞金市财政局、瑞金市建设工程管理有限公司、瑞金市国有资产监督管理委员会、瑞金市水利局、瑞金市东方赣源饮用水有限公司，上述公司应收款期末的账面余额分别为5.22亿元、0.59亿元、0.53亿元、0.29亿元和0.03亿元，公司计提坏账准备0.19亿元，公司其他应收款集中度高。

截至2016年底，公司存货50.26亿元，同比增长22.29%，其中开发成本17.32亿元，同比增长31.27%，主要为代建项目工程支出增长，开发土地为32.94亿元，同比增长18.04%，全部为公司通过招拍挂取得的出让用地，其中17.31亿元土地已经用于抵押，抵押土地资产占比较高。

非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产合计8.78亿元，同比增长767.62%，主要来自固定资产的增加，其中可供出售金融资产占15.40%，固定资产占79.74%，其他非流动资产占4.33%。

截至2016年底，公司可供出售金融资产为1.35亿元，同比增长350.81%，主要系公司2016年增加对赣州银行股份有限公司、瑞金市瑞德建设发展有限公司和江西红土地酿造股份有限公司的股权投资所致。

截至2016年底，公司固定资产为7.00亿元，较2015年的0.67亿元大幅增长，主要系房屋、建筑物大幅增长所致，公司2016年新增房屋建筑物主要为公司购入房产。

截至2016年底，公司其他非流动资产增长0.38亿元，其中公司作为委托贷款人为瑞金市翔元林业开发有限公司和瑞金市绿溢林业发展有限公司贷款0.08亿元和0.10亿元，剩余0.20亿元为瑞金市西部金一文化创意产业基金。

跟踪期内，公司资产规模快速增长，流动资产占比很高，其中土地资产占比较大，土地抵押占比较高，应收类款项规模偏大，对资金有一定占用，公司资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计46.69亿元，同比增长14.04%，其中实收资本占10.71%，资本公积占78.19%，未分配利润占9.33%。截至2016年底，公司资本公积36.50亿元，同比增长14.55%，来自瑞金市人民政府批准划入公司的财政资金。

跟踪期内，公司所有者权益稳定性尚可。

负债

截至2016年底，公司负债合计38.43亿元，同比增长105.19%，其中流动负债占16.74%，非流动负债占83.26%，公司非流动负债占比较2015年大幅增加。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 6.43 亿元，同比下降 23.62%，其中应交税费占 13.13%，其他应付款占 71.49%，一年内到期的非流动负债占 14.49%。

截至 2016 年底，公司其他应付款为 4.60 亿元，同比增长 12.20%，主要为往来款增长，其中应付瑞金市旅游开发投资有限公司 2.96 亿元，应付瑞金市国有资产经营公司 0.75 亿元，应付江西省惠丛生投资管理有限公司 0.34 亿元，应付江西建工第二建筑有限责任公司 0.04 亿元，应付江西中捷工程建设有限公司 0.04 亿元。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 0.93 亿元，同比下降 74.96%，其中一年内到期的长期借款 0.84 亿元，1 年内到期的其他借款为 0.10 亿元。

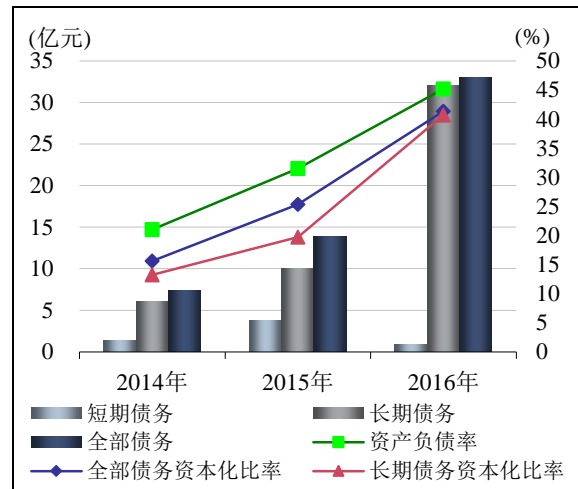
截至 2016 年底，公司非流动负债 32.00 亿元，同比增长 210.45%，其中长期借款占 31.22%，应付债券占 36.84%，其他非流动负债占 31.94%。

截至 2016 年底，公司长期借款为 9.99 亿元，同比增长 38.74%，其中质押借款 3.13 亿元，抵押借款 6.86 亿元。

截至 2016 年底，公司新增应付债券 11.79 亿元，全部为公司发行的“16 瑞金债”。

截至 2016 年底，公司其他非流动负债 10.22 亿元，同比增长 228.95%，其中公司向赣州发展投资控股集团有限责任公司借款金额为 0.41 亿元；公司与民生加银资产管理有限公司签订存单质押式回购合同，借款金额为 2.04 亿元；公司与西省城镇开发投资有限公司签订借款协议借款 0.24 亿元；公司与中航信托股份有限公司签订信托合同借款合计 2.72 亿元；公司获得国开基金投资资金 0.59 亿元；公司获得农发基金投资资金 3.16 亿元；公司与江西省行政事业资产集团有限公司签订借款合同借款 1.00 亿元。上述债务均为有息债务，已调整至长期债务核算。

图 2 近三年公司负债指标情况



资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司有息债务大幅增长，2016 年底公司调整后全部债务 32.93 亿元，同比增长 138.28%，其中短期债务为 0.93 亿元，调整后长期债务为 32.00 亿元，公司长期债务占比大幅增长，受公司债务规模大幅增长影响，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率均大幅增长，由 2015 年的 31.53%、25.36% 和 19.73% 上升至 45.15%、41.36% 和 40.67%，公司债务负担大幅加重。

跟踪期内，公司负债规模快速增长，长期债务占比很高，债务结构合理，公司债务负担大幅加重，但整体仍然处于合理水平。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 4.35 亿元，同比增长 35.81%，公司营业成本为 3.37 亿元，同比增长 35.84%，公司营业利润率略有增长，由 2015 年的 21.77% 上升至 22.21%，公司业务毛利率基本保持稳定。

期间费用方面，2016 年公司期间费用 0.23 亿元，较 2015 年的 0.15 亿元有所增长，主要系财务费用大幅增长，公司期间费用占营业收入的比重为 5.38%，较 2015 年的 4.74% 略有增长，公司期间费用控制水平略有下滑。

2016 年公司营业外收入 0.72 亿元，主要为

收到的政府补助，公司利润总额为1.43亿元，同比增长26.28%，公司利润对政府补助的依赖性较大。

从盈利指标看，2016年公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.65%和2.63%，较2015年的1.86%和2.49%变化较小，公司盈利能力较弱。

总体看，跟踪期内，公司营业收入快速增长，业务毛利率保持平稳，收入构成较为单一，盈利能力较弱，公司利润对政府补助的依赖性较大。

4. 现金流

经营活动方面，2016年公司经营活动现金流入44.73亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为2.22亿元，同比增长14.88%，收到其他与经营活动有关的现金为42.52亿元，同比增长141.61%，主要为公司和其他单位之间的往来款和收到的政府补助；公司经营活动现金流出50.62亿元，其中购买商品、提供劳务支付的现金为12.42亿元，支付其他与经营活动有关的现金为38.11亿元，主要为公司和其他单位之间的往来款；公司经营活动现金流净流出5.89亿元。跟踪期内，公司经营活动现金流净流出规模有所加大。

收入实现方面，2016年，公司现金收入比为50.99%，较2015年的60.27%有所下滑，公司整体收入实现质量较差。

投资活动方面，2016年，公司无投资活动现金流入；投资活动现金流出7.61亿元，其中构建固定资产、无形资产等支付的现金为6.36亿元，投资支付的现金为1.25亿元，主要为公司投资可出售金融资产科目中企业的资金支出；公司投资活动现金流净流出7.61亿元。跟踪期内，公司投资活动现金流净流出规模大幅扩大。

从筹资活动看，2016年，公司筹资活动现金流入27.53亿元，其中吸收投资收到的现金为4.93亿元，主要为公司收到的财政资金，取

得借款收到的现金为10.70亿元，发行债券收到的现金为11.89亿元；公司筹资活动现金流出4.99亿元，其中偿还债务支付的现金为3.74亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为0.98亿元；公司筹资活动现金流净流入22.53亿元。跟踪期内，公司筹资活动现金流净流入规模大幅增长。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流净流出规模加大，投资活动现金流净流出规模大幅增长，筹资活动现金流净流入规模大幅增长，筹资活动后净现金流由流出转为大幅流入。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2016年，公司流动比率和速动比率均大幅增长，由2015年的693.29%和205.38%上升至1186.44%和405.33%；公司经营现金流流动负债比为负值，由2015年的-57.50%下降至-91.53%；2016年底，公司短期债务0.93亿元，公司现金类资产为15.10亿元，其中受限货币资金为4.34亿元，非受限现金类资产为10.76亿元，对短期债务的覆盖能力强。公司短期偿债能力较好。

从长期偿债指标看，2016年，公司EBITDA为1.55亿元，同比增长33.62%，调整后全部债务/EBITDA由2015年的11.89倍上升至21.31倍，公司EBITDA对调整后全部债务的保障能力大幅减弱，但考虑到瑞金市政府对公司的持续支持，公司整体偿债能力一般。

截至2016年底，公司合并口径对外担保总计7.38亿元（不包含公司子公司瑞金市振兴小微企业信用担保有限责任公司正在履行的融资担保余额700.00万元），担保比率15.81%，较2015年底的7.37%大幅增长，被担保企业主要为国有背景企业，公司或有负债风险可控。

截至2016年底，公司共获得授信额度总量39.63亿元，已使用额度为20.96亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

十、存续债券偿债能力分析

1. 公司对存续期债券偿还能力分析

截至跟踪日，联合资信所评公司存续期内债券为“16 瑞金债”，待偿还债券本金为 12 亿元，2016 年公司 EBITDA、经营活动现金流量和经营活动现金流净额分别为 1.55 亿元、44.73 亿元和-5.89 亿元，分别为待偿还债券本金的 0.13 倍、3.73 倍和-0.49 倍；由于“16 瑞金债”设置了分期偿还本金条款，在债券存续期的第 3~7 年按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金，公司 EBITDA、经营活动现金流量和经营活动现金流净额分别为分期偿还本金的 0.64 倍、18.64 倍和-2.45 倍。公司 EBITDA 对分期偿付本金的保障能力偏弱，经营活动现金流量对分期偿付本金的覆盖能力较强，经营活动现金流净额对存续期债券不具有覆盖能力。

2. 担保能力分析

“16 瑞金债”由赣州发展投资控股集团有限责任公司（以下简称“赣州发投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。赣州发投是赣州市最大的投融资主体，承担了赣州市市本级城市基础设施建设职能，是赣州市重要高速公路项目的投融资及建设主体，同时公司借用资源及资金优势发展商品房业务，逐步形成了公司市政建设、高速公路和商品房销售三大板块的业务格局。截至 2016 年底，赣州发投

注册资本 10.00 亿元，赣州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“赣州市国资委”）为赣州发投实际控制人。

政府支持

赣州发投承担了赣州市内城市基础设施建设职能，受到政府在股权划转、土地资产注入、财政补助等方面的大力支持。2015 年，赣州市国资委将赣州市保障性住房建设运营有限公司 100% 股权划拨给赣州发投。财政补助方面，2014~2016 年，赣州发投分别获得财政补助收入 2.30 亿元、3.16 亿元和 3.51 亿元。

经营概况

赣州发投主要从事市政工程及配套设施、安置房及商品房的开发与销售、土地开发、高速公路建设与运营等业务。赣州发投业务稳定发展，已逐步形成了市政工程建设、商品房建设及高速公路运营三大经营板块，2014~2016 年赣州发投收入主要由市政建设项目收入、商品房销售收入和高速公路通行费收入构成。2016 年，公司实现主营业务收入 28.39 亿元，同比增长 14.89%，主营业务毛利率为 31.84%，较 2015 年略有增长，公司主营业务毛利率水平较为稳定。

表 5 2014~2016 年赣州发投主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政建设	10.44	49.89	7.69	14.25	57.66	13.15	15.18	53.47	12.43
高速公路	7.56	36.12	55.19	7.42	30.05	50.61	8.23	28.98	62.22
商品房	1.74	8.33	46.14	1.67	6.77	36.32	1.67	5.87	42.44
其他	1.19	5.66	32.62	1.37	5.53	84.30	3.32	11.69	40.03
合计	20.93	100.00	29.46	24.71	100.00	29.91	28.39	100.00	31.84

资料来源：公司审计报告

注：“其他”中主要为房屋租赁、利息、管理费、担保、销售商品等收入。

财务概况

资产质量方面，2016 年底，赣州发投资产

总额 1119.72 亿元，同比增长 16.13%，其中流动资产占 59.60%，非流动资产占 40.40%，流动

资产占比较 2015 年略有下降；从具体构成科目看，主要由货币资金、其他应收款、存货、长期应收款、固定资产、在建工程和无形资产构成。

所有者权益方面，2016 年底，赣州发投所有者权益合计 548.91 亿元，同比增长 6.42%，其中实收资本占 1.82%、资本公积占 47.81%、少数股东权益占 48.33%，所有者权益结构较 2015 年底变化较小。总体看，赣州发投所有者权益稳定性一般。

负债方面，2016 年底，赣州发投负债合计 570.81 亿元，同比增长 27.29%，其中流动负债占 19.47%，非流动负债占 80.53%，流动负债占比较 2015 年底略有下降，仍以非流动负债为主；公司负债主要由长短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债、应付债券、长期应付款和专项应付款构成。

盈利能力方面，2016 年，赣州发投实现营业收入 30.31 亿元，同比增长 21.13%，营业利润率为 33.82%，较 2015 年的 27.74% 有所增长，主要系高速公路收费业务毛利率有所增长。2016 年赣州发投期间费用为 6.62 亿元，占营业收入的比重为 21.83%，较 2015 年的 26.40% 有所下降，公司期间费用控制能力有所加强；利润总额为 7.67 亿元，营业外收入为 3.57 亿元，其中 3.51 亿元为政府补贴，政府补贴对公司利润贡献较大；2016 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所提升，由 2015 年的 0.89% 和 0.69% 上升至 1.32% 和 1.29%。

现金流方面，2016 年，赣州发投经营活动净现金流为 -1.33 亿元，由 2015 年的流入转为小幅流出；投资活动净现金流为 -57.68 亿元，流出规模大幅提升；筹资活动净现金流为 111.57 亿元，流入规模大幅增长。跟踪期内，赣州发投经营活动净现金流由流入转为流出，筹资活动净现金流流出规模大幅增长，筹资活动净现金流流入大幅增长，公司筹资活动后净现金流由流出转为大幅流入，公司整体现金流较为充裕。2016 年，赣州发投现金收入比为

66.97%，较 2015 年的 56.60% 有所提升，公司收入实现质量有所提高。

偿债能力方面，从短期偿债指标看，2016 年底，公司流动比率和速动比率基本保持 2015 年水平，分别为 600.34% 和 181.52%；公司短期债务为 58.49 亿元，现金类资产为 108.21 亿元，扣除受限货币资金后对短期债务的保障能力依然尚可，赣州发投短期偿债能力尚可。从长期偿债指标看，2016 年，赣州发投 EBITDA 为 18.14 亿元，较 2015 年的 13.60 亿元大幅增长，全部债务/EBITDA 由 2015 年的 26.65 倍下降至 24.63 倍，公司 EBITDA 对债务的保障能力较弱，但考虑到赣州发投所受到的政府支持、未来代建项目的逐步回款，赣州发投整体债务偿还压力尚可。

截至 2016 年底，赣州发投对外担保总额 151.20 亿元，担保比率为 27.55%，公司有一定或有负债风险。

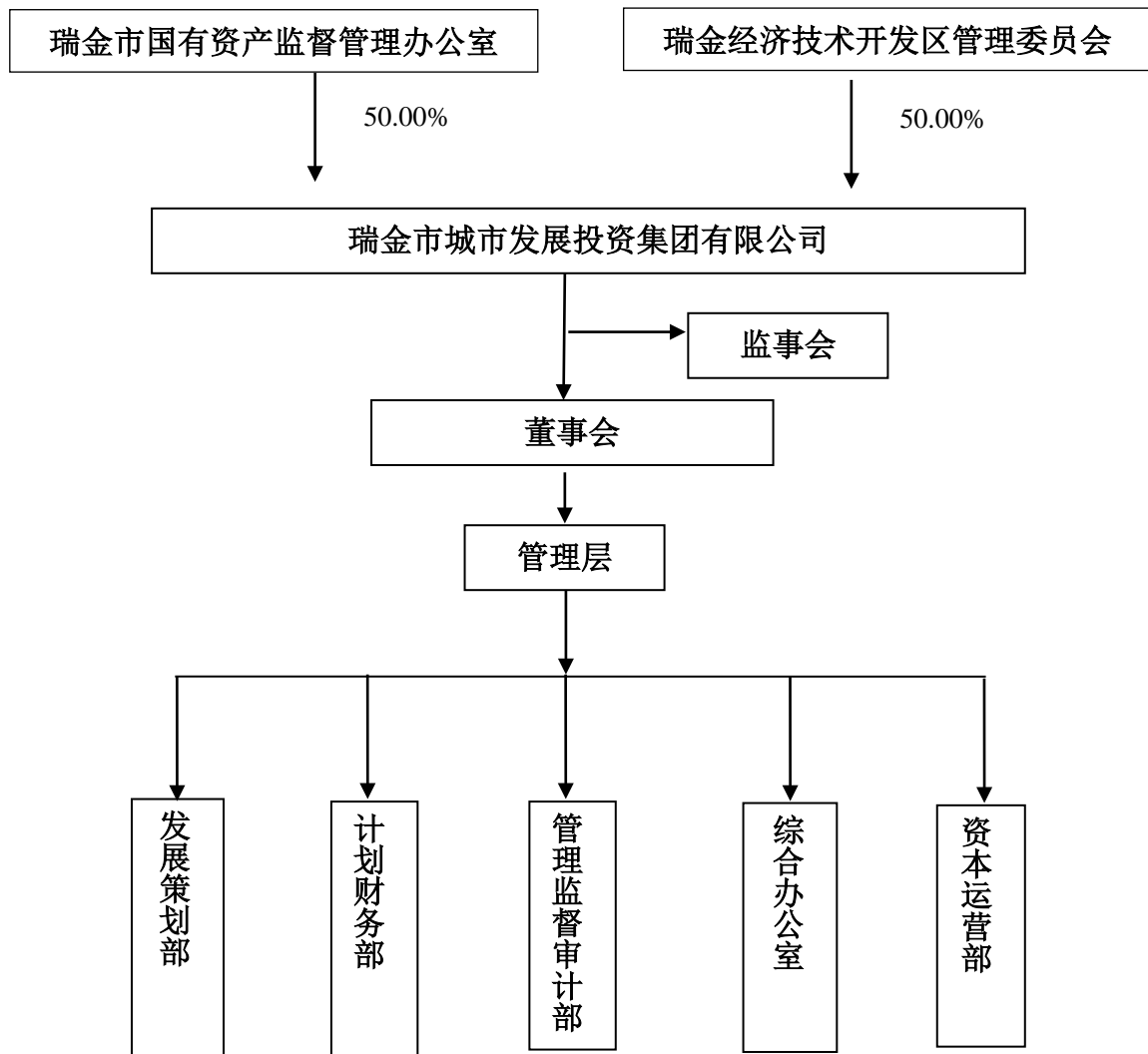
2016 年，赣州发投 EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额分别为“16 瑞金债”本金的 1.51 倍、7.51 倍和 -0.11 倍。赣州发投经营活动现金流入量规模较大，对“16 瑞金债”的覆盖程度较好，EBITDA 对“16 瑞金债”的保障能力尚可。

综上所述，经联合资信评定赣州发投主体长期信用级别为 AA⁺pi，评级展望稳定。赣州发投整体抗风险能力很强，为“16 瑞金债”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“16 瑞金债”的偿付安全性。

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定，并维持“16 瑞金债”的信用等级为 AA⁺。

附件 1 瑞金城投股权结构图及组织结构图



附件 2 瑞金城投主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.18	4.07	15.10
资产总额(亿元)	50.36	59.41	85.12
所有者权益(亿元)	39.78	40.68	46.69
短期债务(亿元)	1.30	3.82	0.93
长期债务(亿元)	4.66	7.20	21.78
调整后长期债务(亿元)	6.07	10.00	32.00
全部债务(亿元)	5.96	11.02	22.71
调整后全部债务(亿元)	7.37	13.82	32.93
营业收入(亿元)	2.85	3.20	4.35
利润总额(亿元)	1.24	1.13	1.43
EBITDA(亿元)	1.27	1.16	1.55
经营性净现金流(亿元)	-0.31	-4.84	-5.89
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.79	2.15	1.35
存货周转次数(次)	0.06	0.06	0.07
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.06
现金收入比(%)	92.96	60.27	50.99
营业利润率(%)	21.53	21.77	22.21
总资本收益率(%)	2.28	1.86	1.65
净资产收益率(%)	2.70	2.49	2.63
长期债务资本化比率(%)	10.48	15.04	31.81
调整后长期债务资本化比率(%)	13.24	19.73	40.67
全部债务资本化比率(%)	13.03	21.32	32.73
调整后全部债务资本化比率(%)	15.63	25.36	41.36
资产负债率(%)	21.02	31.53	45.15
流动比率(%)	1101.42	693.29	1186.44
速动比率(%)	228.81	205.38	405.33
经营现金流动负债比(%)	-6.77	-57.50	-91.53
全部债务/EBITDA(倍)	4.67	9.48	14.70
调整后全部债务/EBITDA(倍)	5.78	11.89	21.31

附件 3 赣州发投主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	34.51	45.75	108.21
资产总额(亿元)	871.72	964.24	1119.72
所有者权益(亿元)	467.98	515.80	548.91
短期债务(亿元)	28.43	45.13	58.49
长期债务(亿元)	281.91	317.36	388.30
全部债务(亿元)	310.34	362.50	446.79
营业收入(亿元)	21.23	25.02	30.31
利润总额(亿元)	2.01	4.54	7.67
EBITDA(亿元)	8.47	13.60	18.14
经营性净现金流(亿元)	-17.89	1.06	-1.33
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.71	2.56	2.11
存货周转次数(次)	0.04	0.04	0.04
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03
现金收入比(%)	96.82	56.60	66.97
营业利润率(%)	27.02	27.74	33.82
总资本收益率(%)	0.64	0.89	1.32
净资产收益率(%)	0.35	0.69	1.29
长期债务资本化比率(%)	37.59	38.09	41.43
全部债务资本化比率(%)	39.87	41.27	44.87
资产负债率(%)	46.32	46.51	50.98
流动比率(%)	626.07	600.81	600.34
速动比率(%)	164.04	152.40	181.52
经营现金流动负债比(%)	-19.86	1.04	-1.20
全部债务/EBITDA(倍)	36.63	26.65	24.63

附件 4 主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
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) ^{1/(n-1)} - 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	
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
债务结构指标	
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	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
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

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 5-1 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 5-2 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 5-3 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。