信用等级公告

联合[2018]1316 号

联合资信评估有限公司通过对瑞金市城市发展投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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^-，维持“16 瑞金债”信用等级为 AA^+,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

瑞金市城市发展投资集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA-
上次主体长期信用等级：AA-

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
16 瑞金债	12.00 亿元	2023/9/6	AA+pi[1]	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	4.07	15.10	23.56
资产总额(亿元)	59.41	85.12	142.24
所有者权益(亿元)	40.68	46.69	57.12
短期债务(亿元)	3.82	0.93	2.39
长期债务(亿元)	7.20	21.78	45.82
全部债务(亿元)	11.02	22.71	48.21
营业收入(亿元)	3.20	4.35	5.05
利润总额(亿元)	1.13	1.43	1.53
EBITDA(亿元)	1.16	1.55	1.87
经营性净现金流(亿元)	-4.84	-5.89	-41.15
营业利润率(%)	21.77	22.21	23.15
净资产收益率(%)	2.49	2.63	2.34
资产负债率(%)	31.53	45.15	59.84
全部债务资本化比率(%)	21.32	32.73	45.77
流动比率(%)	693.29	1186.44	1393.16
经营现金流动负债比(%)	-57.50	-91.53	-440.10
全部债务/EBITDA(倍)	9.48	14.70	25.81

分析师

喻宙宏　朱 煜
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

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，且抵押比率较高，资产流动性偏弱；债务规模大幅上升，债务负担显著加重；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。未来随着瑞金市基础设施建设项目的推进，公司业务有望保持稳步发展。

“16 瑞金债”设置了分期偿还本金条款，同时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”本息偿还的安全性。

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

优势

1. 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，公司继续获得财政补贴和资本金注入等方面的大力支持。
2. 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。

[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

关注

1. 公司资产以土地资产为主，且抵押比率较高，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，公司债务规模大幅上升，债务负担显著加重。

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

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于瑞金市城市发展投资集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，实际控制人仍为瑞金市国资办。截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 5.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2017 年底，公司内设发展策划部、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。

2017 年底，公司资产总额 142.24 亿元，所有者权益 57.12 亿元；2017 年公司实现营业收入 5.05 亿元，利润总额 1.53 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 2018 年 3 月底，联合资信所评“16 瑞金债”尚需偿还债券余额 12.00 亿元，跟踪期内，“16 瑞金债”已按期足额支付债券利息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 瑞金债	12.00	12.00	2016/09/06	7 年

资料来源：联合资信整理

截至 2018 年 3 月底，“16 瑞金债”募投项目瑞金市商贸物流园项目已投资 98145.04 万元，建设进度为 64%；瑞金经济开发区现代电子商务产业园建设项目已投资 39231.96 万元，建设进度为 70%，募集资金已全部使用。募投项目尚未开始产生收入。

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各级政府的高度重视。

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

在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

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

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

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

		相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

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

4. 区域经济环境

公司是瑞金市及瑞金经开区的重要基础设施投资建设主体，瑞金市经济发展状况对公司发展影响较大。

跟踪期内，瑞金市经济持续增长，产业结构有所调整，固定资产投资保持快速增长，公司外部发展环境良好。

根据《瑞金市 2017 年全年经济运行情况》，2017 年瑞金市实现地区生产总值 149.2 亿元，同比增长 11.0%。其中:第一产业增加值 22.8 元，增长 4.4%；第二产业增加值 51.2 亿元，增长 8.9%，其中工业增加值 42.3 亿元，增长 9.4%；第三产业增加值 75.2 亿元，增长 11%。三次产业结构比由去年同期的 13.7:30.6:55.7 变为 15.3:34.3:50.4，产业结构有所调整。2017 年，全市完成固定资产投资 90.1 亿元，同比增长 12.4%，其中，基础设施投资 29.5 亿元，增长 21.2%。分行业看，工业投资大幅增长，完成 37.6 亿元，增长 21.1%。从投资主体看，完成民间投资 49.5 亿元，同比增长 9.1%，占投资总额的 55%。2017 年全市完成房地产开发投资 19.3 亿元，同比增长 22.8%；施工面积 98.5 万㎡，增长 25.2%，其中新开工面积 74.4 万㎡，增长 32.4%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为瑞金市国资办。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管未发生变化，员工整体变化不大。

3. 外部支持

跟踪期内，公司股东支持能力尚可，公司继续获得股东在资本金注入及财政补贴方面的大力支持。

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，公司仍然主要负责承建城市基础设施、保障房等项目；继续受到政府在财政补贴和资本金注入等方面的大力支持。

股东支持能力

2017 年，瑞金市地方可控财力为 58.79 亿

元，同比增长 4.66%。其中一般预算收入 12.40 亿元，同比下降 0.44%，主要系非税收入下降，占可控财力比重为 21.09%；上级补助收入 31.30 亿元，同比增长 20.11%，占可控财力的比重为 53.25%。瑞金市一般预算收入占比仍然较低，全市可控财力对上级补助依赖性依然较大。2017 年瑞金市一般预算支出 50.02 亿元，同比增长 15.5%，财政自给率为 24.79%。瑞金市刚性支出规模依然较大，财政自给能力差，财政对上级补助依赖性大。

截至 2017 年底，瑞金市政府债务余额合计 25.45 亿元，政府债务率为 43.29%，较 2016 年的 31.57%有所上升，政府债务负担仍较轻。

资本金注入

2017 年 9 月，瑞金市人民政府出具“瑞府办函【2017】142 号”和“瑞府办函【2017】143 号”，同意公司及子公司瑞金市红都工业投资开发有限公司将当年收到的财政资金 9.18 亿元转入资本公积。

补贴收入

2017 年，公司获得政府补助 0.86 亿元，较 2016 年的 0.72 亿元有所增长。

4. 企业信用状况

跟踪期内，公司无新增不良信用记录；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10360781000294205），截至 2018 年 5 月 24 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，但存在 31 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。

截至 2018 年 6 月 12 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、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。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务稳步发展，营业收入保持稳步增长，收入结构较2016年变化较小，业务毛利率保持稳定。

2017年，公司实现主营业务收入4.97亿元，同比增长14.31%。其中工程施工业务占比99.42%，较2016年变化较小。

毛利率方面，2017年，公司主营业务毛利率为22.52%，维持2016年水平，工程施工业务毛利率依然为22.00%。

表 3　2016~2017 年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	43179.56	99.34	22.00	49396.43	99.42	22.00
担保费	268.24	0.62	100.00	275.51	0.55	100.00
评审费	18.45	0.04	100.00	15.00	0.03	100.00
合　计	**43466.25**	**100.00**	**22.51**	**49686.93**	**100.00**	**22.52**

资料来源：公司审计报告

2. 经营分析

跟踪期内，公司工程施工业务稳步发展，代建项目投资支出规模大，全年业务回款仍然较差，由于在建项目未来投资支出大，公司未来仍有一定的资金压力。

跟踪期内，公司工程施工业务仍采用代建模式。公司受瑞金市人民政府委托建设基础设施项目，政府每个年度按期间项目建设成本出具项目完工进度确认单，并按照项目建设成本加上项目合理利润（一般项目毛利率为22%）

进行回款，回款一般根据财政预算安排逐期拨付。公司工程施工业务账务处理未发生变化，根据政府出具的项目完工进度确认单确认收入。

2017年公司工程施工业务确认收入4.94亿元，主要为食品产业园项目确认收入1.64亿元、滨江北大道周边及经开区等四个地块棚户区改造项目确认收入1.26亿元、“一江两岸”棚户区改造项目确认收入1.23亿元、经开区及市政工程项目0.81亿元，全年实际收到政府回款1.85亿元。跟踪期内，公司工程施工业务回款依然较差。

2017年底，公司主要在建代建项目情况见下表，项目总投资75.32亿元，已完成投资42.86亿元，项目均已和政府签订了相关代建协议。其中“一江两岸”棚户区改造项目、滨江北大道周边、经开区等四个地块棚户区改造项目、东升危屋八一居委会段棚改项目和一江两岸城市防洪工程等项目均为2017年新建项目，公司2017年代建项目建设支出规模大。公司目前无拟建代建项目，在建代建项目计划投资支出大，未来仍有一定的资金压力。

表4　截至2017年底公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至 2017 年底已投资额
经开区及市政工程	104301.00	65749.81
“一江两岸”棚户区改造项目	255749.00	220810.04
滨江北大道周边、经开区等四个地块棚户区改造项目	144700.00	52803.76
东升街棚改项目	4916.04	20.21
金都大道棚改项目	2241.48	11.49
白屋子棚改项目	6400.58	1.92
一江两岸城市防洪工程	39600.00	5681.07
贫困村基础设施建设项目	29800.00	4687.16
东升危屋八一居委会段棚改项目	88761.00	70853.21
经开区胜利大道行政服务中心	7200.00	4444.01
经开区小学及幼儿园安置区	166.80	0.47
沙洲坝禾坪岗安置区	318.00	4.28
经开区市政道路及配套	17655.49	54.67
经开区珠宝产业园土方工程	924.00	47.79
城市水利防洪工程	39593.00	1633.77
九堡镇清溪水库及渠系配套工程	8833.43	1018.60
山岐电站扶贫试点项目工程	542.23	364.22
兰湖等 10 座小（二）型水库除险加固工程	1255.22	349.69
瑞金宾馆橡胶坝改造工程	263.10	108.00
合计	**753220.37**	**428644.17**

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。2017 年公司实现担保费收入 275.51 万元，截至 2017 年底，小微担保公司对外担保金额为 400.00 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，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，公司也在积极拓展担保业务。此外，截至 2018 年 3 月底，瑞金市商贸物流园项目已投资 9.81 亿元，建设进度为 64%，瑞金经济开发区现代电子商务产业园建设项目已投资 3.92 亿元，建设进度为 70%，未来项目完工后公司将开始产生园区租赁收入和销售收入。公司业务有望保持稳步发展。

八、财务分析

公司提供了 2017 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意见的审计结论。2017 年，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，随着公司业务扩张，公司资产规模大幅增长。其中应收类款项规模较大，对资金有一定占用，存货占比很高，受限资产规模大，公司资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 142.24 亿元，同比增长 67.11%，主要系货币资金、存货和可供出售金融资产增长，资产结构较 2016 年底变化较小。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.10	17.74	23.56	16.56
应收账款	4.33	5.09	7.57	5.32
其他应收款	6.65	7.81	6.21	4.37
存货	50.26	59.05	92.93	65.33
流动资产	**76.34**	**89.68**	**130.27**	**91.58**
非流动资产	**8.78**	**10.32**	**11.97**	**8.42**
资产总额	**85.12**	**100.00**	**142.24**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 130.27 亿元，同比增长 70.65%，流动资产结构较 2016 年底变化不大。2017 年底，公司货币资金 23.56 亿元，同比增长 56.03%，其中受限资金 4.94 亿元；公司应收账款 7.57 亿元，同比增长 74.91%，全部为应收瑞金市财政局款项；公司其他应收款 6.21 亿元，同比下降 6.69%，其中应收瑞金市财政局 2.49 亿元、瑞金市建设工程管理有限公司 0.58 亿元、瑞金市国有资产监督管理办公室 0.53 亿元；公司存货 92.93 亿元，同比增长 84.91%，主要系代建项目开发成本大幅增长所致，其中 9.60 亿元土地已用于抵质押。

2017 年底，公司非流动资产 11.97 亿元，同比增长 36.34%。2017 年底，公司可供出售金融资产 2.35 亿元，同比增长 73.41%，系公司对珠海横琴瑞泽禾丰投资合伙企业（有限合伙）、瑞金长运交通有限公司等企业的股权投资；公司固定资产 6.96 亿元，同比下降 0.66%，其中房屋及建筑物账面价值 6.94 亿元；公司在建工程新增 1.12 亿元，全部为光伏扶贫电站项目建设支出；公司其他非流动资产 1.23 亿元，同比增长 223.68%，增长部分主要为国家开发银行的油茶政策性贷款（国家开发银行将油茶产业精准扶贫资金通过公司贷给瑞金市油茶产业相关企业）。

2. 资本结构

跟踪期内，随着瑞金市政府对公司的注资，公司所有者权益有所增长；为满足代建项目大规模的建设支出，公司债务规模大幅增长，债

务负担上升。

2017 年底，公司所有者权益合计 57.12 亿元，同比增长 22.36%，所有者权益结构较 2016 年底变化较小。2017 年底，公司资本公积 45.69 亿元，同比增长 25.17%，主要系瑞金市人民政府出具相关文件同意公司将收到的 9.18 亿元财政资金转入资本公积。公司所有者权益稳定性仍然较好。

2017 年底，公司负债合计 85.12 亿元，同比增长 121.48%，主要系长期借款及其他非流动负债大幅增长所致，非流动负债占比有所增长。

表6 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	4.60	11.97	5.09	5.98
一年内到期的非流动负债	0.93	2.42	2.39	2.81
流动负债	**6.43**	**16.74**	**9.35**	**10.99**
长期借款	9.99	26.00	33.99	39.93
应付债券	11.79	30.68	11.83	13.90
其他非流动负债	10.22	26.59	29.95	35.19
非流动负债	**32.00**	**83.26**	**75.77**	**89.01**
负债总额	**38.43**	**100.00**	**85.12**	**100.00**
实收资本	5.00	10.71	5.00	8.75
资本公积	36.50	78.18	45.69	79.99
未分配利润	4.35	9.32	5.48	9.59
所有者权益合计	**46.69**	**100.00**	**57.12**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 9.35 亿元，同比增长 45.33%，主要系一年内到期的非流动负债增长。2017 年底，公司其他应付款 5.09 亿元，同比增长 10.67%，主要系应付瑞金市长业建设有限公司增长 0.40 亿元；公司一年内到期的非流动负债 2.39 亿元，其中 1 年内到期的长期借款 2.29 亿元。2017 年底，公司非流动负债 75.77 亿元，同比增长 136.79%；公司长期借款 33.99 亿元，同比增长 240.26%，其中质押借款 26.31 亿元、抵押借款 4.70 亿元、信用借款 2.98 亿元；公司应付债券 11.83 亿元，为“16 瑞金债”；公司其他非流动负债 29.95 亿元，同比增长 193.06%，增长部分主要为信托贷款及其他借款，由于这部分负债为有息债务，已调入调整后全部债务核算。

2017 年底，公司调整后全部债务 78.16 亿元，同比增长 137.34%，其中短期债务占 3.06%、调整后长期债务占 96.94%。随着公司有息债务规模的大幅增长，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分别上升至 59.58%、57.77%和 57.01%。公司债务负担显著上升，长期债务占比高。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，营业利润率保持稳定；公司盈利能力仍然较弱，利润总额对政府补助依赖性依然较大。

2017年，公司实现营业收入5.05亿元，同比增长16.21%，营业成本同比增长14.40%，公司营业利润率为23.15%，较2016年略有增长。

期间费用方面，2017年公司期间费用0.45亿元，较2016年的0.23亿元大幅增长，主要为管理费用增长。公司期间费用占营业收入的比重为8.94%，较2016年的5.38%有所增长，主要系2016年新增的固定资产于2017年开始计提折旧导致管理费用大幅增长所致，公司期间费用控制能力尚可。

2017年公司其他收益0.86亿元，全部为公

司收到的政府补助。公司利润总额1.53亿元，同比增长6.90%，利润对政府补助的依赖性依然较大。

从盈利指标看，公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为1.07%和2.34%，较2016年有所下降，公司盈利能力仍然较弱。

4．现金流

跟踪期内，公司代建项目投资支出大幅增长，使得公司经营活动现金流净流出规模大幅扩大，为平衡建设支出，公司对外融资规模大幅增长，筹资活动现金流大幅净流入。考虑到公司在建项目未来投资支出较大，公司仍有一定的融资压力。

经营活动方面，2017 年公司经营活动现金流入 49.96 亿元。其中销售商品、提供劳务收到的现金为 2.41 亿元，主要为代建项目政府回款；收到其他与经营活动有关的现金为 47.55 亿元，主要来收到的与其他单位之间的往来款和政府补助。公司经营活动现金流出 91.12 亿元。其中购买商品、接受劳务支付的现金为 47.62 亿元，同比增长 283.55%，主要为代建项目建设支出；公司支付其他与经营活动有关的现金为 43.40 亿元，主要为公司和其他单位之间的往来款。由于 2017 年代建项目建设支出的大幅增长，公司经营活动现金流净流出规模大幅增长至 41.15 亿元。

收入实现方面，2017 年公司现金收入比为 47.78%，较 2016 年进一步下降，公司收入实现质量依然较差。

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出 11.00 亿元。其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 1.25 亿元、投资支付的现金 9.75 亿元（主要为公司对外股权投资支出及对子公司的注资）。2017 年公司投资活动现金流净流出 10.87 亿元。

筹资活动方面，2017 年公司筹资活动现金流入规模大幅增长至 65.83 亿元。其中吸收投资收到的现金 8.03 亿元，主要为子公司收到公司的注资款，由于审计未与投资支付的现金进行抵消使得此科目现金流入规模较大；取得借款收到的现金 48.62 亿元；收到其他与筹资活动有关的现金为 9.18 亿元，主要为公司收到的财政性资金。2017 年公司筹资活动现金流出 6.22 亿元，主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。公司 2017 年筹资活动现金流净流入 59.61 亿元。

5．偿债能力

公司短期偿债能力强，由于有息债务规模大幅增长，长期偿债压力加大，考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险较小。

2017 年底，公司流动比率和速动比率有所分化，流动比率上升至 1393.16%，速动比率下降至 399.31%；公司经营现金流净额持续为负，对公司流动负债无覆盖能力；公司现金类资产 23.56 亿元，扣除受限货币资金 4.94 亿元，公司非受限现金类资产为 18.62 亿元，短期债务为 2.39 亿元，公司短期偿债能力强。

2017 年公司 EBITDA 为 1.87 亿元，由于有息债务规模大幅增长，调整后全部债务/EBITDA 由 2016 年的 21.31 倍增长至 41.84 倍，公司长期偿债能力指标很弱，但考虑到股东对公司的支持力度依然较大，公司整体偿债风险较小。

2017 年底，公司获得银行授信总额 69.29 亿元，已使用授信额度 66.77 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

2017 年底，公司对外担保余额合计 3.77 亿元，被担保企业为瑞金市旅游开发投资有限公司（瑞金市国有企业），公司或有债务风险小。

九、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2018年3月底，公司存续债券余额12.00亿元，无一年内到期的应付债券，存续债券的短期偿债压力较小，未来集中偿债压力较小。

截至2017年底，公司无一年内到期兑付债券，2019~2023年每年存续债券待偿本金为2.40亿元。2017年底，公司现金类资产23.56亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为49.96亿元、-41.15亿元和1.87亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表7　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	2.40
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	20.82
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-17.15
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.78

资料来源：联合资信整理

总体看，公司存续债券的短期偿债压力较小，未来集中偿债压力较小。

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 2017 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”）持股 100%，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。2017 年，赣州市国资委将赣州城市开发投资集团有限责任公司（以下简称“赣州城开投”）剩余 60%股权划入赣州发投，赣州发投资本公积大幅增长 242.64 亿元，少数股东权益大幅下降，由于赣州市国资委授权批准赣州发投对赣州城开投行使母公司职责，赣州发投 2009 年底就开始将赣州城开投纳入合并范围，赣州发投 2017 年合并范围实际未发生变化，其所有者权益变动较小。财政补助方面，2017 年，赣州发投收到与企业日常活动相关的政府补助 4.57 亿元。跟踪期内，赣州发投继续获得政府在股权划转及财政补助等方面的大力支持。

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，2017 年赣州发投收入仍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。2017 年，赣州发投实现营业收入 33.50 亿元，同比增长 10.52%，整体业务毛利率为 36.54%，较 2016 年略有增长，公司业务毛利率水平基本保持稳定。

表 8　2016~2017 年赣州发投营业收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政建设	15.18	50.09	12.43	15.62	46.62	12.50
高速公路	8.23	27.14	62.22	7.00	20.88	55.11
商品房	1.67	5.50	42.44	1.24	3.70	56.07
其他	5.24	17.28	60.69	9.65	28.80	59.54
合　计	**30.31**	**100.00**	**35.93**	**33.50**	**100.00**	**36.54**

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。

资料来源：公司提供

财务概况

资产质量方面，2017 年底，赣州发投资产总额 1417.65 亿元，同比增长 26.61%，主要系存货、长期应收款和固定资产大幅增长所致。其中流动资产占 59.84%、非流动资产占 40.16%，资产结构较 2016 年底变化较小。

所有者权益方面，2017 年底，赣州发投所有者权益合计 572.07 亿元，同比增长 4.22%，所有者权益规模略有增长，但权益结构变化较大。其中实收资本占 1.75%、资本公积占 88.28%、未分配利润占 3.52%、少数股东权益占 6.27%。公司资本公积占比较 2016 年的 47.81%大幅增长，少数股东权益占比较 2016 年的 48.33%大幅下降，主要系赣州发投持有赣州城开投的股权由 40%上升为 100%所致。2017 年，赣州发投所有者权益稳定性有所提升。

负债方面，2017 年底，赣州发投负债合计 845.58 亿元，同比增长 48.14%，主要系一年内到期的非流动负债、长期借款、长期应付款和专项应付款大幅增长所致。其中流动负债占 18.09%、非流动负债占 81.91%，债务结构较 2016 年底变化较小。

盈利能力方面，2017 年，赣州发投实现营业收入 33.50 亿元，同比增长 10.55%，营业利润率为 35.23%，较 2016 年略有增长；政府补助收入为 4.57 亿元，利润总额 9.73 亿元，政府补助对赣州发投利润贡献较大；赣州发投总资本收益率和净资产收益率较 2016 年变化较小，分别为 1.31%和 1.48%。

现金流方面，2017 年，由于收到其他与经营活动有关的现金大幅增长，赣州发投经营活动现金流由 2016 年的小幅流出转为净流入 4.27 亿元；投资活动现金流入规模较小，现金流出 89.47 亿元，其中投资支付的现金 68.49 亿元（主要为公司对外股权投资支出和委托贷款支出），赣州发投投资活动现金流净流出 72.98 亿元，较 2016 年流出规模加大；筹资活动现金流入及流出规模均大幅增长，筹资活动现金流入 314.27 亿元，主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出 181.37 亿元，主要为偿还债务本息支付的资金。2017 年，赣州发投筹资活动后现金流仍然保持净流入。2017 年，赣州发投现金收入比为 58.13%，较 2016 年的 66.97%有所下降，收入实现质量仍偏差。

偿债能力方面，从短期偿债指标看，2017 年底，赣州发投流动比率和速动比率基本保持 2016 年底水平，分别为 554.60%和 174.20%；赣州发投短期债务为 104.22 亿元，现金类资产为 182.36 亿元，现金类资产对短期债务的保障能力尚可。赣州发投短期偿债能力尚可。从长期偿债指标看，2017 年，赣州发投 EBITDA 为 21.11 亿元，较 2016 年的 18.14 亿元有所增长，全部债务/EBITDA 由 2016 年的 24.63 倍增长至 29.59 倍，赣州发投长期偿债指标较弱，但考虑到政府对赣州发投的持续支持，赣州发投整体偿债能力较强。

截至 2017 年底，赣州发投对外担保总额 35.98 亿元，担保比率为 6.29%，被担保企业主要为公司等国有企业，赣州发投或有负债风险较低；赣州发投获得银行授信额度合计 557.21 亿元，已使用 508.01 亿元，赣州发投间接融资渠道较为畅通。

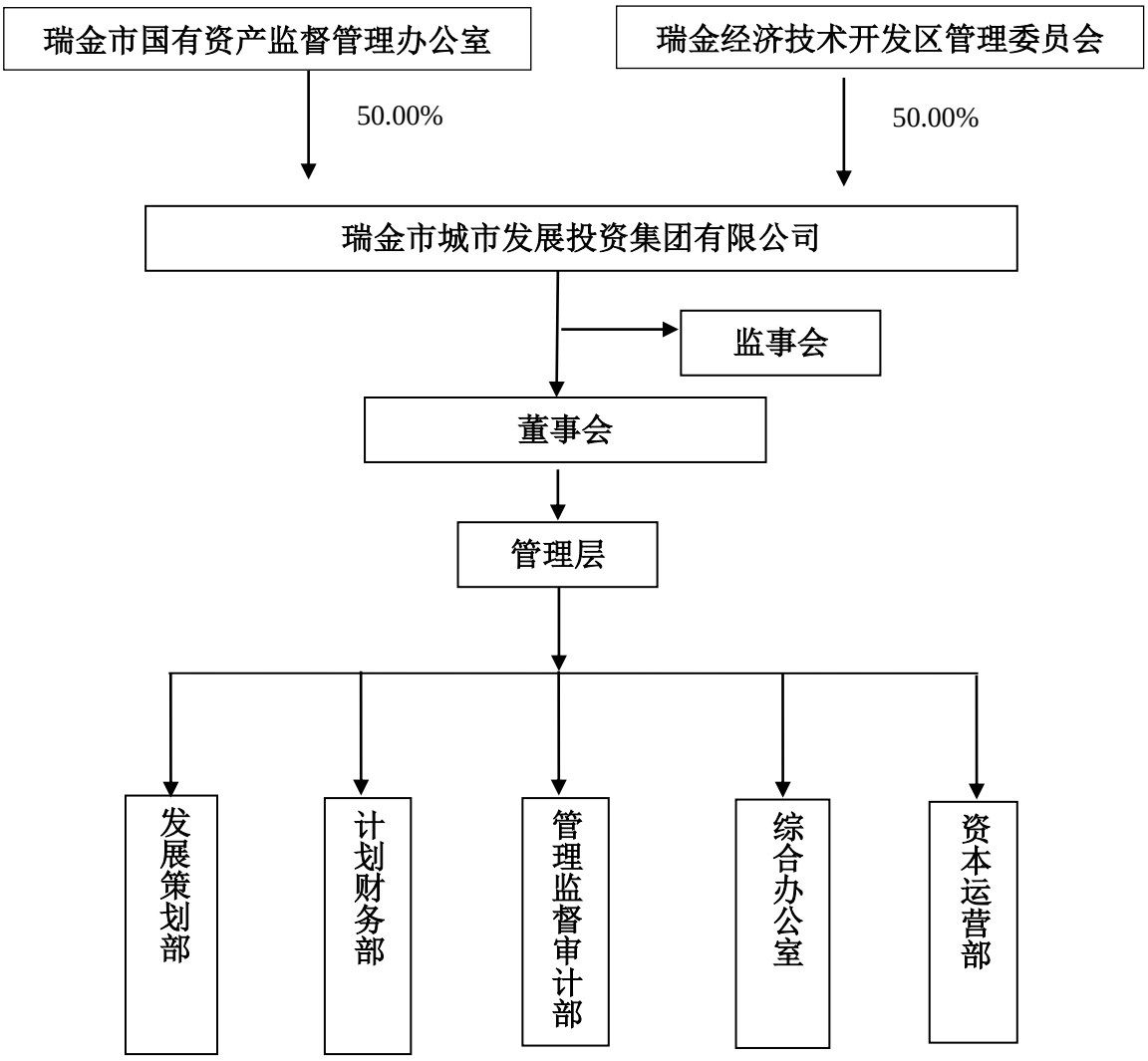
2017 年，赣州发投 EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额分别为“16 瑞金债”本金的 1.76 倍、14.57 倍和 0.36 倍。赣州发投经营活动现金流入量规模较大，对“16 瑞金债”的覆盖程度强，EBITDA 对“16 瑞金债”的保障能力尚可。

综上所述，联合资信评定赣州发投主体长期信用等级为 AA^{+}pi，评级展望稳定。

十、 结论

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

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	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.07	15.10	23.56
资产总额(亿元)	59.41	85.12	142.24
所有者权益(亿元)	40.68	46.69	57.12
短期债务(亿元)	3.82	0.93	2.39
长期债务(亿元)	7.20	21.78	45.82
调整后长期债务(亿元)	10.00	32.00	75.77
全部债务(亿元)	11.02	22.71	48.21
调整后全部债务(亿元)	13.82	32.93	78.16
营业收入(亿元)	3.20	4.35	5.05
利润总额(亿元)	1.13	1.43	1.53
EBITDA(亿元)	1.16	1.55	1.87
经营性净现金流(亿元)	-4.84	-5.89	-41.15
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.15	1.35	0.85
存货周转次数(次)	0.06	0.07	0.05
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.04
现金收入比(%)	60.27	50.99	47.78
营业利润率(%)	21.77	22.21	23.15
调整后总资本收益率(%)	1.86	1.65	1.07
净资产收益率(%)	2.49	2.63	2.34
长期债务资本化比率(%)	15.04	31.81	44.51
调整后长期债务资本化比率(%)	19.73	40.67	57.01
全部债务资本化比率(%)	21.32	32.73	45.77
调整后全部债务资本化比率(%)	25.36	41.36	57.77
资产负债率(%)	31.53	45.15	59.84
流动比率(%)	693.29	1186.44	1393.16
速动比率(%)	205.38	405.33	399.31
经营现金流动负债比(%)	-57.50	-91.53	-440.10
全部债务/EBITDA(倍)	9.48	14.70	25.81
调整后全部债务/EBITDA(倍)	11.89	21.31	41.84

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息债务；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 3　赣州发投主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	45.75	108.21	182.36
资产总额(亿元)	964.24	1119.72	1417.65
所有者权益(亿元)	515.80	548.91	572.07
短期债务(亿元)	45.13	58.49	104.22
长期债务(亿元)	317.36	388.30	520.44
全部债务(亿元)	362.50	446.79	624.65
营业收入(亿元)	25.02	30.31	33.50
利润总额(亿元)	4.54	7.67	5.16
EBITDA(亿元)	13.60	18.14	21.11
经营性净现金流(亿元)	1.06	-1.33	4.27
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.56	2.11	2.79
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(%)	56.60	66.97	58.13
营业利润率(%)	27.74	33.82	35.23
总资本收益率(%)	0.89	1.32	1.31
净资产收益率(%)	0.69	1.29	1.48
长期债务资本化比率(%)	38.09	41.43	47.64
全部债务资本化比率(%)	41.27	44.87	52.20
资产负债率(%)	46.51	50.98	59.65
流动比率(%)	600.81	600.34	554.60
速动比率(%)	152.40	181.52	174.20
经营现金流动负债比(%)	1.04	-1.20	2.79
全部债务/EBITDA(倍)	26.65	24.63	29.59

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。