信用评级公告

联合〔2021〕4261 号

联合资信评估股份有限公司通过对上饶市广信城投集团有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持上饶市广信城投集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“18 上饶县城投债/18 上饶县”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

上饶市广信城投集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
18 上饶县城投债/18 上饶县	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 上饶县城投债/18 上饶县	15.00 亿元	15.00 亿元	2025/07/24

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

上饶市广信城投集团有限公司（以下简称“公司”）是江西省上饶市广信区重要的基础设施建设和国有资产运营主体。跟踪期内，上饶市广信区经济与财政实力稳步发展，公司在财政补贴方面持续获得政府支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性较弱、在建和拟建项目尚需投资规模较大等因素可能对公司信用水平产生的不利影响。

“18 上饶县城投债/18 上饶县”设置本金分期偿还条款，可有效降低公司的集中偿付压力。

随着上饶市广信区经济稳步发展，在建及拟建项目的不断推进，公司收入规模有望增长。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“18 上饶县城投债/18 上饶县”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **经营环境良好。**跟踪期内，上饶市广信区经济及财力稳步发展，2020 年广信区实现一般公共预算收入 16.88 亿元。
2. **持续获得政府支持。**公司是上饶市广信区重要的基础设施建设和国有资产运营主体，跟踪期内公司获得广信区财政局拨付的基础设施建设补贴 2.70 亿元。
3. “18 上饶县城投债/18 上饶县”设置了本金分期还款安排，可有效降低公司的资金集中偿付压力。

分析师：兰 雅 章 进

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

关注

1. **资产质量一般。**公司应收类款项规模大，对资金占用明显；存货变现时间受政府结算进度影响存在一定不确定性，公司资产流动性较弱，资产质量一般。
2. **存在较大的投融资压力。**跟踪期内，公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来存在较大外部融资压力。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	24.39	14.78	20.76
资产总额（亿元）	242.49	254.90	287.79
所有者权益（亿元）	111.67	112.24	132.08
短期债务（亿元）	7.51	14.08	21.14
长期债务（亿元）	100.14	100.26	101.38
全部债务（亿元）	107.65	114.34	122.52
营业收入（亿元）	11.91	12.48	10.92
利润总额（亿元）	2.41	2.83	2.64
EBITDA(亿元)	4.07	5.00	4.89
经营性净现金流（亿元）	-22.13	-7.17	3.82
现金收入比（%）	118.01	105.69	45.10
营业利润率（%）	15.30	17.80	17.64
净资产收益率(%)	2.04	2.10	1.63
资产负债率(%)	53.95	55.97	54.10
全部债务资本化比率(%)	49.08	50.46	48.12
流动比率(%)	607.24	466.59	385.43
速动比率(%)	158.47	104.46	100.37
经营现金流动负债比(%)	-73.32	-17.17	7.13
现金短期债务比(倍)	3.25	1.05	0.98
EBITDA 利息倍数(倍)	0.75	0.71	0.79
全部债务/EBITDA(倍)	26.42	22.87	25.03
公司本部			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额(亿元)	215.95	225.87	266.17
所有者权益(亿元)	109.86	107.15	127.36
全部债务(亿元)	16.03	16.05	15.72
营业收入(亿元)	6.20	7.85	5.37
利润总额(亿元)	2.57	3.85	2.87
资产负债率(%)	49.13	52.56	52.15
全部债务资本化比率(%)	12.73	13.03	10.99
流动比率(%)	168.02	161.67	149.71
经营现金流动负债比(%)	-11.18	-6.68	-1.63

注：长期应付款中有息部分已调整至长期债务计算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 上饶县城投债/18 上饶县	AA	AA	稳定	2020/06/23	张依章进	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
18 上饶县城投债/18 上饶县	AA	AA	稳定	2018/07/02	文中张依马颖	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年）城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由上饶市广信城投集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

上饶市广信城投集团有限公司2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于上饶市广信城投集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构以及经营范围未发生变化。截至2020年底，公司注册资本和实收资本均为2.12亿元，上饶市广信区国有资产监督管理办公室（以下简称“广信区国资办”）持股25.51%、通过上饶市广信投资集团有限公司（以下简称“广信投资集团”）持股68.69%，国开发展基金有限公司持股3.93%和中国农发重点建设基金有限公司持股1.87%，公司实际控制人为广信区国资办。

截至2020年底，公司本部内设综合部、融资部、资产管理部、工程部、社会事业部和财务部共11个职能部门（见附件1-2）；拥有纳入合并范围子公司26家（见附件1-3）。

截至2020年底，公司资产总额287.79亿元，所有者权益132.08亿元（含少数股东权益0.03亿元）；2020年，公司实现营业收入10.92亿元，利润总额2.64亿元。

公司住所：江西省上饶市广信区惟义路122号；法定代表人：谢军山。

三、存续债券及其募集资金使用情况

截至跟踪评级报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券为“18上饶县城投债/18上饶县”。跟踪期内，公司已按时足额偿付债券的当期利息。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债项简称	余额	起息日	期限	票面利率
18上饶县城投债/18上饶县	15.00	2018/07/24	7	7.95

资料来源：联合资信整理

截至2020年底，“18上饶县城投债/18上饶县”募集资金已按计划使用完毕。募集资金投资项目使用情况如下：

表2　截至2020年底存续债券募投项目资金使用情况（单位：亿元、%）

项　目	计划总投资	项目开工时间	工程进度	截至2020年底已投资金额	拟使用募集资金规模	募集资金实际使用情况	预计完工时间
老县委片区城中村改造建设项目	8.10	2018年	72.22	5.85	5.50	5.50	2021年
城北片区城中村建设项目	7.42	2018年	74.39	5.52	5.00	5.00	2021年
补充营运资金	--	--	--	4.50	4.50	4.50	--
合计	**--**	**--**	**--**	**15.87**	**15.00**	**15.00**	**--**

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00% ，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 3　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的

核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消

费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 4　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府

			隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，广信区整体经济和财力稳步发展，公司发展的外部环境良好。

广信区位于江西省东北部，为上饶市下辖县级行政区，下辖 3 个街道、11 个镇、10 个乡，总面积 2240 平方千米。

根据上饶市统计信息网数据，2020年，广信区房地产开发完成投资22.02亿元，同比增长7.2%；商品房销售面积925771平方米，同比增长0.1%。广信区社会消费品零售总额139.8亿元，同比增长2.5%。

根据《关于上饶市广信区2020年预算执行情况与2021年预算草案的报告》，2020年，广信区一般公共预算收入16.88亿元，同比下降1%，其中税收收入13.53亿元，同比增长3.1%，税收收入占一般公共预算收入比重为80.15%；广信区一般公共预算支出54.67亿元，财政自给率为30.88%。2020年，广信区政府性基金收入43.01亿元，其中国有土地使用权出让收入40.60亿元。截至2020年底，广信区政府债务余额42.99亿元，其中一般债务余额20.79亿元，专项债务余额22.20亿元。

根据上饶统计信息网数据，2021年一季度，广信区实现地区生产总值为75.6亿元，同比增长18.2%，两年平均增长9.0%。其中，第一产业增加值为3.8亿元，同比增长8.0%，两年平均增长3.9%；第二产业增加值为38.7亿元，同比增长22.6%，两年平均增长8.9%；第三产业增加值为33.1亿元，同比增长15.2%，两年平均增长7.6%。固定资产投资同比增长28.0%。2021年一季度，广信区完成财政总收入15.15亿元，增长22.3%。

六、基础素质分析

公司是上饶市广信区重要的基础设施建设和国有资产运营主体，跟踪期内持续得到当地政府在财政补贴方面的大力支持。

1. 股权状况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至2020年底，公司注册资本和实收资本均为2.12亿元。

2. 规模和竞争力

公司是上饶市广信区重要的基础设施建设和国有资产运营主体，除公司外，上饶市广信区基础设施建设平台还包括上饶市广信旅游发展集团有限责任公司（以下简称“广信旅游”）和上饶市广信工业投资发展集团有限公司（以下简称“广信工投”），其中广信旅游负责广信区旅游基础设施建设及开发运营业务，广信工投负责广信区房地产开发、工程建设和矿产资源开采等业务，两家公司规模均较小。公司、广信旅游和广信工投的股东均为广信投资集团，广信投资集团是上饶市广信区最重要的资产经营和建设开发实施主体，公司依托股东背景，在上饶市广信区城市基础设施建设行业具有重要地位。总体看，各公司业务范围分工明确，不存在明显的竞争关系。

3. 外部支持

2020 年，上饶市广信区财政局拨付公司基础设施建设财政补贴 2.70 亿元，计入“其他收益”。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自助查询版）（统一社会信用代码为91361121781456261N），截至 2021 年 5 月 27 日，公司存在 14 笔已结清关注类信贷记录，根据上饶银行股份有限公司和国家开发银行股份有限公司出具的说明，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；公司无未结清的不良及关注类信贷信息记录。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：913206007876599911），截至2021年5月7日，上饶市广信区恒利轩投资发展有限公司（以下简称“恒利轩公司”）无未结清和已结清关注及不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

截至2021年6月1日，未发现公司本部、恒利轩公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2021 年 5 月，公司发布公告，根据公司股东会决议，免去刘昌福董事长、法定代表人职务，免去周晓建、郑晓华董事职务，任命谢军山为董事长、法定代表人，王友明、吴在亮为董事，任命张小斌为监事会主席，陈丙青、颜纯楠、郭朝文为监事。

谢军山先生，1967 年出生，研究生学历，历任江西省上饶县国土局征费股股长、江西省上饶县委台湾工作办公室主任、江西省上饶县城南新区建设管委会党工委书记；目前担任公司董事长、法定代表人。

上述人事调整对公司经营管理的影响不大，除上述变动外，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来自于工程施工、土地开发整理和房屋租赁业务。2020 年，公司营业收入和综合毛利率同比均有所下降。

2020年，公司实现营业收入10.92亿元，同比下降12.45%，主要源于工程施工业务收入的下降；工程施工业务和土地开发整理业务是公司主要的收入来源，合计占收入比重为89.02%。2020年，公司工程施工业务收入5.36亿元，同比下降30.87%，主要系当年结转收入减少所致；公司土地开发整理业务收入4.37亿元，同比增长30.74%，主要系本年度完成城南片区茶亭镇片区项目并确认收入；房屋租赁收入1.07亿元，同比变化不大。公司其他业务收入来自商品销售、融资租赁收入等，收入规模较小。

2020 年，公司综合毛利率较 2019 年下降 0.57 个百分点至 19.22%。其中，工程施工业务毛利率 7.79%，同比有所下降；土地开发整理业务毛利率为 12.71%，较为稳定。

表 5　公司营业收入和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	77494.19	62.11	10.19	53575.05	49.05	7.79
土地开发整理	33388.68	26.76	12.69	43652.19	39.97	12.71
房屋租赁	10593.20	8.49	99.45	10653.74	9.75	100.00
其他业务	3283.38	2.63	61.52	1344.86	1.23	45.69
合计	**124759.45**	**100.00**	**19.79**	**109225.84**	**100.00**	**19.22**

注：其他业务主要包括商品销售、融资租赁等
资料来源：公司提供

2．业务经营分析

（1）工程施工业务

公司工程施工业务采用委托代建模式，根据代建工程成本加成15%确认收入。跟踪期内，公司工程施工收入有所下降。

公司作为上饶市广信区重要的基础设施投资建设主体，近年承担了上饶市广信区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。工程施工业务运营主体为公司本部、恒利轩公司和江西西城建设工程有限公司等。

根据公司与上饶市广信区人民政府签订的《项目委托代建合同》，公司负责项目投资建设，项目竣工决算后进行移交，委托代建价款由代建工程成本和投资回报收益构成，其中代建工程成本包括政府补偿、安置费用、工程资金及必要的融资成本，投资回报收益按代建工程成本15%确认。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，公司收到的资金体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”。

2020年，公司确认工程施工业务收入5.36亿元，主要来自云谷田园综合体、济腰自来水厂和灵山大道省道S203郑五线二、三标段工程、等，已全部回款。

（2）土地开发整理业务

公司土地开发整理业务模式和工程施工一致，跟踪期内，公司土地开发整理收入有所增长。

土地开发整理业务实施主体为公司本部、上饶县卓昌建设发展有限公司、上饶市广信区哲砺建设发展有限公司等。根据公司与上饶市广信区人民政府签订的《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》，公司利用自有资金或通过外部融资负责土地的征迁、平整工作，并进行土地开发的配套道路、管网等市政设施的建设，使土地达到可供出让条件，完成后移交至上饶市广信区土地收购储备中心（以下简称“土储中心”）。

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，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开发整理项目集中在旭日片区、城南片区和茶亭镇片区等，2020年公司确认土地开发整理收入4.37亿元，同比增长30.74%，收入主要来自城南片区茶亭镇片区项目土地整理项目，已收到回款2.06亿元。

（3）其他业务

公司其他业务包括房屋租赁、商品销售、融资租赁等。2020年，公司实现房屋租赁收入1.07亿元；截至2020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%，平均单位租金428.85元/平方米/年。2020年，公司实现商品销售收入31.39万元，同比大幅下降92.08%，主要系公司整体发展方向的调整，决定逐步退出萤石粉销售业务。2020年，公司新增融资租赁业务，由子公司浙江惠通融资租赁有限公司开展，业务模式主要通过售后回租的服务方式，服务于国家鼓励发展的领域。2020年，公司

实现融资租赁收入526.61万元，主要系公司与上饶市翼天主题小镇旅游发展有限公司签订了租赁成本为5350.00万元，租赁期限12个月的售后回租租赁合同；公司和上饶市广信区云田农业有限公司签订了租赁成本为2100.00万元，租赁期限12个月的售后回租租赁合同。

（4）在建及拟建项目

公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，存在较大的资本支出压力。

截至2020年底，公司在建项目总投资金额为55.50亿元，已完成投资20.05亿元；拟建项目总投资金额5.70亿元。

表 6　截至 2020 年底公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资金额	截至 2020 年底已投资金额
上饶县医院周边综合体项目	15.02	3.81
上饶县秀美乡村人居环境改善工程	12.85	4.09
槠溪河综合治理工程	12.58	0.92
凤凰大道建设项目	5.00	4.50
上饶北大道改造项目	2.55	2.92
茶亭镇片区项目	7.50	3.81
合计	**55.50**	**20.05**

资料来源：公司提供

表 7　截至 2020 年底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期	总投资金额
广信区城北小学（第十小学）	2021-2023	1.50
下山安置小区	2021-2024	3.00
连家塘安置房项目	2021-2023	1.20
合计	--	**5.70**

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司将按照广信区整体发展战略，结合国家产业政策和导向，并通过自我发展、自主经营，不断扩大经营规模，增强经济效益，加大基础设施项目开发力度，逐步成为有核心竞争力的项目开发和产业经营公司。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2020 年底，公司拥有合并范围内子公司 26 家；2020 年，公司合并范围无变化，公司财务数据可比性强。

截至 2020 年底，公司资产总额 287.79 亿元，所有者权益 132.08 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 10.92 亿元，利润总额 2.64 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所增长，其中应收类款项规模大，对公司资金占用明显，存货变现时间受政府结算进度影响存在一定不确定性；公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2020 年底，公司资产总额 287.79 亿元，较 2019 年底增长 12.90%，资产构成以流动资产为主，占比 71.82%。

表 8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.78	5.80	20.76	7.21
其他应收款	26.14	10.26	29.19	10.14
存货	151.24	59.33	152.86	53.12
流动资产	**194.87**	**76.45**	**206.68**	**71.82**
长期股权投资	38.51	15.11	56.58	19.66
投资性房地产	15.36	6.03	15.85	5.51
非流动资产	**60.03**	**23.55**	**81.11**	**28.18**
资产合计	**254.90**	**100.00**	**287.79**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年底，公司流动资产 206.68 亿元，较 2019 年底增长 6.06%，主要系货币资金和其他应收款的增长所致。2020 年底，公司流动资产以货币资金（占 10.04%）、其他应收款（占 14.12%）和存货（占 73.96%）为主。

2020 年底，公司货币资金较 2019 年底大幅增长 40.43%至 20.76 亿元，系当期新增融资所致，主要由银行存款（占 99.99%）构成，其中受限资金 4.14 亿元。

2020 年底，公司其他应收款较 2019 年底增长 11.68%至 29.19 亿元，主要系与上饶市广信区恒昌投资发展有限公司之间往来款增长所致。集中度方面，公司其他应收款前五名合计 21.82 亿元，占比 74.19%，集中度较高。总体看，公司其他应收款规模较大，对资金形成一定占用。

表 9　2020 年底公司其他应收款前五大单位明细
（单位：亿元、%）

单位	金额	账龄
上饶市广信区财政局	6.08	1 年以内
上饶灵山旅游发展有限公司	5.65	2~5 年
上饶市广信区恒昌投资发展有限公司	5.07	1~5 年
上饶市广信区南新投资发展有限公司	3.01	1~5 年
上饶市广信区房屋征收与补偿办公室	2.01	1 年以内
合计	**21.82**	--

资料来源：公司审计报告

2020 年底，公司存货较 2019 年底增长 1.07%至 152.86 亿元，主要系代建工程持续投入所致。从存货构成上看，主要由土地使用权（75.98 亿元）、代建工程项目成本（22.68 亿元）和土地整理成本（54.06 亿元）构成。

2020 年底，公司非流动资产 81.11 亿元，较 2019 年底增长 35.12%，主要系长期股权投资增长所致。2020 年底，公司非流动资产以长期股权投资（占 69.76%）和投资性房地产（占 19.54%）为主。

2020年底，公司可供出售金融资产较2019年底下降24.46%至4.12亿元，主要系公司出售先锋基金和部分信安御天一号私募证券投资基金所致。2020年底，公司长期股权投资56.58亿元，较2019年底增长46.92%，主要系对上饶市广信农垦林业有限公司（以下简称“广信农垦”）追加投资所致。2020年底，公司投资性房地产较2019年底增长3.24%至15.85亿元，主要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8.53亿元不动产已用于抵押。2020年底，公司新增在建工程3.81亿元，主要为上饶市广信区人民医院项目投入。

2020年底，公司资产中使用受限金额为26.48亿元，受限资产占资产总额的9.20%，分别为用于质押借款的货币资金4.14亿元、抵押借款的存货13.59亿元、投资性房地产8.53亿元和固定资产0.22亿元。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，以资本公积为主；公司债务规模小幅增长，以长期债务为主，整体债务负担一般。

所有者权益

2020 年底，公司所有者权益 132.08 亿元，较 2019 年底增长 17.68%，主要系资本公积的增长；公司所有者权益主要由实收资本（占 1.61%）、资本公积（占 87.98%）和未分配利润（占 9.30%）构成。

2020年底，公司实收资本较2019年底无变化，为2.12亿元；公司资本公积较2019年底增长17.97%至116.20亿元，系公司采用权益法核算广信农垦增加资本公积。

负债

2020 年底，公司负债总额 155.70 亿元，较 2019 年底增长 9.14%，负债构成以非流动负债为主，占比 65.56%。

2020 年底，公司流动负债 53.62 亿元，较 2019 年底增长 28.39%，主要系短期借款和其他应付款的增加所致。2020 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 15.35%）、其他应付款（占 53.66%）和一年内到期的非流动负债（占 24.08%）构成。

2020 年底，公司短期借款较 2019 年底大幅增长 61.07%至 8.23 亿元，主要由保证借款（占 58.69%）和抵押+保证借款（占 41.31%）构成。短期借款利率区间 5.66%~7.50%。

2020 年底，公司其他应付款较 2019 年底增长 20.90%至 28.77 亿元，主要系往来款增加所致。

2020 年底，公司一年内到期的非流动负债较 2019 年底增长 43.95%至 12.91 亿元，主要为一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券。

2020 年底，公司非流动负债 102.08 亿元，较 2019 年底增长 1.17%。2020 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 62.07%）、应付债券（占 20.91%）和长期应付款（占 16.33%）构成。

2020 年底，公司长期借款较 2019 年底下降 6.20%至 63.36 亿元，主要由抵押借款、保证借款和信用借款构成。

2020 年底，公司应付债券较 2019 年底增长 43.37%至 21.35 亿元，为公司当期发行的“20 恒利轩”。

2020 年底，公司长期应付款较 2019 年底下降 6.43%至 16.67 亿元，系公司部分借款到期偿还所致。长期应付款中向光大金控投资管理有限公司、中国农发重点建设基金有限公司取得的基金借款合计 15.88 亿元，融资租赁款 0.79 亿元，全部为有息借款，已调整至长期债务核算。

2020年底，公司全部债务122.52亿元，较2019年底增长7.15%；其中，长期债务占比82.75%，公司有息债务以长期债务为主。

表 10　公司债务构成及债务负担情况（单位：亿元、%）

项　目	2019 年	2020 年
短期债务	14.08	21.14
长期债务	100.26	101.38
全部债务	114.34	122.52
长期债务资本化比率	47.18	43.42
全部债务资本化比率	50.46	48.12
资产负债率	55.97	54.10

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从债务指标来看，受权益增长影响，2020 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率较上年底均有所下降，分别为 43.42%、48.12%和 54.10%。

有息债务到期分布方面，公司将于 2021 年、2022 年和 2023 年到期的债务规模分别为 21.14 亿元、8.02 亿元和 12.67 亿元，集中偿付压力不大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，利润总额对政府补助依赖大。

2020 年，公司实现营业收入 10.92 亿元，同比下降 12.45%；营业成本 8.82 亿元，同比下降 11.83%；营业利润率为 17.64%，同比下降 0.16 个百分点。

表 11 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
营业收入	12.48	10.92
营业成本	10.01	8.82
期间费用	2.31	2.41
其他收益	2.67	2.70
利润总额	2.83	2.64
营业利润率	17.80	17.64
总资本收益率	1.99	1.72
净资产收益率	2.10	1.63

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司期间费用主要为管理费用和财务费用，2020 年为 2.41 亿元，同比增长 4.49%，主要来自财务费用的增加。2020 年公司期间费用占营业收入的比重同比上升 3.59 个百分点至

22.09%。

2020 年，公司实现其他收益 2.70 亿元，主要是政府对公司基础设施建设项目的补贴。2020 年，公司利润总额 2.64 亿元，利润总额对政府补助依赖性大。

盈利指标方面，2020 年，公司总资本收益率为 1.72%，净资产收益率为 1.63%，同比分别下降 0.27 个和 0.47 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，经营活动现金流由负转正，收入实现质量大幅下滑；投资活动现金流主要为股权投资、购买及赎回基金的资金；公司对外融资规模有所上升，筹资活动现金流转为净流入；随着在建及拟建项目的推进，公司仍存在较大的融资需求。

经营活动现金流方面，2020 年，公司经营活动现金流入量 57.58 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 4.93 亿元，同比下降 62.64%，主要为收到的工程回款；收到其他与经营活动有关的现金 52.65 亿元，同比增长 5.75%，主要为往来款和政府补助资金。2020 年，公司经营活动现金流出量 57.47 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 7.47 亿元，同比大幅下降 70.84%，主要为工程项目投入；支付其他与经营活动有关的现金 46.12 亿元，同比增长 3.86%，主要系往来款支出增加所致。2020 年，公司经营活动现金净流量为 3.82 亿元。

从收入实现质量看，2020 年，公司现金收入比同比大幅下降，为 45.10%，整体收入实现质量较差。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年	2020 年
经营活动现金流入量	62.97	57.58
经营活动现金流出量	70.15	57.47
经营活动现金流量净额	-7.17	3.82
投资活动现金流量净额	-3.81	-2.53
筹资活动现金流量净额	-0.83	2.79
现金收入比	105.69	45.10

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

投资活动现金流方面，2020 年公司投资活动现金流入量 3.74 亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金 3.57 亿元，主要为收回上饶市九牛大峡谷旅游景点综合开发公司股权现金、基金赎回和融资租赁收回的资金。2020 年，公司支付其他与投资活动有关的现金 1.31 亿元，主要为购买基金和融资租赁支付的资金。2020 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-2.53 亿元。

筹资活动现金流方面，2020 年，公司筹资活动现金流入 30.20 亿元，主要为银行借款和发行债券获得的资金。2020 年，公司筹资活动现金流出 27.41 亿元，主要为偿还债务支付的现金和非金融机构借款支出的现金。2020 年，公司筹资活动现金流量净额为 2.79 亿元。

6. 偿债能力

公司长期和短期偿债能力指标一般，考虑到公司在上饶市广信区基础设施建设领域的地位和政府的持续支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2020 年公司流动比率和速动比率较上年均有所下降，分别为 385.43%和 100.37%。2020 年公司经营现金流动负债比为 7.13%，经营活动净现金流对流动负债保障能力弱。2020 年底，公司现金短期债务比为 0.98 倍，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 较上年变动不大，为 4.89 亿元；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 0.79 倍和 25.03 倍，公司长期偿债能力指标一般。

截至 2020 年底，公司对外担保 5.16 亿元，担保比率 3.91%，被担保单位为政府下属事业单位和公司持股企业，目前被担保单位均经营正常。总体看，公司对外担保规模一般，公司或有负债风险可控。

表13 2020年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保余额	担保期限
上饶市九牛大峡谷旅游景点综合开发有限公司	36000.00	2019/04/02-2031/04/01

上饶市广信区中医院	5600.00	2019/07/08-2021/04/16
上饶市广信区南新投资发展有限公司	10000.00	2019/04/17-2021/04/17
合计	**51600.00**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司获得银行授信额度 48.27 亿元，剩余未使用授信额度 2.22 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

7. 母公司财务分析

公司业务主要由母公司开展，公司资产、权益及利润主要来自于母公司；母公司所有者权益稳定性强，整体债务负担一般。

2020 年底，母公司资产总额 266.17 亿元，较上年底增长 17.84%，其中流动资产占比 70.63%。从构成看，流动资产主要由其他应收款和存货构成，非流动资产主要由长期股权投资构成。

2020 年底，母公司所有者权益为 127.36 亿元，较上年底增长 18.86%；其中，实收资本 2.12 亿元，资本公积 108.33 亿元，未分配利润 15.46 亿元。

2020 年底，母公司负债总额 138.82 亿元，较上年底增长 16.93%，其中流动负债占比 90.46%。从构成看，流动负债主要由其他应付款构成；非流动负债主要由应付债券构成；母公司资产负债率为 52.15%，较上年底下降 0.41 个百分点，整体债务负担一般。

2020 年，母公司实现营业收入 5.37 亿元，利润总额 2.87 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2020年底，公司存续债券余额共21.35亿元，其中一年内到期债券余额 3.00 亿元，未来待偿债券本金峰值 12.50 亿元。截至 2020 年底，公司现金类资产 20.76 亿元；2020 年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 57.58 亿元、3.82 亿元、4.89 亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的 4.61 倍、0.31 倍和 0.39 倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 14 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年
一年内到期债券余额	3.00
未来待偿债券本金峰值	12.50
现金类资产/一年内到期债券余额	6.92
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	4.61
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.31
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.39

注：假设公司在“20恒利轩”的第一个赎回日选择赎回上述债券
资料来源：联合资信整理

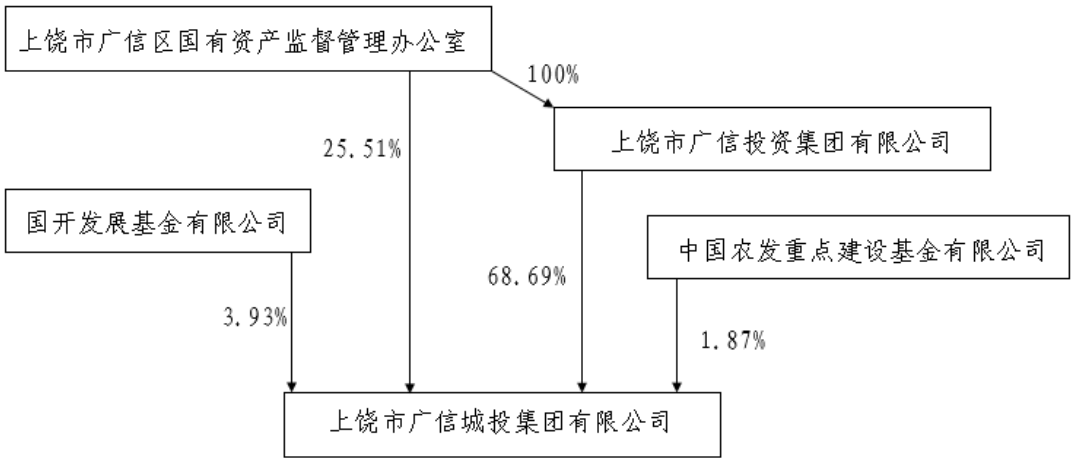
总体看，公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力强；经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值的保障能力强，公司经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值的保障能力弱。

此外，“18 上饶县城投债/18 上饶县”偿债资金来源于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。由于募投项目建设周期延长，项目未来收入实现情况可能与存续债券还本付息发生错配，如项目收入无法覆盖偿债金额，公司将用日常经营收入偿还债券本息。

十一、结论

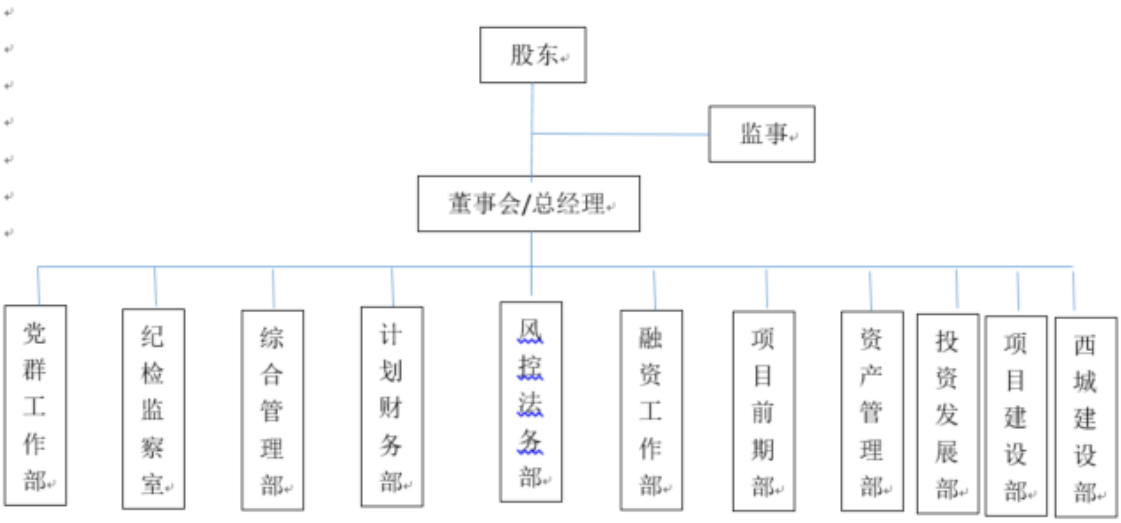
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“18 上饶县城投债/18 上饶县”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例（%）	注册资本（万元）	取得方式
江西民安建筑材料贸易有限公司	钢材、建材、装潢材料、金属材料等销售等	100.00	2000.00	投资设立
上饶市广信区泰邦建筑材料贸易有限公司	钢材、建材、装潢材料、金属材料等销售等	100.00	2000.00	投资设立
上饶市广信区恒利轩投资发展有限公司	城市维护建设规划及城市基础设施项目开发、房地产开发、棚户区改造等	100.00	10000.00	投资设立
江西民富建设工程有限公司	房屋建筑、市政道路、土石方施工等	100.00	12000.00	投资设立
江西西城建设工程有限公司	房屋建筑、市政道路、土石方施工等	2.50	192300.00	投资设立
江西西城建设投资开发有限公司	基础设施、工业、水利建设、园林绿化和土地收储整治开发等	100.00	6000.00	投资设立
上饶市广信区瑞景物业服务有限公司	物业服务、家政服务、资产管理等	100.00	60.00	投资设立
上饶市广信区城投水业投资发展有限公司	城市防洪水利工程、农田水利基础设施规模化工程等	38.96	30800.00	投资设立
上饶市广信区永盛建设投资开发有限公司	城市维护建设及城市基础设施项目开发、房地产开发等	85.71	7000.00	投资设立
上饶市广信区恒邦建设发展有限公司	城市维护建设、房地产开发、棚户区改造、土地收储整理开发等	100.00	11000.00	投资设立
上饶市御天交通发展有限公司	重大交通项目建设与开发、城市维护建设、房地产开发等	100.00	12000.00	投资设立
上饶市广信区哲砺建设发展有限公司	城市维护建设、房地产开发、棚户区改造等	100.00	12000.00	投资设立
上饶县卓昌建设发展有限公司	城市维护建设、房地产开发、棚户区改造等	100.00	11000.00	投资设立
上饶市广信公路基础设施开发有限公司	城市维护建设、房地产开发、棚户区改造等	100.00	10000.00	投资设立
上饶市泰安交通发展有限公司	重大交通项目建设与开发、城市维护建设、房地产开发等	100.00	10000.00	投资设立
上饶市安安美建设发展有限公司	城市维护建设、房地产开发、棚户区改造等	100.00	12000.00	投资设立
上饶市福禄高建设发展有限公司	城市维护建设、房地产开发、棚户区改造等	100.00	11000.00	投资设立
上饶县公务用车服务有限公司	公务用车服务、汽车代驾、汽车租赁等	100.00	200.00	投资设立

上饶县和顺汽车租赁服务有限公司	汽车代驾、汽车租赁、汽车维修等	100.00	200.00	投资设立
上饶市广信区石人温泉开发有限公司	温泉勘探、温泉项目开发、酒店经营管理等	100.00	5000.00	同一控制下合并
上饶县康凯建设发展有限公司	标准厂房建设与租赁、城市维护建设、房地产开发等	100.00	10000.00	投资设立
上饶市捷达交通发展有限公司	重大交通项目建设与开发、城市维护建设、房地产开发等	100.00	10000.00	投资设立
上饶市广信区现代农业投资有限公司	农业项目投资、农产品种植、加工、销售等	98.62	20280.00	购买
上饶市广信区星宇贸易有限公司	钙基、钙铁系列产品销售，矿产品、建筑材料、化工产品销售等	100.00	3000.00	投资设立
一带一路全球潮商社团联盟（深圳）总部基地有限公司	--	100.00	--	投资设立
浙江惠通融资租赁有限公司	融资租赁	100.00	5000.00 万美元	投资设立

注：公司对江西西城建设工程有限公司和上饶市广信区城投水业投资发展有限公司有实际控制能力，因此纳入合并范围
资料来源：公司审计报告

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	24.39	14.78	20.76
资产总额(亿元)	242.49	254.90	287.79
所有者权益(亿元)	111.67	112.24	132.08
短期债务(亿元)	7.51	14.08	21.14
长期债务(亿元)	100.14	100.26	101.38
全部债务(亿元)	107.65	114.34	122.52
营业收入(亿元)	11.91	12.48	10.92
利润总额(亿元)	2.41	2.83	2.64
EBITDA(亿元)	4.07	5.00	4.89
经营性净现金流(亿元)	-22.13	-7.17	3.82
财务指标			
销售债权周转次数(次)	7.61	8.25	5.61
存货周转次数(次)	0.07	0.07	0.06
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.04
现金收入比(%)	118.01	105.69	45.10
营业利润率(%)	15.30	17.80	17.64
总资本收益率(%)	1.78	1.99	1.72
净资产收益率(%)	2.04	2.10	1.63
长期债务资本化比率(%)	47.28	47.18	43.42
全部债务资本化比率(%)	49.08	50.46	48.12
资产负债率(%)	53.95	55.97	54.10
流动比率(%)	607.24	466.59	385.43
速动比率(%)	158.47	104.46	100.37
经营现金流动负债比(%)	-73.32	-17.17	7.13
全部债务/EBITDA(倍)	26.42	22.87	25.03
EBITDA 利息倍数(倍)	0.75	0.71	0.79
现金短期债务比(倍)	3.25	1.05	0.98

注：长期应付款中有息部分已调整至长期债务计算

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	14.56	4.43	2.77
资产总额(亿元)	215.95	225.87	266.17
所有者权益(亿元)	109.86	107.15	127.36
短期债务(亿元)	0.01	0.36	3.01
长期债务(亿元)	16.02	15.69	12.71
全部债务(亿元)	16.03	16.05	15.72
营业收入(亿元)	6.20	7.85	5.37
利润总额(亿元)	2.57	3.85	2.87
EBITDA(亿元)	4.22	4.24	3.15
经营性净现金流(亿元)	-10.02	-6.85	-2.05
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	13.78	1.88
存货周转次数(次)	0.07	0.10	0.06
总资产周转次数(次)	0.03	0.04	0.02
现金收入比(%)	179.35	150.53	82.47
营业利润率(%)	20.12	19.48	25.58
总资本收益率(%)	3.27	3.21	1.95
净资产收益率(%)	2.26	3.32	1.97
长期债务资本化比率(%)	12.73	12.77	9.07
全部债务资本化比率(%)	12.73	13.03	10.99
资产负债率(%)	49.13	52.56	52.15
流动比率(%)	168.02	161.67	149.71
速动比率(%)	97.73	98.77	100.23
经营现金流动负债比(%)	-11.18	-6.68	-1.63
全部债务/EBITDA(倍)	3.80	3.79	4.99
EBITDA 利息倍数(倍)	0.78	2.40	2.14
现金短期债务比(倍)	145.60	12.31	0.90

附件 4　主要财务指标的计算公式

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-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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

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　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。

附件 5-3　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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。