

信用等级公告

联合[2018] 1470 号

联合资信评估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及其拟发行的 2018 年上饶县城市建设投资开发有限公司公司债券进行综合分析和评估，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，2018 年上饶县城市建设投资开发有限公司公司债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。



2018年上饶县城市建设投资开发有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

本期债券信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券发行规模: 15 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 分期还本

募集资金用途: 用于项目建设, 补充营运资金

评级时间: 2018 年 7 月 2 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	4.69	31.42	28.35
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
利润总额(亿元)	1.42	2.09	1.87
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(%)	2.77	2.65	2.33
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(%)	328.85	664.60	566.44
EBITDA 利息倍数(倍)	2.67	2.94	0.82
全部债务/EBITDA(倍)	6.17	22.49	23.12

注: 长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算

分析师

文中 张依 马颖

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对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重要的基础设施建设投资与国有资产经营主体,在外部环境及政府支持等方面具备的明显优势。同时,联合资信也关注到公司资产质量一般、债务规模快速增长及经营活动净现金流大幅流出等因素对公司信用水平产生的不利影响。

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提高;上饶县经济稳步发展,政府对公司支持持续性良好。联合资信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。

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,联合资信认为,公司本期债券到期不能偿还的风险低。

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政府较大支持。
3. 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。
2. 公司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。
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. 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。
5. 2016~2017 年，公司经营活动现金流量持续大幅净流出。

声 明

一、本报告引用的资料主要由上饶县城市建设投资开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2018年上饶县城市建设投资开发有限公司 公司债券信用评级报告

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5000万元，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4400万元（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600万元（占12.00%）。后经历次注资及股权变更，截至2017年底，公司实收资本20835万元，股权结构为：上饶县国资办货币出资19400万元，占93.11%股权，远昌国资货币出资600万元，占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835万元，占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397万元。截至2018年6月底，公司注册资本增加至21232.00万元，公司股权结构变更为：广信投资出资14584.50万元，占68.69%股权，上饶国资办出资5415.50万元，占25.51%股权，国开基金出资835.00万元，占3.93%股权，农发基金出资397.00万元，占1.87%。公司实际控制人为上饶县国资办。

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；公司合并口径拥有23家子公司（见附件1-2、附件1-3）。

截至2017年底，公司资产总额166.93亿元，所有者权益71.73亿元（含少数股东权益0.03亿元）；2017年，公司实现营业收入9.48亿元，实现利润总额1.87亿元。

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、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行2018年上饶县城市建设投资开发有限公司公司债券。本期计划发行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”），发行规模15.00亿元，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. 本期债券募集资金规模及用途

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

上饶县老县委片区城中村改造建设项目

(1) 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 1750 户，项目建设用地面积共计 98477.79 平方米，项目总建筑面积 266456.25 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）235874.00 平方米，地下面积 30109.56 平方米。

老县委项目建设棚户区改造保障性住房 2700 套，其中安置房 2000 套，总建筑面积 176850.00 平方米；棚改两限房 700 套，59024.00 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 2500 套。其中，小户型安置房套数 1800 套，套均面积约 84.77 平方米，合计面积约 152586.00 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 59024.00 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 24264.00 平方米。本项目共建设地下车位 1600 个。

老县委项目总投资 81040.81 万元，开发建设投资 77181.72 万元；其中土地购置费用 8863.00 万元，基础设施建设费用 18379.25 万元，建筑安装工程费用 38671.27 万元，建设期利息 7700.00 万元，预备费用 3859.09 万元。

(2) 资金来源

募投项目总投资 81040.81 万元，其中项目资本金 26040.81 万元、占比 32.13%；拟用债券募集资金 55000.00 万元、占比 67.87%。

(3) 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情况的报告》	饶县府文【217】81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

(4) 项目进度

老县委项目建设工期预计为 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。

(5) 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》(以下简称“老县委可研”),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(单位:万元)

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)	67203.00	--	--	33601.50	20160.90	6720.30	3360.15	3360.15
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)	24199.84	--	--	12099.92	7259.95	2419.98	1209.99	1209.99
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)	13600.00	--	--	6800.00	4080.00	1360.00	680.00	680.00
停车位数量(个)	1600.00	--	--	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)	105002.84	--	--	52501.42	31500.85	10500.28	5250.14	5250.14

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

上饶县城北片区城中村建设项目

(1) 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 1732 户,项目建设用地面积共计 90273.46 平方米,项目总建筑面积 245642.08 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)216223.00 平方米,地下面积 28985.77 平方米。

城北项目建设棚户区改造保障性住房 2500 套,其中安置房 2200 套,总建筑面积 192082.00 平方米;棚改两限房 300 套,总面积 24141.00 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 2100 套,合计面积约 170139.00 平方米。其中,小户型中安置房 1800 套,面积约 145998.00 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 24141.00 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 46084.00 平方米。

城北项目总投资 74195.04 万元,开发建设投资 70661.93 万元;其中土地购置费用 8124.61 万元,基础设施建设费用 16928.36 万元,建筑安装工程费用 36016.67 万元,建设期利息 6300.00 万元,预备费用 3533.10 万元。

(2) 资金来源

募投项目总投资 74195.04 万元,其中项目资本金 24195.04 万元、占比 32.61%;拟使用债券募集资金 50000.00 万元、占比 67.39%。

(3) 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【2017】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改造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

（4）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。

（5）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》（以下简称“城北可研”），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（单位：万元）

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）	72991.16	--	--	36495.58	21897.35	7299.12	3649.56	3649.56
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）	9897.81	--	--	4948.91	2969.34	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）	13600.00	--	--	6800.00	4080.00	1360.00	680.00	680.00
停车位数量（个）	1600.00	--	--	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）	96488.97	--	--	48244.49	28946.69	9648.90	4824.45	4824.45

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、宏观经济和政策环境

2017年,世界主要经济体仍维持复苏态势,为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境,加上供给侧结构性改革成效逐步显现,2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年,中国国内生产总值(GDP)82.8万亿元,同比实际增长6.9%,经济增速自2011年以来首次回升。具体来看,西部地区经济增速引领全国,山西、辽宁等地区有所好转;产业结构持续改善;固定资产投资增速有所放缓,居民消费平稳较快增长,进出口大幅改善;全国居民消费价格指数(CPI)有所回落,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅较大;制造业采购经理人指数(制造业PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业PMI)均小幅上升;就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年,全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元,支出同比增幅(7.7%)和收入同比增幅(7.4%)均较2016年有所上升,财政赤字(3.1万亿元)较2016年继续扩大,财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜;进行税制改革和定向降税,减轻相关企业负担;进一步规范地方政府融资行为,防控地方政府性债务风险;通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资,推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年,央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”,市场资金面呈紧平衡状态;利率水平稳中有升;M1、M2增速均有所放缓;社会融资规模增幅下降,其中人民币贷款仍是主要融资方式,且占全部社会融资规模增量的比重(71.2%)也较上年有所提升;人民币兑美元汇率有所上升,外汇储备规模持续增长。

三大产业保持平稳增长,产业结构继续改善。2017年,中国农业生产形势较好;在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以

及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下,中国工业结构得到进一步优化,工业生产保持较快增速,工业企业利润快速增长;服务业保持较快增长,第三产业对GDP增长的贡献率(58.8%)较2016年小幅上升,仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年,全国固定资产投资(不含农户)63.2万亿元,同比增长7.2%(实际增长1.3%),增速较2016年下降0.9个百分点。其中,民间投资(38.2万亿元)同比增长6.0%,较2016年增幅显著,主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施,通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力,推动了民间投资的增长。具体来看,由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控,房地产开发投资增速(7.0%)呈趋缓态势;基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响,基础设施建设投资增速(14.9%)小幅下降;制造业投资增速(4.8%)小幅上升,且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年,全国社会消费品零售总额36.6万亿元,同比增长10.2%,较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年,全国居民人均可支配收入25974元,同比名义增长9.0%,扣除价格因素实际增长7.3%,居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看,生活日常类消费,如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长;升级类消费品,如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速;网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年,在世界主要经济体持续复苏的带动下,外部需求较2016年明

显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快

增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

四、行业及区域经济概况

1. 基础设施建设行业分析

（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投资建设过热，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國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 6 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

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	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

2018 年 4 月	府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号 《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	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。 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。
------------	---	--

资料来源：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。

2. 区域经济

公司作为上饶县重要的基础设施建设投资与国有资产经营主体，其目前经营与投资的项目主要在上饶县，公司发展直接受上饶县的经济、财政收支状况和城市建设的影 响，并与城市规划密切相关。

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 2240 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 2246803 万元，按可比价计算增长 8.4%。分产业看：第一产业增加值 188528 万元，增长 4.1%；第二产业增加值 1717571 万元，增长 8.4%；第三产业增加值 340704 万元，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 1038520 万元，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 5000 万元以上项目累计完成投资 791993 万元，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 172558 万元，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。

整体看，近三年上饶县一般预算收入小幅下降；受土地市场波动影响，上饶县可支配财力波动增长。

表 7 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

联合资信未获得上饶县2017年政府债务数据。截至2016年底，上饶县政府直接债务余额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。债务率¹为49.60%（（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尚可。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2018 年 6 月底，公司注册、实收资本均为 21232 万元，广信投资持股 68.69%，上饶国资办持股 25.51%，国开基金持股 3.93%，农发基金 1.87%。公司实质控制人为广信投资。

2. 企业规模与竞争力

公司作为上饶县最主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。上饶县平台另有上饶县远昌国有资产经营有限公司（以下简称“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。2017 年底，公司并表子公司 23 家，子公司多为投资新设，尚未开展实质性经营活动，主营业务均由公司本部承担。

3. 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

¹ 公司未提供上饶县 2017 年地方政府债务余额，债务率的指标计算为 2016 年底债务余额/2017 年底地方综合财力。

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, 公司高层管理人员行业经历、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。

4. 外部支持

公司在资金注入、资产注入及政府补贴等方面均得到了上饶县政府的大力支持。

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 45800.00 万元, 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 8 政府置换债务情况

时间	置换金额	相关文件名称
2015 年 7 月	3250.00	饶县政办抄字【2015】213 号
2015 年 7 月	1000.00	饶县政办抄字【2015】214 号
2016 年 9 月	7000.00	饶县政办抄字【2016】356 号
2017 年 3 月	34550.00	饶县政办抄字【2017】83 号
合计	45800.00	

资料来源: 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。

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 9 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	1261.04	113726.90	划拨	饶县政办抄字【2012】72 号
2012 年 5 月 30 日	215.55	53053.05	代缴土地出让金	饶县政办抄字【2012】93 号
2012 年 7 月 30 日	320.00	15573.31	划拨	饶县政办抄字【2012】132 号
2013 年 5 月 9 日	528.50	134415.17	代缴土地出让金	饶县政办抄字【2013】113 号
2014 年 6 月 26 日	606.07	76965.55	代缴土地出让金	饶县政办抄字【2014】163 号
2016 年 5 月 26 日	309.96	43756.51	划拨	饶县政办抄字【2016】223 号
合计	3241.12	437490.49	--	--

资料来源: 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。

政府补贴

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。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告 (机构信用代码: 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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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。

2. 管理水平

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，公司已建立起基本的法人治理结构，内部管理较为规范，但由于公司主要承担政府性项目的投资建设，目前公司市场化运作程度偏低，对政府依赖程度较高。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为上饶县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37.97%。

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费和汽车租赁业务，但规模很小。

毛利率方面，2015~2017年公司综合毛利率有所增长，三年分别为13.10%、16.70%和17.92%，主要系房屋租赁业务毛利率很高所致。工程施工业务毛利率较为稳定，三年分别为12.25%、11.53%和11.72%；主要系代建协议约定5%的管理费及10%的投资回报率所致。同期，公司房屋租赁业务毛利率均为100.00%；2016~2017年，土地整理业务毛利率分别为12.71%和13.86%。

表10 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	57343.87	99.03	12.25	32336.03	43.10	11.53	78045.91	82.30	11.72
土地整理收入	--	--	--	38734.44	51.63	12.71	11692.26	12.33	13.86
房屋租赁收入	525.00	0.90	100.00	3907.14	5.20	100.00	4918.49	5.19	100.00
物业收入	35.92	0.07	100.00	--	--	--	--	--	--
汽车租赁收入	--	--	--	40.40	0.07	-77.00	174.11	0.18	-39.63
合计	57904.79	100.00	13.10	75018.01	100.00	16.70	94830.78	100.00	17.92

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

工程施工业务

公司作为上饶县范围内最主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。

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。

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9110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8266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2074.2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。

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，是公司收入的有效补充。

3. 未来发展

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的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。总体看，公司未来对外融资压力较大。

表 11 截至 2017 年底公司主要在建&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项目	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

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年审计报告，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。

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。

截至 2017 年底，公司资产总额 166.93 亿元，所有者权益 71.73 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 9.48 亿元，实现利润总额 1.87 亿元。

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%，2017 年底为 166.93 亿元，同比增长 19.14%；从构成来看，2017 年公司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。

表 12 2015~2017 年公司主要资产构成情况
(单位：亿元、%)

科目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	66.36	88.99	125.29	89.42	151.36	90.67
货币资金	4.69	6.28	31.42	22.42	28.35	16.98

其他应收款	9.44	12.66	22.43	16.01	31.05	18.60
存货	51.38	68.89	65.74	46.92	88.98	53.31
非流动资产	8.21	11.01	14.83	10.58	15.57	9.33
投资性房地产	8.17	10.96	14.73	10.52	15.20	9.10
资产总计	74.58	100.00	140.11	100.00	166.93	100.00

资料来源：公司审计报告

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。2017 年底，公司流动资产合计 151.36 亿元，同比增长 20.81%，主要由存货、其他应收款和货币资金构成。

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 145.96%。2017 年底，公司货币资金为 28.35 亿元，同比下降 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。

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。2017 年底，公司应收账款较上年末下降 74.32%。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。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%。2017 年底，公司其他应收款 31.05 亿元，较上年末增长 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、上饶县恒昌投资发展有限公司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 13 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%，主要系政府注入土地和公司工程投入增加所致。2017 年底，公司存货 88.98 亿元，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%）。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%。2017 年底，公司非流动资产合计 15.57 亿元，同比增长 5.05%，主要由投资性房地产构成。

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，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。

总体看，公司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

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。2017 年底，公司所有者权益 71.73 亿元，同比增长 9.22%。所有者权益结构方面，2017 年底归属于母公司所有者权益中，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，2017 年底为 2.08 亿元，其中上饶县国资办货币出资 19400 万元（占 93.11%），远昌国资货币出资 600 万元（占 2.88%），国开基金货币出资 835 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。2017 年底，公司资本公积 62.66 亿元，同比增长 4.68%。

总体看，公司所有者权益快速增长，稳定性较好。

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。2017 年底，公司负债总额为 95.20 亿元，同比增长 27.89%，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%，2017 年底为 26.72 亿元，同比增长 41.74%。从结构构成看，主要以其他应付款为主。

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 31.35%。2017 年底，公司短期借款 2.80 亿元，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%。2017 年底, 公司其他应付款 20.56 亿元, 同比增长 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。

表14 2017年底公司主要其他应付款
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占其他应付款总额比例
江西省行政事业资产集团有限公司	7.10	34.55
江西省城镇投资开发有限公司	3.48	16.93
上饶市城市建设投资开发集团有限公司	2.94	14.30
上饶县园晨建设投资开发有限公司	1.84	8.96
上饶县中医院	1.22	5.95
合计	16.59	80.69

资料来源: 公司审计报告

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, 主要是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所致。

2015~2017 年, 公司非流动负债快速增长, 年均复合增长 205.76%。2017 年底, 公司非流动负债合计 68.48 亿元, 同比增长 23.20%, 主要来自长期借款和长期应付款的增长, 非流动负债主要由长期借款 (占 74.66%) 和长期应付款 (占 24.80%) 构成。

2015~2017 年, 公司长期借款快速增长, 年均复合增长 165.56%。2017 年底, 公司长期借款 51.13 亿元, 同比增长 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、中国农发重点建设基金有限公司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%。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15 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: 审计报告、联合资信整理

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。2017 年底上述比率分别为 57.03%、50.59% 和 48.71%, 同比增加 3.90 个、2.21 个和 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。

4. 盈利能力

2015~2017 年, 公司营业收入快速增长, 年均复合上升 27.97%。其中 2016 年公司营业收入较 2015 年增长 29.55%, 为 7.50 亿元, 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, 同比上升 26.42%, 主要系 2017 年工程施工完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 92.33%，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，同比增长 134.10%，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略有波动，三年分别为 9.34%、11.37%和 16.67%。

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。

表 16 2015~2017 年公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	5.79	7.50	9.48
公允价值变动损益	0.10	0.16	0.33
其他收益	--	--	2.00
营业外收入	1.15	1.70	--
利润总额	1.42	2.09	1.87
营业利润率	12.34	14.67	12.17
总资本收益率	2.82	1.87	2.04
净资产收益率	2.77	2.65	2.33

资料来源：根据公司财务报表整理

从盈利指标看，2015~2017 年，公司总资本收益率呈现波动下降趋势，三年分别为 2.82%、1.87%和 2.04%；净资产收益率呈现持续下降趋势，三年分别为 2.77%、2.65%和 2.33%，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，同比增加 6.92

亿元，主要系收到之前年度营业收入回款所致。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。

表 17 2015~2017 年公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动产生的现金流量净额	3.39	-22.96	-12.79
投资活动产生的现金流量净额	-4.41	-8.57	-0.40
筹资活动产生的现金流量净额	4.56	47.42	20.30
现金收入比	81.20	33.94	99.81

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

总体看，近两年公司经营活动产生的现金流大幅流出；投资活动产生现金流规模较小，公司整体对外融资依赖程度较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年公司流动比率和速动比率均呈现波动上升趋势，2017 年底分别为 566.44%和 233.43%，分别较上年底下降 98.16 个和 82.47 个百分点。考虑到公司应收类款项数额大、关联方款项比重高且回款时间不确定，实际偿付能力低于指标值。2015~2017 年，公司经营现金流流动负债比下降至负值，分别为 16.78%、-121.78%和-47.85%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债保护能力弱。但是考虑到公司短期债务规模较小，同时现金类资产较为充裕，短期偿债能力尚可。

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；全部债务/EBITDA分别为6.17倍、22.49倍和23.12倍。总体看，偿债指标较低，但考虑到公司较大规模的土地资产和政府持续性的资金支持，公司整体偿债能力尚可。

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 18 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：审计报告

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。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期拟发行债券金额为 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。

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。

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 19 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	105002.84	0.00	0.00	52501.42	31500.85	10500.28	5250.14	5250.14
运营收入	105002.84	0.00	0.00	52501.42	31500.85	10500.28	5250.14	5250.14
现金流出	0.00	40520.40	40520.40	3905.11	2351.06	797.02	408.51	408.51
开发建设投资	81040.81	40520.40	40520.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
运营费用	1150.03	0.00	0.00	545.01	335.01	125.00	72.50	72.50
营业税金及附加	5670.15	0.00	0.00	2835.08	1701.05	567.02	283.51	283.51
土地增值税	1050.03	0.00	0.00	525.01	315.01	105.00	52.50	52.50
净现金流	16091.82	-40520.40	-40520.40	48596.31	29149.79	9703.26	4841.63	4841.63
累计现金流	-123549.83	-40520.40	-81040.81	-32444.49	-3294.70	6408.56	11250.19	16091.82

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 20 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，联合资信整理

注：上表中现金流入量、现金流量净额数据取自表 18。

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。

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 21 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	96488.97	0.00	0.00	48244.49	28946.69	9648.90	4824.45	4824.45
运营收入	96488.97	0.00	0.00	48244.49	28946.69	9648.90	4824.45	4824.45
现金流出	0.00	37097.52	37097.52	3590.09	2162.06	734.02	377.01	377.01
开发建设投资	74195.04	37097.52	37097.52	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
运营费用	1064.89	0.00	0.00	502.44	309.47	116.49	68.24	68.24

营业税金及附加	5210.40	0.00	0.00	2605.20	1563.12	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	15053.75	-37097.52	-37097.52	44654.39	26784.64	8914.88	4447.44	4447.44
累计现金流	-111770.27	-37097.52	-74195.04	-29540.64	-2756.01	6158.87	10606.31	15053.75

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22 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，联合资信整理

注：上表中现金流入量、现金流量净额数据取自表20。

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。

十、债权保护条款分析

1. 账户及资金监管

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个工作日前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个工作日前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。

2. 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。

十一、结论

近年来，上饶县经济稳步发展，为公司发展提供了良好外部环境。公司作为上饶县重要的城市基础设施建设投资和国有资产经营主体，在资本金注入和财政补贴等方面得到了政府的大力支持。

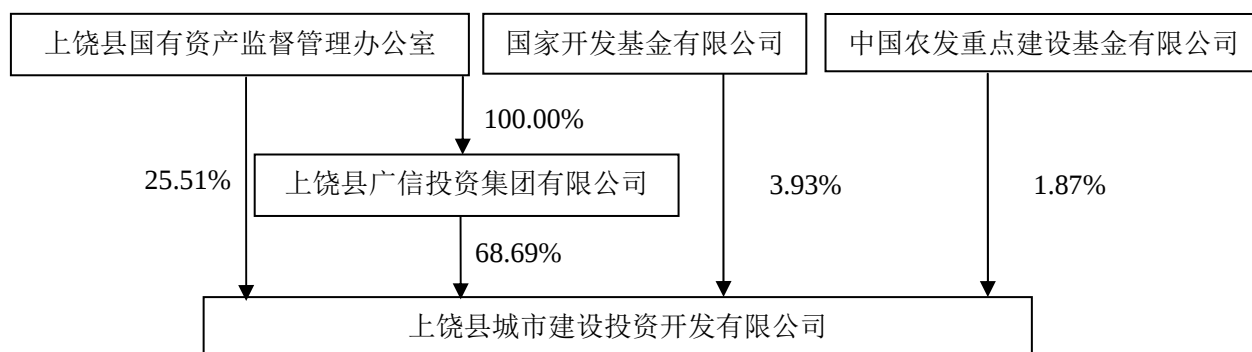
公司资产规模稳步增长，但资产流动性及整体资产质量一般；所有者权益稳定性较好；负债规模快速增长，整体债务负担仍处于合理范围；公司收入规模逐年上升，利润总额对政府补贴的依赖性大，整体盈利水平较弱；公司经营活动现金流入规模波动下降；公司整体偿债能力尚可。

公司未来将不断拓展业务范围，逐步实现业务结构的多元化，公司自身的盈利能力有望提高；上饶县人民政府对公司支持的持续，有望增强公司整体抗风险能力。

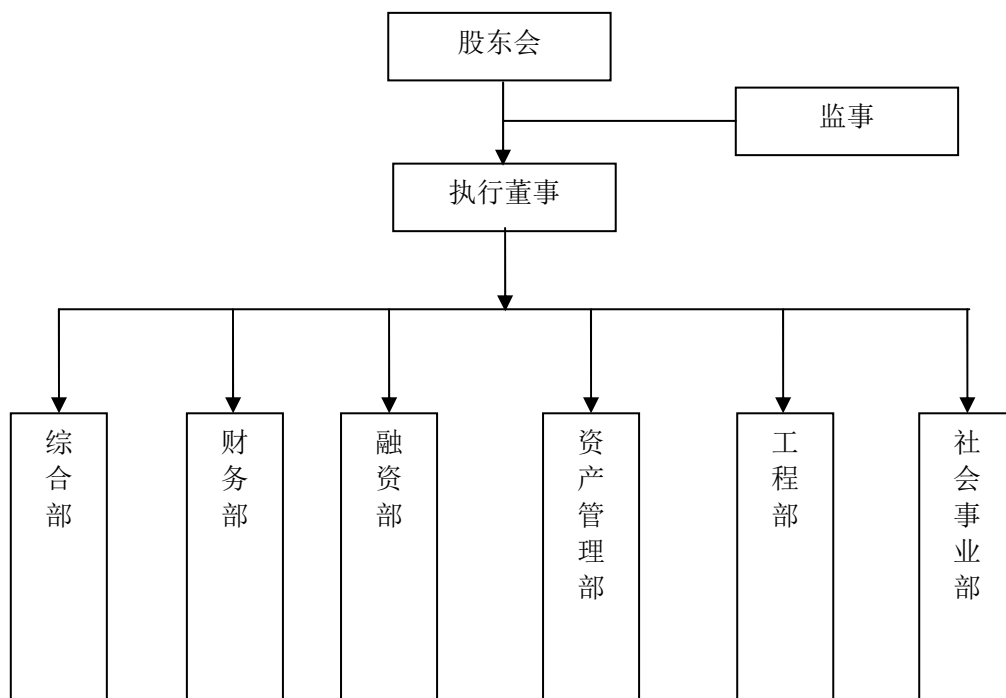
募投项目预期收益对本期债券覆盖能力尚可，但项目收益的实现与债券本息兑付存在一定错配，且收益实现质量受工程进展及房地产市场行情影响较大；本期债券设立本金分期偿还条款，一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

总体看，本期债券到期不能偿付的风险低。

附件 1-1 2018 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 2018 年 6 月底公司组织结构图



附件 1-3 2017 年底公司并表子公司情况

名称	注册资本	净资产	持股比例	取得方式
上饶市福祿高建设发展有限公司	11000.00	11000.04	100.00	投资设立
上饶县瑞德建设发展有限公司	10000.00	10000.16	100.00	投资设立
上饶县康凯建设发展有限公司	10000.00	--	100.00	投资设立
上饶市安安美建设发展有限公司	12000.00	12000.05	100.00	投资设立
上饶市泰安交通发展有限公司	10000.00	10000.03	100.00	投资设立
上饶县恒邦建设发展有限公司	11000.00	11000.04	100.00	投资设立
上饶县哲砺建设发展有限公司	12000.00	19189.19	100.00	投资设立
上饶市御天交通发展有限公司	12000.00	25978.43	100.00	投资设立
上饶县卓昌建设发展有限公司	11000.00	16589.73	100.00	投资设立
上饶市捷达交通发展有限公司	10000.00	--	100.00	投资设立
上饶县和顺汽车服务有限公司	200.00	200.95	100.00	投资设立
上饶县公务用车服务有限公司	200.00	46.78	100.00	投资设立
上饶县恒利轩投资发展有限公司	10000.00	22182.35	100.00	投资设立
上饶县城投水业投资发展有限公司	12000.00	30016.11	100.00	投资设立
上饶县石人温泉开发有限公司	5000.00	-37.18	100.00	同一控制下合并
江西民富建设工程有限公司	12000.00	2005.54	100.00	投资设立
江西民安建筑材料贸易有限公司	2000.00	1900.99	100.00	投资设立
上饶县永盛建设投资开发有限公司	6000.00	2751.50	100.00	投资设立
上饶县西城建筑材料贸易有限公司	2000.00	996.05	100.00	投资设立
上饶县西城物业服务有限公司	60.00	-98.89	100.00	投资设立
江西西城建设投资开发有限公司	6000.00	47356.22	100.00	投资设立
江西西城建设工程有限公司	192300.00	190738.32	2.50	投资设立
上饶县现代农业投资有限公司	20280.00	766.81	98.62	购买

注：1. 截至 2017 年底，公司尚未对上饶县康凯建设发展有限公司和上饶市捷达交通发展有限公司实际出资；
 2. 公司持有江西西城建设工程有限公司 2.5% 的股权，协议约定对该公司具有实质控制权。

附件 2 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)	4.69	31.42	28.35
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
利润总额(亿元)	1.42	2.09	1.87
EBITDA(亿元)	1.75	2.74	3.18
经营性净现金流(亿元)	3.39	-22.96	-12.79
财务指标			
销售债权周转次数(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(%)	81.20	33.94	99.81
营业利润率(%)	12.34	14.67	12.17
总资本收益率(%)	2.82	1.87	2.04
净资产收益率(%)	2.77	2.65	2.33
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
流动比率(%)	328.85	664.60	566.44
速动比率(%)	74.26	315.90	233.43
经营现金流流动负债比(%)	16.78	-121.78	-47.85
EBITDA 利息倍数(倍)	2.67	2.94	0.82
全部债务/EBITDA(倍)	6.17	22.49	23.12

注：长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算。

附件 3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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
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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 2018 年上饶县城市建设投资开发有限公司 公司债券的跟踪评级安排

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

上饶县城市建设投资开发有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

上饶县城市建设投资开发有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对上饶县城市建设投资开发有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，上饶县城市建设投资开发有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注上饶县城市建设投资开发有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现上饶县城市建设投资开发有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对上饶县城市建设投资开发有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如上饶县城市建设投资开发有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对上饶县城市建设投资开发有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与上饶县城市建设投资开发有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。