信用等级公告

联合〔2019〕1569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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，“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

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十日

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
http://www.lhratings.com

上饶县城市建设投资开发有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 上饶县城投债/18 上饶县	15 亿元	2025/7/24	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	31.42	28.35	24.39
资产总额(亿元)	140.11	166.93	242.49
所有者权益(亿元)	65.68	71.73	111.67
短期债务(亿元)	6.15	5.34	7.51
长期债务(亿元)	55.40	68.11	100.14
全部债务(亿元)	61.54	73.45	107.65
营业收入(亿元)	7.50	9.48	11.91
利润总额(亿元)	2.09	1.87	2.41
EBITDA(亿元)	2.74	3.18	4.07
经营性净现金流(亿元)	-22.96	-12.79	-22.13
营业利润率(%)	14.67	12.17	15.30
净资产收益率(%)	2.65	2.33	2.04
资产负债率(%)	53.13	57.03	53.95
全部债务资本化比率(%)	48.38	50.59	49.08
流动比率(%)	664.60	566.44	607.24
经营现金流动负债比(%)	-121.78	-47.85	-73.32
全部债务/EBITDA(倍)	22.49	23.12	26.42
EBITDA 利息倍数(倍)	2.94	0.82	0.75

注：长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算

分析师：张 依 文中 马 颖 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

评级观点

上饶县城市建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）是上饶县最主要的资产经营和建设开发的实施主体。跟踪期内，上饶县经济与财政实力稳步增长，公司在资产注入和财政补贴等方面持续获得政府支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产质量一般、债务规模增长、经营活动净现金流持续为负及未来投资压力大等因素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，有效降低了本金集中偿付压力；跟踪期内，公司经营活动的现金流入量对分期偿付金额的覆盖程度好。

随着公司在建及拟建项目的不断推进，公司现有业务发展稳定；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。

综合评估，联合资信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. 跟踪期内，上饶县经济及财政实力稳步增长，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，跟踪期内在资产注入及财政补贴等方面获得政府较大支持。
3. “18 上饶县城投债/18 上饶县”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. 公司资产中存货和其他应付款占比大，资产流动性一般。

2. 公司整体盈利能力较弱。
3. 跟踪期内，公司经营现金持续净流出且规模有所扩大；土地整理及基础设施建设项目投资规模大，未来存在较大外部融资压力。
4. 跟踪期内，公司债务规模大幅上升。

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。

上饶县城市建设投资开发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”）关于上饶县城市建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）及“18 上饶县城投债/18 上饶县”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，公司股权结构和经营范围未发生变化，截至 2018 年底，公司注册资本及实收资本均为 21232.00 万元；其中，上饶县广信投资集团有限公司（以下简称“广信投资”）出资 14584.50 万元，持股 68.69%，上饶县国有资产监督管理办公室（以下简称“上饶县国资办”）出资 5415.50 万元，持股 25.51%，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）出资 835.00 万元，持股 3.93%，中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）出资 397.00 万元，持股 1.87%。公司实际控制人为上饶县国资办。

截至 2018 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（见附件 1-2）；公司合并口径拥有 24 家控股子公司（见附件 2），在职员工 35 人。

截至 2018 年底，公司资产总额 242.49 亿元，所有者权益 111.67 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 11.91 亿元，实现利润总额 2.41 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。

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，公司由联合资信所评存续债券为“18 上饶县城投债/18 上饶县”，债券余额为 15.00 亿元，详情见表 1。跟踪期内，“18 上饶县城投债/18 上饶县”尚未到付息日。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、%）

债券简称	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 年	7.95

资料来源：联合资信整理

公司于2018年7月发行15亿元“18上饶县城投债/18上饶县”，期限为7年，在债券存续期的第3至7年，每年按照债券发行总额的20%偿还本金。截至2018年底，“18上饶县城投债/18上饶县”募集资金已按计划使用12.75亿元（其中：8.25亿元已用于募投项目建设，4.50亿元已用于补充流动资金）。募集资金投资项目使用情况如下：

表2　截至2018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 2018 年底已投资金额	拟使用募集资金规模	募集资金实际已投入项目金额	预计完工时间
老县委片区城中村改造建设项目	8.10	2018 年	65.93	5.34	5.50	5.25	2020 年
城北片区城中村建设项目	7.42	2018 年	41.51	3.08	5.00	3.00	2020 年
补充营运资金	--	--	--	4.50	4.50	4.50	--
合计	**15.52**	**--**	**--**	**12.92**	**15.00**	**12.75**	**--**

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增

长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速

放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济概况

1．城市基础设施建设

（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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重

组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 3　2018 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
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险””
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

2. 区域经济环境

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。

根据上饶县统计局发布的《2019 年上饶县政府工作报告》，2018 年上饶县完成国民生产总值 237.2 亿元，同比增长 9.4%，从一、二、三产业的贡献率看，分别为 8.10%、75.20%和 16.70%，第三产业贡献率同比提高 1.50%，产业结构进一步优化。

固定资产投资方面，2018 年上饶县全年固定资产投资 115.28 亿元，同比增长 11.10%。其中，第一产业、第二产业和第三产业增速分别为 29.6%、10.5%和 10.8%。

财政收支方面，根据《关于上饶县 2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案的报告》，2018 年上饶县共完成财政总收入 26.42 亿元，同比增长 12.10%；一般公共预算收入 16.60 亿元，同比增长 7.4%，其中税收收入 11.33 亿元，同比增长 20.53%，税收收入占公共财政预算收入的比重为 68.25%。2018 年，政府性基金预算收入 14.17 亿元，公司获得转移支付和税收返还收入 25.83 亿元。全年财政总支出 49.29 亿元，同比增长 8.7%。

总体看，2018 年上饶县经济持续稳步增长，产业结构不断优化，财政收入稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

六、 基础素质分析

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。

跟踪期内，公司持续获得政府在资产注入、财政补贴等方面的大力支持。2018年公司实收资本增加397万元，主要是股东广信投资和农发基金投入所致；2018年，上饶县政府将上饶市广信农垦林业有限公司49%的股权无偿划转至公司，计入“资本公积”，资本公积增加37.63亿元；公司获得政府补助资金2.50亿元，计入“其他收益”。

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），截止2019年6月4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；存在5笔已结清欠息记录，根据相关银行出具的说明，欠息系公司职员疏忽所致，并非恶意欠息。公司未还清债务中无不良/违约类贷款。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度以及管理体制等方面没有重大变化。

八、经营分析

1.经营概况

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业务。

2018年，公司实现营业收入11.91亿元，同比增长25.59%，主要系公司工程施工收入增长所致。从收入构成上来看，公司营业收入主要源自工程施工收入（78.45%）和土地整理收入收入（10.07%）。2018年工程施工收入为9.34亿元，同比增长19.71%，主要系当期确认扶贫村基础设施建设项目、上饶县秀美乡村人居环境改善工程项目和云谷田园综合体项目收入所致；土地整理收入为1.20亿元，同比变动不大；租赁业务收入1.01亿元，同比增长106.12%，主要系商铺、写字楼租金上升所致；新增商品销售收入0.22亿元，主要系销售萤石粉所致。

2018年，公司综合毛利率为17.32%，同比下降0.60个百分点。其中工程施工业务和土地整理业务毛利率分别为10.09%和12.43%，同比

分别下降1.63个和1.43个百分点，主要因为上述业务的管理费均按实际成本的15%收取，需要扣除资本化利息，由于当年资本化利息增加，导致毛利率不同程度的下降；销售商品毛利率为-58.89%，主要因为萤石粉销售价格波动较大，公司2018年刚开始进行萤石销售，相关经验不足造成亏损。

表4　2017—2018年公司营业收入和毛利率情况（单位：万元、%）

项　目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工收入	78045.91	82.3	11.72	93425.82	78.45	10.09
土地整理收入	11692.26	12.33	13.86	11995.73	10.07	12.43
租赁收入	4918.49	5.19	100.00	10122.68	8.50	98.89
销售商品收入	--	--	--	2238.24	1.88	-58.89
其他收入	174.11	0.18	-65.65	1313.64	1.10	99.91
合计	94830.78	100.00	17.92	119096.11	100.00	17.32

资料来源：公司提供

2.业务经营分析

工程施工业务

公司作为上饶县最主要的资产经营和建设开发的实施主体，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业务。

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”。

2018年，公司工程项目施工业务确认收入9.34亿元，同比增长19.71%，收入主要来源于扶贫村基础设施建设项目、上饶县秀美乡村人居环境改善工程项目和云谷田园综合体项目等。2018年公司主要确认收入的工程项目施工业务已全部回款。

表 5　2018 年主要确认收入的工程施工项目明细

（单位：亿元、%）

项目名称	确认成本	确认收入	回款
建档立卡扶贫村基础设施建设	2.21	2.52	2.52
上饶县秀美乡村人居环境改善工程	2.23	2.54	2.54
云谷田园综合体	1.28	1.47	1.47
光伏建设	0.68	0.78	0.78
灵山二标段污水管网亮化配套设施工程	0.41	0.41	0.41
济腰自来水厂	0.29	0.31	0.31
其他	0.55	1.30	1.30
合计	**7.65**	**9.34**	**9.34**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司在建的工程项目共计 8 个，计划总投资 56.25 亿元，已完成投资 10.62 亿元，未来尚需投资 45.63 亿元。公司目前重点施工的项目包括皂头农业科技园建设项目、上饶县建档立卡贫困村基础设施建设项目和上饶县秀美乡村人居环境改善工程项目等。

截至2018年底，公司拟建的工程项目共计3个，计划总投资额为1.53亿元，建设周期预计为2年。

表6 截至2018年底主要在建及拟建工程建设项目情况

（单位：亿元）

	项目名称	总投资	已投资	建设周期
在建	皂头农业科技园建设项目	8.47	1.40	5
	灵山二标段污水管网亮化配套设施工程	0.75	0.62	3
	高标准农田建设（农业局）	2.50	0.11	5
	建档立卡扶贫村基础设施建设	29.97	2.75	5

	上饶县秀美乡村人居环境改善工程	5.50	3.72	5
	楮溪河综合治理工程	5.00	0.29	4
	济腰自来水厂	0.55	0.45	5
	云谷田园综合体	3.50	1.28	3
	合计	56.25	10.62	--
拟建	东升路	0.70	--	2
	省道郑五线（清林学校至三清大道）段道路改造	0.68	--	2
	惟义路边小游园	0.15	--	2
	合计	**1.53**	--	--

资料来源：公司提供

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。

2018年，公司土地整理业务确认收入为1.20亿元，同比变动不大。目前公司承接的土地整理项目集中在上饶县旭日片区、城南片区、茶亭镇片区及其他土储中心指定的项目地点，项目总投资58.60亿元；截至2018年底，公司土地整理项目合计已完成投资45.47亿元，累计拆迁310.10万平方米，完成拆迁16503户。未来三年的拟投资金额分别为4.40亿元、5.45亿元和2.35亿元。

表 7　2018 年土地整理业务项目明细（单位：亿元、%）

项目名称	总投资	已投资	拟投资金额		
			2019 年	2020 年	2021 年
凤凰大道建设项目	5.00	3.93	1.07	--	--
老商贸城征迁项目	1.05	1.05	0.00	--	--
上饶北大道改造项目	2.55	2.22	0.33	--	--
茶亭镇片区项目	7.50	2.05	1.00	4.45	--
旭日片区土地整理项目	27.50	25.57	1.00	0.93	--
城南片区城南石狮改造项目	15.00	10.65	1.00	1.00	2.35
合计	**58.60**	**45.47**	**4.40**	**5.45**	**2.35**

资料来源：公司提供

棚户区改造业务

公司承接上饶县老县委片区城中村改造建设项目和上饶县城北片区城中村建设项目建设任务。上述项目资金来源全部为公司自筹，建设完成后将采取市场化销售模式运作，项目主要收入来源为安置房销售收入、棚改两限房销售收入和停车位销售收入。

老县委片区城中村改造建设项目总投资为8.10亿元，计划建设保障性住房2700套、地下车位1600个。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。截至2018年底，项目尚处于建设期，已完成投资5.34亿元。

城北项目建设棚户区总投资为7.42亿元，计划改造保障性住房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。截至2018年底，项目已完成投资3.08亿元。

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、汽车租赁和商品销售，其中汽车租赁规模较小。

截至2018年底，公司销售商品收入0.22亿元，主要系销售萤石粉所致；公司房屋租赁收入1.01亿元，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442.85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841.67万元，是公司收入的有效补充。

总体看，跟踪期内，公司工程设施建设业务稳步发展，回款质量较好；公司土地整理业务模式未发生变化，收入变动不大；公司商品销售业务和租赁业务逐步产生收入。公司在建

项目投资规模较大，未来资金支出压力较大。

3. 未来发展

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

八、财务分析

1.财务概况

公司提供了 2018 年度财务报表，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2018 年底，公司合并范围内子公司 24 家，新增 1 家子公司。2018 年，公司新增子公司为投资设立，新增子公司规模较小。整体看，合并范围变化对公司财务报表影响较小，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司资产总额 242.49 亿元，所有者权益 111.67 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 11.91 亿元，实现利润总额 2.41 亿元。

2.资产质量

2018 年底，公司资产总额 242.49 亿元，同比增长 45.26%，主要系存货和长期股权投资增长所致。其中，流动资产占 75.60%，非流动资产占 24.40%，流动资产占比有所下降。

表 8　2017—2018 年公司主要资产构成情况

（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**151.36**	**90.67**	**183.32**	**75.60**
货币资金	28.35	16.98	24.39	10.06
其他应收款	31.05	18.60	20.78	8.57
存货	88.98	53.31	135.48	55.87
非流动资产	**15.57**	**9.33**	**59.16**	**24.40**
长期股权投资	-	-	37.90	15.63
投资性房地产	15.20	9.10	15.20	6.27
资产总计	**166.93**	**100.00**	**242.49**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2018 年底，公司流动资产 183.32 亿元，同比增长 21.12%，主要系存货快速增长所致。流动资产中，货币资金 24.39 亿元，同比下降 13.97%，主要系招拍挂土地和项目建设支出所致。公司货币资金中无受限资金。其他应收款为 20.78 亿元，同比下降 33.07%，主要系本期往来款减少，从构成看，其他应收款主要是应收上饶县财政局、上饶县灵山旅游发展有限公司和上饶县城南新区开发建设有限公司的款项，前五名金额占比为 77.51%，对象较为集中。其他应收款中对关联方的往来款合计 8.27 亿元，占总额的 39.80%，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。存货为 135.48 亿元，同比大幅增长 52.25%，主要是通过招拍挂购买 22.68 亿元的土地，以及新增土地整理成本和保障房建设成本 23.32 亿元。

2018 年底，公司非流动资产 59.16 亿元，同比大幅增长 279.89%，主要系可供出售金融资产和长期股权投资增加所致。2018 年，可供出售金融资产增加至 5.37 亿元，主要是新增上饶县路悦建设项目管理有限公司 0.57 亿元投资和公司子公司上饶市御天交通发展有限公司本期购买 4.8 亿元先锋基金（固定收益型资产管理计划）。同期，公司新增长期应收款为 0.30 亿元，主要是上饶市九牛大峡谷旅游景点综合开发有限公司对公司的借款。2018 年底，公司新增长期股权投资为 37.90 亿元，系对联营企业上饶市广信农垦林业有限公司的投资。2018 年公司投资性房地产 15.20 亿元，较上年变动不大，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 8.59 亿元的不动产已用于抵押。

2018 年底，公司受限资产账面价值合计 9.81 亿元，其中包含投资性房地产中用于抵押担保的 8.59 亿元、存货中的土地使用权用于抵押担保的金额 1.22 亿元。受限资产占总资产 4.05%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产中流动资产占比大，主要以存货、其他应收款为主，资产流动性一般；非流动资产主要由投资性房地产和长期股权投资构成。公司整体资产质量一般。

3.负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 111.67 亿元，同比增长 55.68%，主要系资本公积增加所致。所有者权益主要由实收资本（占 1.90%）、资本公积（占 89.81%）和未分配利润（占 7.29%）构成。

2018 年底，公司实收资本为 2.12 亿元，同比增长 1.91%，主要系股东广信投资和农发基金投入所致；资本公积为 100.29 亿元，同比增长 60.04%，主要系上饶县政府划拨上饶市广信农垦林业有限公司股权所致；公司未分配利润 8.14 亿元，同比增长 33.08%。

总体看，公司所有者权益快速增长，稳定性较好。

负债

2018 年底，公司负债总额为 130.82 亿元，同比增长 37.41%，主要系长期借款及应付债券增长所致。从负债构成看，公司负债仍以非流动负债为主，非流动负债占 76.92%，较 2017 年底下降 4.99 个百分点。

2018 年底，公司流动负债合计 30.19 亿元，同比增长 12.98%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致。2018 年底，公司应付账款 5.35 亿元，较上年增加 5.32 亿元，主要是应付上饶县财政局的款项；其他应付款为 16.21 亿元，同比下降 21.15%，主要系往来款减少所致；一年内到期的非流动负债 6.12 亿元，同比大幅增长 140.94%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

2018 年底，公司非流动负债 100.63 亿元，同比增长 46.95%，主要系长期借款和应付债券增长所致。非流动负债主要由长期借款（占 67.97%）、应付债券（占 14.77%）和长期应付款（占 16.77%）构成。2018 年底，长期借款 68.40 亿元，同比增长 33.78%，主要系子公司银行借款增加所致，其他子公司提供相应抵押、质押担保或保证担保；应付债券 14.86 亿元，主要是 2018 年 7 月 24 日发行的“18 上饶县城投债/18 上饶县”。长期应付款 16.88 亿元，同上年变动不大，主要是应付光大金控（北京）投资管理有限公司和中国农发重点建设基金有限公司的款项，均为有息债务。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务为 107.65 亿元，同比增长 46.57%，其中短期债务占 6.98%；长期债务占 93.02%，债务结构仍以长期债务为主，公司债务结构较为合理。从公司债务期限结构看，公司预计于 2019-2021 年到期需偿还的有息债务合计 23.93 亿元。其中，2021 年及以后需偿还 96.92 亿元，近几年公司有息债务偿还期限分布较为平均。

表 9　2018 年公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期债务	6.15	5.34	7.51
长期债务	55.40	68.11	100.14
全部债务	61.54	73.45	107.65
长期债务资本化比率	45.76	48.71	47.28
全部债务资本化比率	48.38	50.59	49.08
资产负债率	53.13	57.03	53.95

资料来源：公司审计报告

从债务指标看，截至 2018 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率及全部债务资本化比率分别为 53.95%、47.28%和 49.08%，同比分别下降 3.08 个、1.43 个和 1.51 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司债务规模快速增长，但整体债务负担仍处于合理范围。

4.盈利能力

2018 年，受益于工程项目建设收入的增长，公司实现营业收入 11.91 亿元，同比增长 25.59%；营业成本 9.85 亿元，同比增长 22.45%，增幅小于营业收入。受此影响，2018 年公司营业利润率较上年上升 3.13 个百分点至 15.30%。

表 10　2017—2018 年公司收入与盈利情况

（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
营业收入	9.48	11.91
其他收益	2.00	2.50
期间费用	1.58	1.83
利润总额	1.87	2.41
营业利润率	12.17	15.30
总资本收益率	2.04	1.78
净资产收益率	2.33	2.04

资料来源：公司审计报告

公司期间费用主要以管理费用和财务费用为主，2018 年期间费用 1.83 亿元，占营业收入的比重为 15.37%，较 2017 年下降 1.30 个百分点。

2018 年，公司获得政府补助 2.50 亿元，计入其他收益科目。2018 年，公司利润总额 2.41 亿元，同比增长 28.89%。跟踪期内，政府补助对公司利润总额的贡献大。

盈利指标方面，2018年公司净资产收益率和总资本收益率分别为2.04%和1.78%，同比分别下降0.29个百分点和0.26个百分点，盈利能力有所下降。

总体看，跟踪期内，受工程项目建设收入增长影响，公司营业收入稳步增长；公司利润对政府补助依赖性强，公司整体盈利能力仍较弱。

5.现金流

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入为 40.15 亿元，同比增长 28.55%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 14.05 亿元，同比增长 48.49%，主要是收到的工程回款的资金；2018 年公司现金收入比 118.01%，较 2017 年上升 18.2 个百分点，公司收入实现质量有所改善。收到其他与经营活动有关的现金为 26.09 亿元，主要为往来款以及政府补贴收入。公司经营活动现金流出 62.28 亿元，同比增长 41.49%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 45.55 亿元，同比大幅增长 113.55%，主要系 2018 年公司通过招拍挂购买了大量土地以及工程建设投入增加所致，购买的土地用于开发或转让。2018 年，经营活动现金流净额-22.13 亿元。

从投资活动看，2018 年，公司无投资活动现金流入；投资活动现金流出 5.69 亿元，较上年增长 5.29 亿元，主要为购买的可供出售金融资产。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-5.69 亿元。

从筹资活动看，2018 年，公司筹资活动现金流入 44.45 亿元，同比增长 8.22%，以取得借款收到的现金和发行债券收到的现金为主。2018 年，公司筹资活动现金流出中，支付其他与筹资活动有关的现金 7.56 亿元，较上年增长 313.65%，主要系非金融机构借款增加所致。公司筹资活动产生的现金流量净额为 24.78 亿元。

表11　2017—2018年公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	31.23	40.15
经营活动现金流程量	44.02	62.28
经营活动产生的现金流量净额	-12.79	-22.13
投资活动产生的现金流量净额	-0.40	-5.69
筹资活动产生的现金流量净额	20.30	24.78
现金收入比	99.81	118.01

资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金净流出缺口有所扩大；投资活动产生现金流规模较小。考虑到公司目前在建项目及拟建项目规模较大，公司未来将面临大额资金需求，公司投资建设及正常运营对外部融资依赖性

大。

6.偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年，公司流动比率和速动比率分别为 607.24%和 158.47%，较 2017 年底分别上升 40.80 个百分点和下降 74.96 个百分点。同期，公司经营现金流动负债比为负，对短期债务无保障能力；公司现金类资产 24.39 亿元是短期债务的 3.25 倍，公司的短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 有所上升，为 4.07 亿元；公司全部债务/EBITDA 为 26.42 倍。公司长期偿债能力尚可。

截至 2018 年底，公司对外担保 3.20 亿元，被担保单位为江西省上饶县中学和上绕县城南新区开发建设有限公司。被担保对象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。总体看，公司对外担保规模大，担保比率 2.87%，公司或有负债风险较低。

截至 2018 年底，公司共获各家银行授信额度人民币 78.99 亿元，授信额度已全部使用，公司间接融资渠道亟待拓宽。

整体看，考虑到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，获得的外部支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产规模为215.95亿元，同比增长40.75%。母公司资产占合并口径资产总额的89.06%。其中，流动资产为150.67亿元。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。

截至2018年底，母公司所有者权益为109.86亿元，同比增长57.60%。其中，实收资本占1.93%，资本公积占88.20%。

截至2018年底，母公司负债规模较上年增长26.72%至106.09亿元，主要由流动负债构成。其中，流动负债主要由其他应付款构成。母公司2018年资产负债率为49.13%，同比有所下降。

2018 年，母公司营业收入为 6.20 亿元，占合并口径营业收入的 52.06%。营业成本为 4.72 亿元。公司 2018 年净利润为 2.48 亿元，同比上升 30.53%。

总体看，母公司资产和负债总额占合并口径的比例较大，对合并口径营业收入和净利润的贡献一般。

九、存续债券保障能力分析

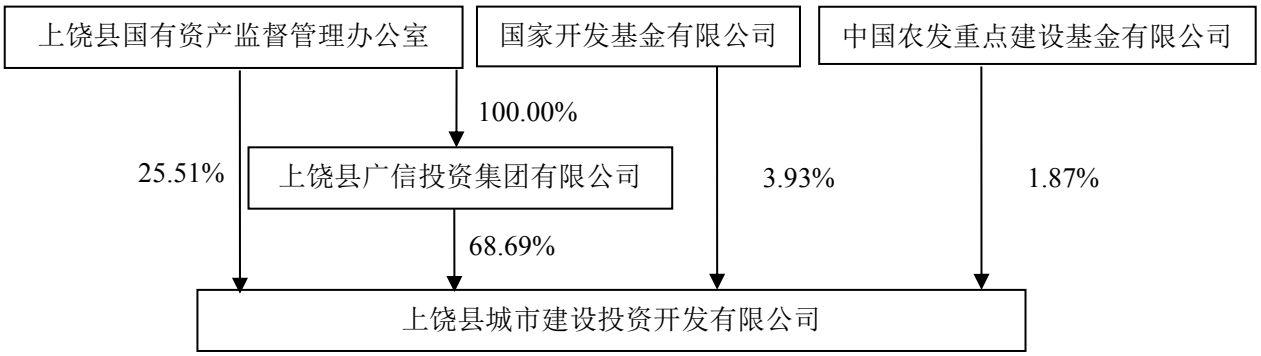
截至跟踪评级报告出具日，公司待偿还存续债券为“18 上饶县城投债/18 上饶县”，待偿还金额 15.00 亿元。2018 年，公司 EBITDA 和经营活动的现金流入量分别为 4.07 亿元和 40.15 亿元，分别为“18 上饶县城投债/18 上饶县”债券余额的 0.27 倍和 2.68 倍，公司经营活动现金流净额为-22.13 亿元。公司经营活动现金流入量对“18 上饶县城投债/18 上饶县”待偿还金额覆盖程度较好。

“18 上饶县城投债/18 上饶县”设置本金分期偿还条款，在存续期内后五年分期等额偿还本金：即在第三年末至第七年末每年偿还本期债券发行总额的 20%（3 亿元）。2018 年，公司 EBITDA 和经营活动的现金流入量分别为本期债券分期偿付金额的 1.36 倍和 13.38 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券分期偿付额度覆盖程度好。本期债券本金分期偿还条款的设置，能有效缓解公司未来资金集中偿付的压力。

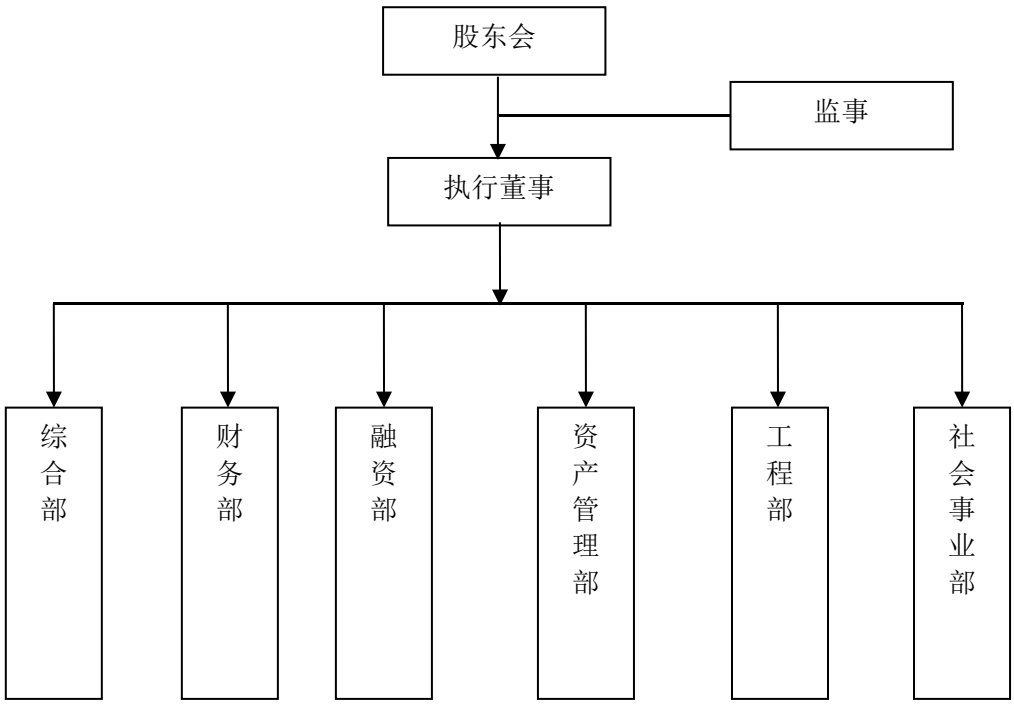
十一、结论

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 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年底公司组织结构图



附件 2　截至 2018 年底公司子公司情况

名称	注册资本	净资产	持股比例	取得方式
上饶市福禄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	-25.39	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	-631.66	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	-90.07	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
上饶县星宇贸易有限公司	3000.00	1769.74	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	31.42	28.35	24.39
资产总额(亿元)	140.11	166.93	242.49
所有者权益(亿元)	65.68	71.73	111.67
短期债务(亿元)	6.15	5.34	7.51
长期债务(亿元)	55.40	68.11	100.14
全部债务(亿元)	61.54	73.45	107.65
营业收入(亿元)	7.50	9.48	11.91
利润总额(亿元)	2.09	1.87	2.41
EBITDA(亿元)	2.74	3.18	4.07
经营性净现金流(亿元)	-22.96	-12.79	-22.13
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.42	2.72	7.97
存货周转次数(次)	0.11	0.10	0.09
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.06
现金收入比(%)	33.94	99.81	118.01
营业利润率(%)	14.67	12.17	15.30
总资本收益率(%)	1.87	2.04	1.78
净资产收益率(%)	2.65	2.33	2.04
长期债务资本化比率(%)	45.76	48.71	47.28
全部债务资本化比率(%)	48.38	50.59	49.08
资产负债率(%)	53.13	57.03	53.95
流动比率(%)	664.60	566.44	607.24
速动比率(%)	315.90	233.43	158.47
经营现金流动负债比(%)	-121.78	-47.85	-73.32
全部债务/EBITDA(倍)	22.49	23.12	26.42
EBITDA 利息倍数(倍)	2.94	0.82	0.75

注：长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算

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
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 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