信用等级公告

联合〔2020〕1763 号

联合资信评估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

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十三日

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

上饶市广信城投集团有限公司 2020 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：2020 年 6 月 23 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	B	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	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				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（原名上饶县城市建设投资开发有限公司，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增长，公司在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，公司资产流动性较弱、在建和拟建项目尚需投资规模较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，可有效降低公司的集中偿付压力；跟踪期内，公司 EBITDA 和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，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. 公司发展的外部环境良好。跟踪期内，上饶市广信区经济稳步发展，财政实力不断增强，2019 年广信区实现地区生产总值 262.8 亿元，实现一般公共预算收入 17.05 亿元。
2. 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，跟踪期内在财政补贴方面持续获得政府支持。
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。

分析师：张 依 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. 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。
2. 跟踪期内，公司经营活动现金流持续净流出；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。
3. 利润总额对政府补助依赖性大。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿元）	28.35	24.39	14.78
资产总额（亿元）	166.93	242.49	254.90
所有者权益（亿元）	71.73	111.67	112.24
短期债务（亿元）	5.34	7.51	14.08
长期债务（亿元）	68.11	100.14	100.26
全部债务（亿元）	73.45	107.65	114.34
营业收入（亿元）	9.48	11.91	12.48
利润总额（亿元）	1.87	2.41	2.83
EBITDA(亿元)	3.18	4.07	5.00
经营性净现金流（亿元）	-12.79	-22.13	-7.17
现金收入比（%）	99.81	118.01	105.69
营业利润率（%）	12.17	15.30	17.80
净资产收益率(%)	2.33	2.04	2.10
资产负债率(%)	57.03	53.95	55.97
全部债务资本化比率(%)	50.59	49.08	50.46
流动比率(%)	566.44	607.24	466.59
速动比率(%)	233.43	158.47	104.46
经营现金流动负债比(%)	-47.85	-73.32	-17.17
现金短期债务比(倍)	5.31	3.25	1.05
EBITDA 利息倍数(倍)	0.82	0.75	0.71
全部债务/EBITDA(倍)	23.12	26.42	22.87
公司本部			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	153.43	215.95	225.87
所有者权益(亿元)	69.71	109.86	107.15
全部债务(亿元)	1.66	16.03	16.05
营业收入(亿元)	8.84	6.20	7.85
利润总额(亿元)	2.03	2.57	3.85
资产负债率(%)	54.57	49.13	52.56
全部债务资本化比率(%)	2.32	12.73	13.03
流动比率(%)	154.43	168.02	161.67
经营现金流动负债比(%)	-4.07	-11.18	-6.68

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	2019/06/20	张依文 中马颖 章进	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	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 2020 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（原上饶县城市建设投资开发有限公司，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，江西省撤销上饶县设立上饶市广信区，公司名称变更为上饶市广信城投集团有限公司；同时，公司股东名称发生变更。截至2019年底，公司注册资本和实收资本均为21232.00万元，股权结构为：上饶市广信投资集团有限公司持股68.69%（原上饶县广信投资集团有限公司）、上饶市广信区国有资产监督管理办公室持股25.51%（原上饶县国有资产监督管理办公室，以下简称“广信区国资办”）、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。

跟踪期内，公司经营范围无变化。截至2019年底，公司本部内设综合部、财务部、融资部、资产管理部、工程部和社会事业部共6个职能部门（见附件1-2）；拥有纳入合并范围子公司24家（见附件1-3）。

截至2019年底，公司资产总额254.90亿元，所有者权益112.24亿元（其中少数股东权益0.03亿元）；2019年，公司实现营业收入12.48亿元，利润总额2.83亿元。

公司住所：江西省上饶市广信区惟义路122号；法定代表人：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，公司由联合资信评级的存续债券为“18上饶县城投债/18上饶县”，债券余额为15.00亿元。债券期限为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。跟踪期内，公司已按时足额偿付当期债券利息。

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 2019 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2019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 2019 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	2020 年
城北片区城中村建设项目	7.42	2018 年	74.39	5.52	5.00	5.00	2020 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

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下

滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 3　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业

企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基

础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，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。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政

策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）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，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

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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，并建立了以一般债券和专项债券为主的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，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，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基础上，政府持续加大在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，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐

性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。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。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 4　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最

			低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
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 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
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

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影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、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。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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。

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一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、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，上饶市广信区撤县设区，整体经济稳步发展，财政实力不断增强，公司发展的外部环境良好。

2019 年 7 月 26 日，江西省人民政府发文，撤销上饶县，设立上饶市广信区，以原上饶县的行政区域为广信区的行政区域。2019 年 10 月 16 日，上饶市广信区揭牌成立。

根据《2019 年 1-12 月广信区经济运行情况分析》，2019 年，广信区实现地区生产总值 262.8 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.7%。分产业看，2019 年广信区第一产业增加值 20.9 亿元，同比增长 3%；第二产业增加值 157.2 亿元，同比增长 8.6%；第三产业增加值 84.7 亿元，同比增长 10.6%，三次产业结构调整为 7.9:59.8:32.3。

2019年，广信区500万元以上固定资产投资同比增长10.6%，工业投资同比增长13.3%，房地产开发投资同比下降16.1%；2019年，广信区房地产销售面积同比增长18.8%。

根据广信区政府官网数据，2019 年，广信

区一般公共预算收入为 17.05 亿元，其中税收收入为 13.13 亿元，税收占一般公共预算收入比重为 77.01%；2019 年，广信区一般公共预算支出为 54.67 亿元，财政自给率为 31.19%。2019 年，广信区政府性基金收入为 34.77 亿元，主要为国有土地使用权出让收入。政府债务方面，2019 年底广信区政府债务余额为 32.29 亿元，其中，一般债务余额 18.42 亿元，专项债务余额 13.87 亿元。

根据广信区政府官网数据，2020年一季度，广信区实现地区生产总值为63.96亿元，同比增长0.5%，比上饶市平均水平高2.9个百分点；其中，第一产业增加值为3.38亿元，同比增长0.03%；第二产业增加值为30.54亿元，同比下降3.3%；第三产业增加值为30.03亿元，同比增长4.5%。广信区固定资产投资同比增长0.2%，社会消费品零售总额18.4亿元，同比下降23.8%。财政收支方面，2020年一季度，广信区一般公共预算收入7.6亿元，同比增长0.1%。

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。

2019 年，根据饶广信财秘〔2019〕23 号，上饶市广信区财政局拨付公司基础设施建设财政补贴 2.67 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 2020 年 3 月 16 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。

七、管理分析

根据公司股东会决议，公司设立董事会。免去刘昌福执行董事职务，任命刘昌福为董事会董事长，周晓建、郑华剑、郑晓华、王露为董事，免去高明炉原监事职务，任命聂燕群为公司监事。

周晓建，1972年2月出生，本科学历。历任上饶县皂头镇政府科员，上饶县纪委监察局科员，现任公司董事兼总经理。

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收入等。2019 年，公司营业收入和综合毛利率同比均有所上升。

2019年，公司实现营业收入12.48亿元，同比增长4.75%，主要源于土地开发整理业务收入的增长；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88.87%。2019年，公司工程施工业务收入7.75亿元，同比下降17.05%，主要系当年结转收入较少所致；公司土地开发整理业务收入3.34亿元，同比大幅增长178.34%，主要系本年度完成上饶北大道改造项目并确认收入；房屋租赁收入1.06亿元，同比变化不大。公司其他业务收入来自资金占用费等，收入规模较小。

2019 年，公司综合毛利率较 2018 年提高 2.47 个百分点至 19.79%。其中，工程施工业务和土地开发整理业务毛利率分别为 10.19%和 12.69%，较为稳定。

表 5　公司营业收入和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	93425.82	78.45	10.09	77494.19	62.11	10.19

土地开发整理	11995.73	10.07	12.43	33388.68	26.76	12.69
房屋租赁	10122.68	8.50	98.89	10593.20	8.49	99.45
商品销售	2238.24	1.88	-58.89	396.55	0.32	-17.02
其他业务	1313.64	1.10	99.91	2886.83	2.31	72.30
合计	**119096.11**	**100.00**	**17.32**	**124759.45**	**100.00**	**19.79**

注：其他业务主要包括汽车租赁和资金占用费收入
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，但回款质量较高。

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、上饶市广信区恒利轩投资发展有限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”。

2019年，公司确认工程施工业务收入7.75亿元，主要来自云谷田园综合体和灵山大道省道S203郑五线二、三标段工程项目等，已全部回款，回款质量较好。

（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大幅增长，且全部回款。

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，截至2019年底，公司土地整理项目合计已完成投资46.69亿元，累计拆迁313.31万平方米，完成拆迁16771户。2019年公司确认土地开发整理收入3.34亿元，同比大幅增长178.34%，收入全部来自上饶北大道改造项目，已全部回款。

（3）其他业务

公司其他业务包括房屋租赁、商品销售、资金占用费收入和汽车租赁等。2019年，公司实现房屋租赁收入1.06亿元；截至2019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。2019年，公司实现商品销售收入396.55万元，同比下降82.28%，主要系本年度萤石粉销售减少所致，该业务自2018年开展，萤石粉销售价格波动较大，收入不稳定；2019年，公司实现资金占用费收入2310.46万元，主要来自对上饶市云谷生态农业发展有限公司（以下简称“云谷生态公司”）和上饶市九牛大峡谷旅游景点综合开发有限公司（以下简称

“九牛大峡谷公司”）等资金拆借产生收入；汽车租赁业务规模相对较小，2019年实现收入559.47万元。

（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2019年底，公司在建项目包括委托代建项目、土地开发整理和安置房，总投资金额为99.15亿元，已完成投资66.38亿元。其中，建档立卡扶贫村基础设施建设项目是对上饶市广信区91个尚未脱贫的建档立卡贫困村，实施水电路桥、校园安全、便民广场、环境治理等基础设施项目，该项目总投资概算9.66亿元，项目资金来自于地方财政性资金及国开行贷款，未来政府分年度进行回购。委托代建项目包括皂头农业科技园等三个项目。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，总投资金额55.00亿元，已完成投资46.69亿元。安置房项目包括城北片区城中村建设项目和老县委片区城中村改造建设项目，为“18上饶县城投债/18上饶县”募投项目， 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，预计今年年底完工。

截至2019年底，公司拟建项目全部为委托代建项目，包括金桥商住小区（含农贸市场）、上饶茶亭自来水厂和旭日片区雨污水管网改造工程等，预计总投资金额4.68亿元。

表 6　截至 2019 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资金额	工期	项目类型	截至 2019 年底累计完成投资	投资计划		
					2020 年	2021 年	2022 年
上饶县秀美乡村人居环境改善工程	55000.00	2016-2020	委托代建	38292.73	16707.27	0.00	0.00
皂头农业科技园	84700.00	2015-2022	委托代建	15695.25	10000.00	25000.00	34004.75
建档立卡扶贫村基础设施建设	96576.00	2016-2020	政府购买服务	20341.46	76234.54	0.00	0.00
槠溪河综合治理项目	50000.00	2017-2021	委托代建	8769.38	21000.00	20230.62	0.00
凤凰大道建设项目	50000.00	2016-2022	土地开发整理	44980.62	1000.00	2000.00	2019.38
茶亭镇片区项目	75000.00	2018-2020	土地开发整理	38103.19	10000.00	10000.00	16896.81
旭日片区	275000.00	2016-2022	土地开发整理	266912.36	2000.00	2000.00	4087.64
城南片区	150000.00	2016-2022	土地开发整理	116952.88	10000.00	10000.00	13047.12
城北片区城中村建设项目	74200.00	2018-2020	安置房	55237.27	18962.73	0.00	0.00
老县委片区城中村改造建设项目	81000.00	2018-2020	安置房	58532.52	22467.48	0.00	0.00
合计	**991476.00**	--	--	**663817.66**	**188372.02**	**69230.62**	**70055.70**

资料来源：公司提供

表 7 公司拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划工期	项目类型	总投资金额	投资计划		
				2020 年	2021 年	2022 年
金桥商住小区（含农贸市场）	2020-2022	委托代建	20000.00	2000.00	15000.00	3000.00
上饶茶亭自来水厂	2020-2021	委托代建	9394.00	3000.00	6394.00	0.00
旭日片区雨污水管网改造工程	2020-2021	委托代建	7000.00	2000.00	5000.00	0.00
罗桥片区雨污水主管工程	2020-2021	委托代建	5400.00	2000.00	3400.00	0.00
石狮农贸市场建设工程	2020-2021	委托代建	5000.00	2000.00	3000.00	0.00
合计	--	--	**46794.00**	**11000.00**	**32794.00**	**3000.00**

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2019年度财务报告，中天运会计师事务所（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2019年底，公司拥有合并范围内子公司24家，较2018年无变化，公司财务数据可比性强。

截至2019年底，公司资产总额254.90亿元，所有者权益112.24亿元（其中少数股东权益0.03亿元）；2019年，公司实现营业收入12.48亿元，利润总额2.83亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额小幅增长，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。

2019年底，公司资产总额254.90亿元，较2018年底增长5.12%；资产构成以流动资产为主，占比76.45%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	24.39	10.06	14.78	5.80
其他应收款	20.78	8.57	26.14	10.26
存货	135.48	55.87	151.24	59.33
流动资产	**183.32**	**75.60**	**194.87**	**76.45**
长期股权投资	37.90	15.63	38.51	15.11
投资性房地产	15.20	6.27	15.36	6.03
非流动资产	**59.16**	**24.40**	**60.03**	**23.55**
资产合计	**242.49**	**100.00**	**254.90**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年底，公司流动资产194.87亿元，较2018年底增长6.30%，主要系其他应收款和存货增长所致。2019年底，公司流动资产以其他应收款（占13.41%）和存货（占77.61%）为主。2019年底，公司货币资金较2018年底下降39.38%至14.78亿元，主要用于项目投入，主要由银行存款（占84.84%）和定期存单（占15.15%）构成，货币资金中无使用受限资金。

2019年底，公司其他应收款较2018年底增长25.75%至26.14亿元，主要系与上饶灵山旅游发展有限公司和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。账龄方面，公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款（26.23亿元）中，1年以内占比36.80%，1~2年占比38.70%，2~3年占比24.45%；累计计提坏账准备924.08万元，计提比例低。公司其他应收款前五名合计19.22亿元，占比73.27%，集中度较高。总体看，公司其他应收款规模较大，账龄偏长，对资金形成明显占用。

表9 2019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
上饶灵山旅游发展有限公司	5.65	3年以内
上饶市广信区恒昌投资发展有限公司	5.07	2年以内
金源华兴融资租赁有限公司[1]	3.00	1年以内
上饶县城南新区开发有限公司	2.88	3年以内
上饶市广信区财政局	2.62	3年以内
合计	**19.22**	--

资料来源：公司审计报告

2019年底，公司存货较2018年底增长11.63%至151.24亿元，主要系招拍挂购买土地资产和代建工程持续投入所致。存货主要由土地使用权76.19亿元、代建工程项目成本16.02亿元和土地整理成本58.89亿元构成。

2019年底，公司非流动资产60.03亿元，较2018年底增长1.46%，主要来自长期股权投资的增长。2019年底，公司非流动资产以长期股权投资（占64.15%）和投资性房地产（占

[1] 子公司上饶市广信区恒昌投资发展有限公司与金源华兴融资租赁有限公司签署借款协议，提供委托资金，自江苏远隆供应链管理有限公司处购买设备，再出租给江西普瑞美新材料科技有限公司，该笔委托资金来自于上饶市上投教育发展集团有限公司，公司无需垫付资金

25.59%）为主。

2019 年底，公司可供出售金融资产 5.45 亿元，较 2018 年底增长 1.52%，主要为公司对上饶县路悦建设项目管理有限公司投资（持股比例 5.00%）和新购入信安御天一号私募证券投资基金。

2019年底，公司长期股权投资38.51亿元，较2018年底增长1.61%，主要系公司追加对云谷生态公司和上饶市棕远生态环境有限公司的股权投资；主要被投资单位为上饶市广信农垦林业有限公司37.90亿元。

2019年底，公司投资性房地产较2018年底增长1.01%至15.36亿元，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6.84亿元不动产已用于抵押。

2019年底，公司资产中使用受限金额为12.83亿元，受限资产占资产总额的5.03%，分别为用于抵押借款的存货5.76亿元、投资性房地产6.84亿元和固定资产0.23亿元。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持稳定，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

2019 年底，公司所有者权益 112.24 亿元，较 2018 年底增长 0.51%，主要来自未分配利润的增长；公司所有者权益主要由实收资本（占 1.89%）、资本公积（占 87.76%）和未分配利润（占 9.03%）构成。

2019年底，公司资本公积较2018年底下降1.78%至98.50亿元，主要系公司归还国开发展基金有限公司0.24亿元、本部及子公司上饶县卓昌建设发展有限公司各一宗土地使用权被注销。

负债

2019 年底，公司负债总额 142.66 亿元，较 2018 年底增长 9.06%，负债构成以非流动负债（占比 70.72%）为主。

2019 年底，公司流动负债 41.77 亿元，较 2018 年底增长 38.34%，主要系短期借款和其他应付款增加所致。2019 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 12.23%）、其他应付款（占 56.95%）和一年内到期的非流动负债（占 21.47%）构成。

2019 年底，公司短期借款较 2018 年底大幅增长 267.59%至 5.11 亿元，主要由保证借款（占 60.67%）、质押借款（占 0.19%）和保证+质押借款（占 39.14%）构成。

2019年公司新增预收款项1.27亿元，主要为预收上饶市广信区财政局项目款，账期在一年以内。

2019年底，公司其他应付款较2018年底增长46.78%至23.79亿元，主要系公司与上饶市数字和金融产业投资集团有限公司之间拆借款增加。

2019年底，公司一年内到期的非流动负债较2018年底增长46.60%至8.97亿元，主要为一年内到期的长期借款和一年内到期的融资租赁款。

2019年底，公司非流动负债100.90亿元，较2018年底变动不大。2019年底，公司非流动负债主要由长期借款（占66.96%）、应付债券（占14.76%）和长期应付款（占17.65%）构成。

2019年底，公司长期借款较2018年底小幅下降1.24%至67.56亿元，主要由担保借款（占94.45%）和信用借款（占5.55%）构成。

2019年底，公司应付债券14.89亿元，较2018年底变动不大，为公司于2018年7月24日发行的“18上饶县城投债/18上饶县”。

2019 年底，公司长期应付款较 2018 年底增长 5.53%至 17.81 亿元，系公司新增融资租赁款。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 16.88 亿元，融资租赁款 0.93 亿元，全部为有息借款，已调整至长期债务计算。

2019年底，公司全部债务114.34亿元，较2018年底增长6.21%；其中，长期债务占比

87.69%，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	2018 年	2019 年
短期债务	7.51	14.08
长期债务	100.14	100.26
全部债务	107.65	114.34
长期债务资本化比率	47.28	47.18
全部债务资本化比率	49.08	50.46
资产负债率	53.95	55.97

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，2019 年底，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率较为稳定，资产负债率较上年底有所增长，分别为 47.18%、50.46%和 55.97%。

有息债务到期时间分布方面，公司将于 2020 年、2021 年和 2022 年到期的债务规模分别为 14.08 亿元、9.48 亿元和 9.09 亿元，集中偿付压力不大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入持续上升，利润总额对政府补助依赖大。

2019 年，公司实现营业收入 12.48 亿元，同比增长 4.76%，主要来自土地开发整理收入增长；营业成本 10.01 亿元，同比增长 1.63%；营业利润率为 17.80%，同比上升 2.50 个百分点。

表 11 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	11.91	12.48
营业成本	9.85	10.01
期间费用	1.83	2.31
其他收益	2.50	2.67
利润总额	2.41	2.83
营业利润率	15.30	17.80
总资本收益率	1.78	1.99
净资产收益率	2.04	2.10

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，2019 年为 2.31 亿元，同比增长 25.96%，主要来自财务费用的增加。2019 年公司期间费用占营业收入的比例较上年上升 3.11 个百分点至 18.50%。

2019 年，公司实现其他收益 2.67 亿元，主要是政府对公司基础设施建设项目的补贴。2019 年，公司利润总额 2.83 亿元，利润总额对政府补助依赖性大。

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率为 1.99%，净资产收益率为 2.10%，同比分别上升 0.21 个和 0.06 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流受往来款影响较大，经营活动现金净流出规模有所收窄；投资活动现金流主要为购买及赎回基金的资金；对外融资规模有所下降，筹资活动现金流转为净流出；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，2019 年公司经营活动现金流入 62.97 亿元，同比大幅增长 56.86%。其中销售商品、提供劳务收到的现金 13.19 亿元，同比下降 6.18%，主要为收到的工程回款；收到其他与经营活动有关的现金 49.79 亿元，同比增长 90.82%，主要为往来款和政府补助资金。2019 年公司经营活动现金流出 70.15 亿元，同比增长 12.63%。其中购买商品、接受劳务支付的现金 25.60 亿元，同比下降 43.80%，主要为工程项目和土地整理投入；支付其他与经营活动有关的现金 44.41 亿元，同比增长 169.46%，主要系往来款支出增加所致。2019 年，公司经营活动现金净流量为-7.17 亿元。

从收入实现质量看，2019 年，公司现金收入比较为稳定，为 105.69%，整体收入实现质量较高。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	40.15	62.97
经营活动现金流出量	62.28	70.15
经营活动现金流量净额	-22.13	-7.17
投资活动现金流量净额	-5.69	-3.81
筹资活动现金流量净额	24.78	-0.83

现金收入比	118.01	105.69

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，2019 年公司投资活动现金流入量 8.30 亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金 8.21 亿元，主要为基金赎回的资金。2019 年公司投资活动现金流出量 12.11 亿元，同比增长 112.82%，主要为资金拆借和购买信安御天一号私募证券投资基金支付的资金。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.81 亿元。

筹资活动现金流方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 16.06 亿元，主要为银行及非金融机构借款资金。2019 年公司筹资活动现金流出 16.90 亿元，主要为偿还债务本息支付的现金和定期存单质押支出等。2019 年，公司筹资活动现金流量净额为-0.83 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标较强，长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，2019 年公司流动比率和速动比率较上年均有所下降，分别为 466.59%和 104.46%。2019 年公司经营现金流动负债比为-17.17%，经营活动净现金流对流动负债无保障能力。2019 年底，公司现金短期债务比为 1.05 倍，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 较上年有所增长，为 5.00 亿元；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 0.71 倍和 22.87 倍，公司长期偿债能力指标一般。

截至 2019 年底，公司对外担保 3.90 亿元，担保比率 3.47%，被担保单位为江西省上饶县中学和九牛大峡谷公司。被担保对象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，公司对外担保规模较小，或有负债风险较低。

表13 2019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
江西省上饶县中学	3000.00	2016/01/26-2021/01/25
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
合计	**39000.00**	--

截至 2019 年底，公司获得银行授信额度 84.49 亿元，授信额度已全部使用，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、收入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。

2019 年底，母公司资产总额 225.87 亿元，较上年底增长 4.59%，其中流动资产占比 73.39%。从构成看，流动资产主要由其他应收款和存货构成，非流动资产主要长期股权投资构成。

2019 年底，母公司所有者权益为 107.15 亿元，较上年底小幅下降 2.46%；其中，实收资本 2.12 亿元，资本公积 90.64 亿元，未分配利润 12.95 亿元。

2019 年底，母公司负债规模 118.72 亿元，较上年底增长 11.90%，其中流动负债占比 86.36%。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；资产负债率为 52.56%，较上年底上升 3.43 个百分点，整体负债水平一般。

2019 年，母公司实现营业收入 7.85 亿元，利润总额 3.85 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

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“18 上饶县城投债/18 上饶县”的债券余额为 15.00 亿元。2019 年，公司 EBITDA 和经营活动的现金流入量分别为 5.00 亿元和 62.97 亿元，分别为“18 上饶县城投债/18 上饶县”债券余额的 0.33 倍和 4.20 倍。公

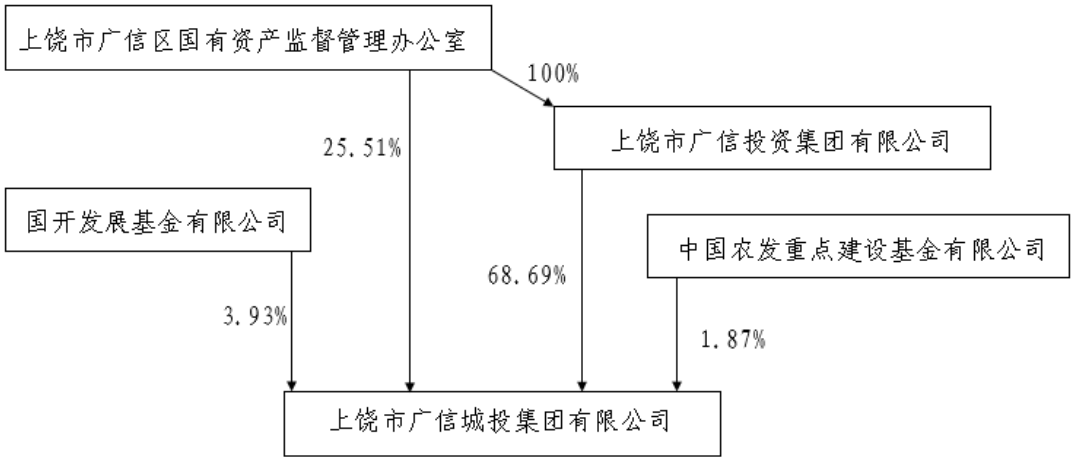
司经营活动现金流入量对“18 上饶县城投债/18 上饶县”的覆盖程度较好。

“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存续债券发行总额的 20%（3.00 亿元）。2019 年，公司 EBITDA 和经营活动的现金流入量分别为债券分期偿付金额的 1.67 倍和 20.99 倍。总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续债券分期偿付金额保障能力较好。“18 上饶县城投债/18 上饶县”设置的分期还款安排有助于缓解公司的集中偿付压力。

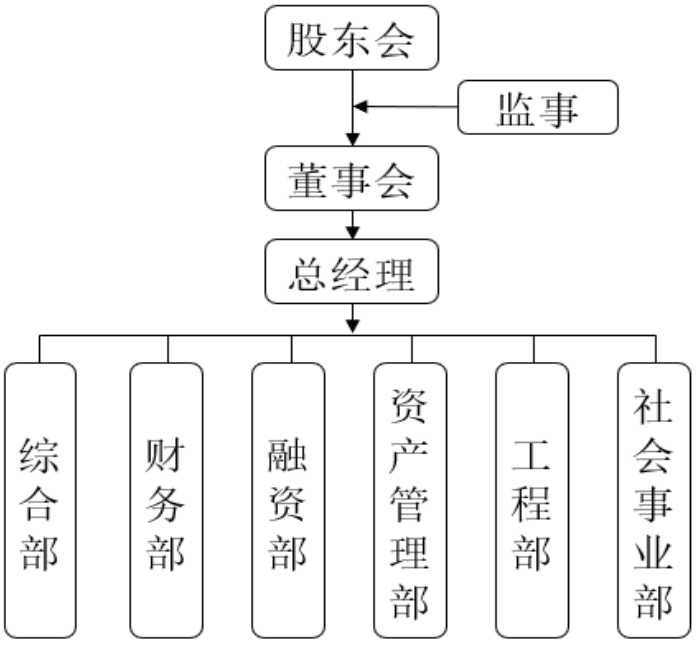
十一、结论

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 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 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

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	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	28.35	24.39	14.78
资产总额(亿元)	166.93	242.49	254.90
所有者权益(亿元)	71.73	111.67	112.24
短期债务(亿元)	5.34	7.51	14.08
长期债务(亿元)	68.11	100.14	100.26
全部债务(亿元)	73.45	107.65	114.34
营业收入(亿元)	9.48	11.91	12.48
利润总额(亿元)	1.87	2.41	2.83
EBITDA(亿元)	3.18	4.07	5.00
经营性净现金流(亿元)	-12.79	-22.13	-7.17
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.72	7.97	8.25
存货周转次数(次)	0.10	0.09	0.07
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.05
现金收入比(%)	99.81	118.01	105.69
营业利润率(%)	12.17	15.30	17.80
总资本收益率(%)	2.04	1.78	1.99
净资产收益率(%)	2.33	2.04	2.10
长期债务资本化比率(%)	48.71	47.28	47.18
全部债务资本化比率(%)	50.59	49.08	50.46
资产负债率(%)	57.03	53.95	55.97
流动比率(%)	566.44	607.24	466.59
速动比率(%)	233.43	158.47	104.46
经营现金流动负债比(%)	-47.85	-73.32	-17.17
全部债务/EBITDA(倍)	23.12	26.42	22.87
EBITDA 利息倍数(倍)	0.82	0.75	0.71
现金短期债务比(倍)	5.31	3.25	1.05

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	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	16.73	14.56	4.43
资产总额(亿元)	153.43	215.95	225.87
所有者权益(亿元)	69.71	109.86	107.15
短期债务(亿元)	0.48	0.01	0.36
长期债务(亿元)	1.18	16.02	15.69
全部债务(亿元)	1.66	16.03	16.05
营业收入(亿元)	8.84	6.20	7.85
利润总额(亿元)	2.03	2.57	3.85
EBITDA(亿元)	3.32	4.22	4.24
经营性净现金流(亿元)	-3.35	-10.02	-6.85
财务指标			
销售债权周转次数(次)	7.07	9.92	13.78
存货周转次数(次)	0.13	0.08	0.10
总资产周转次数(次)	0.06	0.03	0.04
现金收入比(%)	104.98	179.35	150.53
营业利润率(%)	13.01	20.12	19.48
总资本收益率(%)	4.48	3.27	3.21
净资产收益率(%)	2.73	2.26	3.32
长期债务资本化比率(%)	1.66	12.73	12.77
全部债务资本化比率(%)	2.32	12.73	13.03
资产负债率(%)	54.57	49.13	52.56
流动比率(%)	154.43	168.02	161.67
速动比率(%)	82.83	97.73	98.77
经营现金流动负债比(%)	-4.07	-11.18	-6.68
全部债务/EBITDA(倍)	0.50	3.80	3.79
EBITDA 利息倍数(倍)	0.85	0.78	2.40
现金短期债务比(倍)	34.85	145.60	12.31

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

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