

信用等级公告

联合[2019] 598 号

联合资信评估有限公司通过对江西黄岗山投资股份有限公司及其拟发行的 2019 年第二期公司债券的信用状况进行综合分析和评估,确定江西黄岗山投资股份有限公司主体长期信用等级为 AA-, 2019 年第二期江西黄岗山投资股份有限公司公司债券信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年三月二十日



2019 年第二期江西黄岗山投资股份有限公司 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: AAA
评级展望: 稳定

本期债券发行规模: 2 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 分期还本

资金用途: 用于铅山县城区棚户区改造项目、
铅山县综合停车场建设项目

评级时间: 2019 年 3 月 20 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	0.49	6.37	10.91
资产总额(亿元)	40.71	73.24	95.99
所有者权益(亿元)	29.21	40.25	41.64
短期债务(亿元)	1.16	3.23	6.41
长期债务(亿元)	2.09	17.38	32.98
全部债务(亿元)	3.25	20.61	39.39
营业收入(亿元)	2.76	4.31	3.21
利润总额(亿元)	1.12	1.63	1.41
EBITDA(亿元)	1.18	1.81	1.68
经营性净现金流(亿元)	-8.07	-5.64	-3.60
营业利润率(%)	5.61	4.27	4.05
净资产收益率(%)	3.73	3.95	3.30
资产负债率(%)	28.26	45.04	56.62
全部债务资本化比率(%)	10.01	33.87	48.61
流动比率(%)	322.10	382.34	342.07
经营现金流动负债比(%)	-85.68	-36.12	-16.85
EBITDA 利息倍数(倍)	1.34	1.42	0.66
全部债务/EBITDA(倍)	2.75	11.36	23.47

注: 长期应付款中有息债务已计入长期债务及相关指标; EBITDA 利息倍数中利息金额采用现金流量表中“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”数据代替计算。

分析师

张 依 马玉丹

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

江西黄岗山投资股份有限公司(以下简称“公司”)是铅山县重要的城市基础设施建设主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对其评级反映了公司在经营环境、业务开展及政府支持等方面的优势。同时联合资信也关注到, 公司整体资产质量一般、盈利能力偏弱、收入实现质量差以及未来资金支出压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

近年来, 铅山县经济持续发展, 有利于公司基础设施建设业务开展。未来, 随着公司项目建设推进, 公司整体经营状况有望得以改善, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设置了本金分期还款条款, 一定程度上缓解了公司集中偿付压力。重庆三峡融资担保集团股份有限公司(以下简称“重庆三峡担保”)为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 经联合资信评定, 重庆三峡担保的主体长期信用等级为 AAA, 其担保显著提升了本期债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 铅山县经济稳步增长, 为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 近年来, 公司作为铅山县主要城市基础设施建设主体, 在资金注入、股权划转及财政补贴等方面获得铅山县人民政府较大支持。
3. 本期债券设置本金分期偿还条款, 在一定程度上缓解了公司集中偿付压力。
4. 重庆三峡担保为本期债券提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 显著提升

了本期债券本息偿付的安全性。

关注

1. 公司资产中存货和其他应收款对资金占用明显，受限资产占比大，整体资产质量一般。
2. 公司自身盈利能力偏弱，收入实现质量差，经营现金流持续为负，未来资本支出压力较大，对外部融资依赖性较强。
3. 近年来，公司负债规模快速扩大，债务水平有所攀升。
4. 公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。
5. 本期债券募集资金偿付有赖于募投项目收入预期的顺利实现及公司对项目整体收入的合理调配；募投项目建设进度滞后于计划进度，且其收益实现对宏观政策和市场需求的敏感性较强具有不确定性。

声 明

一、本报告引用的资料主要由江西黄岗山投资股份有限公司（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。

2019 年第二期江西黄岗山投资股份有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

江西黄岗山投资股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2006 年 4 月，系经铅山县人民政府批准（铅府字【2006】36 号），由铅山县住房资金管理局、铅山县农业税征收管理局（后更名为铅山县乡镇财政管理局）和原铅山县政府采购中心（后被撤销，由铅山县人民政府采购办公室履行股东职责）共同出资组建的（非上市、国有控股）股份有限公司。公司初始注册资本 5000 万元，经历次增资，截至 2018 年 11 月底，铅山县乡镇财政管理局持有公司 16.22% 的股份，铅山县人民政府采购办公室（以下简称“采购办”）持有公司 24.32% 的股份，铅山县住房资金管理局（以下简称“住房管理局”）持有公司 40.54% 的股份，中国农发重点建设基金有限公司持有公司 18.92% 的股份。2018 年 12 月，原公司股东采购办和住房管理局将其所持有公司全部股份划转给铅山城投控股集团有限公司（以下简称“铅山城投”），铅山城投持有公司 64.86% 的股份成为公司第一大股东（截至本报告出具日，本次股权划转尚未完成工商变更）。铅山城投系铅山县人民政府授权铅山县国有资产监督管理办公室出资设立的国有独资公司，公司实际控制人为铅山县人民政府。

公司经营范围：实业投资、投资经营管理土地资产、城市基础设施建设、交通设施建设、房地产开发、旅游开发。

截至 2017 年底，公司拥有 10 家二级子公司；本部设有行政管理部、资产经营部、投资融资部、法务审计部、财务部和工程部 6 个部门。

截至 2017 年底，公司资产总额 95.99 亿元，所有者权益 41.64 亿元；2017 年公司实现营业收入 3.21 亿元，利润总额 1.41 亿元。

公司住所：江西省上饶市铅山县河口镇鹅湖大道 76 号；法定代表人：邓仁贵。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

国家发改委于 2018 年 5 月 8 日批复同意公司发行不超过 12 亿元公司债券（发改企业债券【2018】74 号），公司已于 2018 年 10 月 8 日发行 2018 年第一期江西黄岗山投资股份有限公司公司债券 5 亿元（以下简称“18 黄岗山债 01”），于 2019 年 1 月 25 日发行 2019 年第一期江西黄岗山投资股份有限公司公司债券 5 亿元（以下简称“19 黄岗山债 01”），本期计划在发改委批复额度内发行“2019 年第二期江西黄岗山投资股份有限公司公司债券”2 亿元（以下简称“本期债券”），期限为 7 年，按年付息，分期还本，在存续期的第 3~7 年，每年偿还 20% 的本金。本期债券由重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“重庆三峡担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金 2 亿元，其中 1 亿元用于铅山县城区棚户区改造项目，1 亿元用于铅山县综合停车场建设项目。

铅山县城区棚户区改造项目

铅山县城区棚户区改造项目计划总投资 16.02 亿元（建设投资 14.70 亿元，建设期利息 1.32 亿元），项目资本金 5.02 亿元，由公司自筹，剩余来自债务融资。该项目已取得上饶市铅山县环境保护局、城乡规划局、国土资源局及发改委等部门的相关批复。根据江西省住房和城乡建设厅《关于确认上饶市棚户区改造项目的复函》（赣建发【2016】22 号），该项目已列入

2016~2017 年江西省棚户区改造计划。

该项目实施总用地面积约 1000.69 亩，涉及范围包括铅山县城北片区、城东新区、城西片区（二期）和河口镇老城区四个片区；涉及拆迁改造户 3903 户，棚户区征收改造总面积 417234.56 平方米；采取货币化补偿的方式实施，即采用货币补偿安置拆迁户，后拟新建 2750 套安置房供拆迁户进行购买。该项目拟征地 100000 平方米（约合 150 亩）用于安置小区建设，前期工作包括征地、土地报批、土地平整等。安置小区建设内容包括 275000 平方米住宅建筑、25000 平方米配套商业建筑、建筑面积 30000 平方米的不计容地下室及配套基础设施（包括道路及场地硬化、给排水及消防工程、雨水工程、污水工程、电气工程、亮化工程、交通设施及绿化工程等）。该项目拟定建设期 24 个月，自 2017 年 1 月起，至 2018 年 12 月止。截至 2018 年底，该项目已完成房屋征收工作，公司已投资 6.00 亿元，实际建设进度受资金到位情况影响较计划进度有所滞后。

根据上饶宝信工程咨询有限公司出具的《上饶市铅山县城棚湖区（城中村）改造项目可行性研究报告》，该项目收入来源主要包括安置房出售、商铺出售和停车场车位出售等，预计项目完工后可获得上述经营收入共计 119500.00 万元。

铅山县综合停车场建设项目

铅山县综合停车场建设项目计划总投资 6.68 亿元（工程费用 4.39 亿元，工程建设其他费用 1.29 亿元，建设期利息 0.48 亿元，基本预备费 0.46 亿元，铺底流动资金 0.05 亿元），项目资本金 2.68 亿元，由公司自筹，剩余来自债务融资。该项目已取得上饶市铅山县环境保护局、城乡规划局、国土资源局及发改委等部门的相关批复。

该项目含铅山县城南停车场、辛弃疾广场停车场、城区停车场和葛仙山风景区停车场共四个停车场建设项目，总用地面积 245076.20 平方米，地面停车场占地面积 140990.24 平方

米，主要建设停车位 3306 个，其中地面停车位 2683 个、地下停车位 623 个，建筑物总建筑面积 45398.71 平方米（包含商业用房、综合用房等），以及配套的绿化、给排水、电力、通信、路灯、安全防护设施等附属配套设施。该项目拟定建设期为 24 个月，自 2017 年 1 月起至 2018 年 12 月止。截至 2018 年底，该项目已完成土地平整和车位建设，商业房部分尚处于框架建设阶段，公司已投资 3.50 亿元，实际建设进度受资金到位情况影响较计划进度有所滞后。

根据上饶宝信工程咨询有限公司出具的《铅山县综合停车场建设项目可行性研究报告》，该项目建成后即进行对外出租，收入来源为租金收入，预计该项目进入经营期后，公司第一年（2019 年）可获得项目收入 6431.87 万元，后续收益按每年 10% 递增，预计项目完工后在债券存续期内可获得上述经营收入共计 67122.28 万元。

三、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。

展望 2019 年, 国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。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, 坚持以供给侧结构性改革为主线, 坚持深化市场化改革、扩大高水平开放, 继续打好三大攻坚战, 统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作, 推动经济高质量发展, 2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看, 固定资产投资增速或逐步企稳, 但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下, 积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制, 加上城投企业转型对基建投资的拖累效应, 基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响; 在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下, 制造业投资将保持较快增长; 在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下, 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。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; 受到 2018 年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响, 进口增速或将继续回落。总体来看, 考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落, 预计 2019 年中国 GDP

增速在 6.3% 左右。

四、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政府的高度重视。

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

(2) 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下, 财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理

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

2017年以来,地方债务管理改革持续深化,中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议,不断重申《43号文》精神,坚决执行

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

表1 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府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23号	在债券募集说明书等文件中,不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息,严禁与政府信用挂钩的误导性宣传,并应在相关发债说明书中明确,地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任,相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作(PPP)示范项目规范管理的通知》财金【2018】	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。

（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. 区域经济环境

目前公司经营与投资的项目主要集中在铅山县。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受上饶市及铅山县经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

上饶市

上饶市地处江西省东北部地域，东邻浙江省衢州市，北与九江市、景德镇市接壤，南依武夷山脉毗邻福建南平市，西滨鄱阳湖与省会南昌市相望，总面积 22791 平方千米，占江西省总面积的 13.68%。上饶市下辖信州区、广丰区、上饶县、玉山县、横峰县、弋阳县、铅山县、德兴市、婺源县、万年县、余干县、鄱阳县共 12 县（市、区）。

近年来，上饶市经济规模、经济结构和经济增速均保持在较好水平，产业结构持续优化，区域经济实力不断提高。根据 2015~2017 年《上饶市国民经济和社会发展统计公报》，近三年上饶市地区生产总值（GDP）年均复合增长 11.58%，三次产业比例由 2015 年的 13.5：48.7：37.8 调整升级为 12.0：47.5：40.5。2017 年，上饶市实现地区生产总值（GDP）2055.4 亿元，比上年增长 8.8%，绝对值在江西省中排名第 4，增速排名第 6。其中，第一产业增加值 246.6 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 976.0 亿元，增长 8.4%；第三产业增加值 832.8 亿元，增长 10.8%。人均生产总值 30372 元，增长 8.3%。

财政收入方面，2017 年上饶市全年财政总收入 318.7 亿元，比上年增长 5.5%；税收收入 244.0 亿元，增长 14.3%，占财政总收入的比重 76.6%；一般公共预算收入 214.0 亿元，下降 6.0%，主要是非税收入下降所致。

2018 年，上饶市实现地区生产总值 2212.8 亿元，按可比价格计算，增长 9.0%，分别高于全国、全省平均水平 2.4、0.3 个百分点；实现财政总收入 351.6 亿元，比 2017 年同期增收 32.9 亿元，增长 10.3%，高于全省平均水平 0.3 个百分点，其中，一般公共预算收入 222.8 亿元，增长 4.1；规模以上工业增加值增长 9.4%，高于全省平均水平 0.5 个百分点；固定资产投资增长 11.1%，与全省平均水平持平；社会消费品零售总额 826.0 亿元，增长 11.1%，高于全省平均水平 0.1 个百分点，主要经济指标呈增长趋势。

铅山县

铅山县地处江西省东北部，是上饶市辖县之一。面积 2178 平方公里，现辖 17 个乡镇，162 个行政村，1 个服务中心，2017 年底户籍人口 47.94 万人。铅山县境内水力资源十分丰富，水能蕴藏量达 50 万千瓦，已开发和正在开发装机

容量16.5万千瓦，是国家第二批农村电气化试点县；地下资源丰富，已探明的矿产有铜、铅、锌、煤、石灰石、花岗岩等30余种，拥有全国第二大露天铜矿永平铜矿。

根据2015~2017年《铅山县国民经济和社会发展统计公报》，近三年铅山县经济发展整体情况较好，保持稳定发展势头。2015~2017年铅山县分别实现地区生产总值97.26亿元、107.71亿元和121.32亿元，年均复合增长9.10%。2017年，铅山县地区生产总值为121.32亿元，同比增长9.0%，绝对值和增速位列上饶市第4名；财政总收入19.78亿元，同比增长5.03%；公共财政收入14.93亿元，绝对值位列上饶市第6位，同比下降6.7%。从产业结构来看，铅山县经济主要依赖于第二产业和第三产业，2017年三次产业结构为13.3：47.0：39.7。

从铅山县的经济驱动因素来看，固定资产投资对经济的拉动作用明显，近三年增速分别为17.10%、12%和11.8%，增速有所放缓；2017年，铅山县固定资产投资155.89亿元，同比增长11.8%，其中，城镇固定资产投资150.42亿元，增长12.0%；工业投资96.95亿元，增长5.6%；城建投资27.70亿元，增长40.6%；房地产开发投资6.06亿元，增长8.5%；商品房销售面积33.14万平方米，增长36.6%；商品房销售额13.30亿元，增长55.4%。

从财政情况来看，2015~2017年，铅山县地方综合财力有所波动，分别为40.63亿元、31.02亿元和33.08亿元，主要受政府性基金收入波动下降的影响。2015~2017年，铅山县公共财政收入波动增长，分别为14.75亿元、16.00亿元和14.93亿元。其中，税收收入波动增长，分别为8.36亿元、7.87亿元和8.66亿元；非税收收入波动下降，分别为6.39亿元、8.13亿元和6.27亿元，铅山县非税收收入主要来源于国有资产有偿使用收入，占公共财政收入比重较高。2015~2017年，铅山县政府性基金收入波动较大，分别为12.76亿元、0.87亿元和2.89亿元，主要是受到土地出让规模变动的影响；铅山县政府性基金

收入主要来自国有土地使用权出让收入，土地出让受到国家房地产市场政策以及当地房地产景气度影响较大，该项收入未来实现规模存在较大不确定性。

2018年1~9月，铅山县实现地区生产总值925265万元，同比增长8.2%；实现公共财政预算收入11.37亿元，同比增长2.5%。

政府债务方面，截至2017年底，铅山县政府债务余额6.53亿元，其中直接债务余额6.40亿元，担保债务余额0.25亿元，政府债务率为19.72%，债务水平较低。

总体看，近年来上饶市、铅山县经济持续发展，铅山县公共财政收入波动增长，政府债务负担较轻，但政府性基金收入波动较大，影响了地方综合财力的稳定性。

五、基础素质分析

1. 股权结构

截至2019年1月底，公司注册资本1.85亿元，铅山城投持有公司64.86%的股份，为公司第一大股东；铅山县人民政府为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司为铅山县范围内重要的城市基础设施建设主体，按照政府规划承接县内大部分基础设施建设项目。自成立以来，公司通过筹集城建资金，先后实施了铅山县信江大桥、铅山县工业园区以及上饶市经开区至铅山县城连接线等铅山县重大工程项目。铅山县另有铅山县城投产业投资有限公司（以下简称“铅山产投”）、铅山县公共住房开发建设投资有限公司（以下简称“铅山房开”）、铅山县农业产业投资发展有限公司（以下简称“铅山农投”）和铅山县交通投资有限责任公司（以下简称“铅山交投”）等平台公司，与公司均系铅山城投子公司，其中铅山产投和铅山农投成立时间短，尚无实际业务，铅山房开和铅山交投于公司在业务分工和职能定位方面无交叉。

总体看，公司作为铅山县城区内主要的城市基础设施建设主体，在业务开展和项目资源获取方面具有区域垄断优势。

3. 人员素质

截至2018年底，公司共有高层管人员3名，包括董事长兼总经理1名，副总经理1名，财务负责人1名。

公司董事长兼总经理邓仁贵先生，1978年生，大学学历。曾任职于铅山县原港东乡人民政府、铅山县英将乡人民政府及铅山县工业园区管委会，2018年5月至今任公司董事长兼总经理。

截至2018年底，公司本部员工合计22人，从文化素质来看，本科及以上学历的占18.18%，大专学历的占72.73%，高中及以下学历的占9.09%；从年龄来看，30岁以下的占9.09%，30岁到50岁的员工占77.27%，50岁以上员工占13.64%。

总体看，公司高层管理人员管理经验丰富，员工综合素质尚可，能够满足公司日常经营管理需要。

4. 外部支持

作为铅山县主要城市基础设施建设主体，近年来，公司持续获得了地方政府较大支持。

2015~2017年，铅山县财政局分别向公司拨付货币资金171702.45万元、57500.00万元和252.15万元，增加资本公积。

2016年，经铅山县人民政府办公室抄告单（铅府办抄字【2016】332号），将上饶市信江投资有限责任公司（以下简称“上饶信江”）和铅山县信江投资发展有限公司（以下简称“铅山信江”）100%股权划拨至公司，相应增加资本公积3.71亿元。

2015~2017年，铅山县财政局分别向公司拨付经营性补贴款1.02亿元、1.51亿元和1.33亿元，用于支持公司受政府委托的开发建设业务。

总体看，近三年，铅山县地方政府在资金

注入、股权划转和财政补贴等方面持续给予公司较大支持，为公司业务开展提供了有力支撑。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行出具的企业信用报告（自主查询版，机构信用代码：G1036112400009560R），截至2019年3月6日，公司本部无未结清和已结清的不良类信贷信息记录，已结清记录存在3笔欠息记录和9笔关注类贷款，其中最近一笔欠息已于2013年3月结清，根据上饶银行股份有限公司铅山支行和公司分别提供的说明，上述关注类贷款系银行内部管理划分调整所致，公司均已按时归还本金及利息。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》等法律法规的相关要求，建立了包括股东大会、董事会、监事会和高级管理层在内的法人治理结构。

公司设股东大会，股东大会为公司的最高权力机构，行使包括决定公司的经营方针和投资计划，决定公司对外担保等重大事项，选举或更换董事会和监事以及审议批准董事会、监事会报告等职权。

公司设董事会，由7名董事组成，设董事长1名，董事会秘书1名。董事会是股东大会的常设权力机构，在股东大会闭会期间，负责公司重大事宜的决策，向股东大会负责。董事任期3年，可连选连任。董事在任期内经股东大会决议可罢免，但不得无故解除其职务。

公司设监事会，由3名监事组成，设监事会主席1人。监事会负责对董事会、公司高级管理人员、公司财务状况进行监督评价，对股东大会负责。监事任期每届3年，任期届满可连选连任。公司董事、总经理、财务负责人不得兼任公司监事。

公司设总经理1名，为公司法定代表人，主要负责主持公司的生产经营管理工作，组织实

施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

总体看，公司为国有控股股份有限公司，法人治理结构健全。

2. 管理水平

截至2019年1月底，公司设有行政管理部、资产经营部、投资融资部、法务审计部、财务部和工程部6个部门，各职能部门分工明确。

公司根据业务特点和内部管理需要，制定了相对健全有效的内部控制体系，包括财务管理制度、投融资管理制度、重大事项决策制度、关联交易管理制度、信息披露管理制度及投资者关系管理制度等。

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，并对各项支出管理、固定资产管理及财务预算管理分别做出了相关的说明。预算管理方面，公司实行统一计划、分级管理的财务预算管理体制，由公司统一制定年度经营目标，各子公司分解执行并落实财务预算指标。

投融资管理方面，公司分别制定了筹资管理和投资管理制度。筹资方面，公司规定需慎重考虑自身偿债能力，通过权衡资本结构，合理分配权益性筹资和债务性融资，并对各子公司权益性筹资和债务性融资的方式、额度及审批权限进行了详细说明。投资方面，公司实行集中审批的管理办法，各子公司的投资项目均归公司本部统一受理审批，此外，对投资项目审查、申报、立项、可行性研究报告、扩初设计的申报等各项审批程序也进行了明确规范。

为加强公司对重大事项的决策和管理，明确公司各级管理的职责和权限，有效防范决策风险，使企业的决策管理规范化、制度化，公司制定了重大事项集体决策制度，详细界定了重大事项的范围，严格规定了决策程序。重大

事项包括重大经营事项、重大投资事项、重大财务事项、重大人事调动及奖惩事项。

针对对外担保事项，公司单独制定了对外担保管理办法。公司对外担保实行统一管理，分支机构不得对外提供担保；未经公司批准，子公司不得对外提供担保，不得相互担保，也不得请外单位为其担保。该制度从担保对象、担保审查与审批、担保金额权限、担保风险管理及信息披露与责任落实等方面对公司对外担保行为进行了规范，有利于防范对外担保可能造成的或有负债风险。

总体看，公司制定了相对健全的内部控制制度，能够对公司日常经营管理提供支持和保障。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是铅山县重要的城市基础设施投资、建设及运营的主体，承揽了铅山县的主要市政基建项目。2015~2017年，公司主营业务收入有所波动，三年分别为2.68亿元、4.07亿元和2.86亿元，年均复合增长3.30%。

从收入情况来看，近年来，基础设施建设收入一直是公司主营业务收入的主要来源，占主营业务收入比重均在90%以上，2017年为98.26%。2015~2017年，公司基础设施建设收入分别为2.65亿元、3.75亿元和2.81亿元，受政府结算项目规模变化影响有所波动；其他业务收入主要为公车租用及资产转卖收入，整体规模较小，对主营业务收入影响不大。

毛利率方面，2015~2017年，公司主营业务毛利率有所波动，分别为9.25%、5.97%和6.78%。其中，公司基础设施建设的收入按成本加成模式确认，2015~2017年分别为9.09%、6.36%和6.36%，其中，2016~2017年受营改增影响有所下降；其他业务板块毛利率波动较大。

表2 2015~2017年公司主营业务收入构成及毛利率变化情况（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
基础设施建设	26541.61	98.91	9.09	37484.10	92.00	6.36	28147.16	98.26	6.36
其他	293.45	1.09	23.22	3260.13	8.00	1.46	499.16	1.74	30.17
合计	26835.06	100.00	9.25	40744.22	100.00	5.97	28646.32	100.00	6.78

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

公司的基础设施建设业务主要由公司本部负责，建设内容主要有道路、桥梁建设以及园区开发等。

公司与铅山县人民政府签订了《委托建设合同》，受县政府委托实施铅山县城区范围内的基础设施和安置房建设工程以及土地拆迁、补偿、安置、平整等开发工程。项目完工后移交给铅山县人民政府，县政府按公司承建工程的实际成本加成一定比例的管理费结算并支付工程款。建设、开发项目工程款每年结算一次。公司目前尚无单独的一级土地开发业务，土地平整系为了园区类项目整体开发建设进行，整理后再进行同区块的配套基础设施工程建设，前期土地征迁、平整支出纳入相关工程成本，待工程完工后一并作为基础设施建设成本结算。

从收入确认方式来看，根据公司与铅山县人民政府签订的《委托建设合同》，公司代建项目按照成本加成的形式确认收入，加成比例为10%。

2015~2017年公司的基础设施建设业务收入分别是2.65亿元、3.75亿元和2.81亿元，主要来源于桥梁、道路建设及铅山县工业园区开发等项目，受结算项目投资规模影响有所波动。

表3 2015~2017年公司收入构成及款项回流情况

(单位：万元、%)

项目	2015年	2016年	2017年
项目成本	24128.73	35098.75	26355.97
结算金额	26541.61	38608.62	28991.57
加成比例	10.00	10.00	10.00
款项回流	27184.61	--	--

资料来源：公司提供

注：2016~2017年结算金额包括结算税金，扣除后为确认收入金额。

从款项回流和账务处理看，公司基础设施建设业务仅2015年收到回款2.72亿元，2016~2017年无相关款项回流，未收到现金部分计入“应收账款”科目。近三年，公司基础设施建设收入回款情况受县政府支付效率影响存在较大不确定性。

截至2017年底，公司在建项目主要包括省级棚户区改造项目、永平至葛仙山公路改造项目和县行政中心项目工程等，合计计划总投资金额48.68亿元，截至2017年底已完成投资23.52亿元，剩余约25.16亿元计划在未来2年间投资完毕。公司承揽的拟建项目主要有惠济河改造工程和清湖河改造工程，拟建项目计划总投资6.21亿元，公司在建及拟建项目未来投资规模较大，公司存在一定的外部融资压力。

表4 截至2017年底公司主要在建项目情况 (单位：万元)

项目名称	计划建设期间	项目类型	总投资金额	已投资金额
县行政中心项目工程	2013年-2015年	代建	16865.16	19722.66
省级棚户区改造项目	2017年-2018年	自建	160150.02	35000.00
交通局建设项目	2012年-2017年	代建	21001.10	8353.56
县文化中心建设项目[信江阁]	2012年-2014年	代建	15600.00	7781.65
县工业园区建设项目	2015年-2018年	代建	8903.10	8491.21
永平至葛仙山公路改造项目	2016年-2017年	代建	29303.26	11810.26
河永、永葛公路征地费用等	2016年-2017年	代建	2916.93	2651.75
付县公路分局公路改造配套资金	2012年-2015年	代建	6100.00	3293.00
规划局设计项目	2012年-2016年	代建	1850.36	2440.15

铅山县工业园区 2017 年基础设施建设项目	2017 年-2018 年	代建	27002.68	12264.57
停车场建设项目	2017 年-2018 年	自建	66767.00	5000.00
城建项目部其他工程	2016 年-2017 年	代建	54080.27	54080.27
其他基础设施建设项目	2017 年-2018 年	代建	76293.32	64321.24
合计	--	--	486833.20	235210.32

资料来源：公司提供

注：部分在建项目已完工尚未竣工决算；部分项目实际建设期间超出计划建设期间。

表 5 公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目类型	总投资金额
惠济河改造工程	代建	40467.4
清湖河改造工程	代建	21678.4
合计	--	62145.8

资料来源：公司提供

总体看，代建项目为公司未来基础设施建设收入提供了一定基础，同时也带来一定融资压力；公司其他业务收入规模小，毛利率缺乏稳定性，对公司盈利能力支持有限。

3. 未来发展

近年来，铅山县大力开展城市基础设施建设，着重加强对于老城区的开发改造，公司作为铅山县基础设施建设任务的承接主体，未来业务量较有保障；随着公司代建项目的陆续完工结算以及经营性业务的逐步开展，公司的盈利有望提高。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2015~2017年合并财务报表，江

苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

截至2017年底，公司纳入合并范围的二级子公司10家。合并报表范围变动方面，2016年公司合并范围新增5家子公司，其中上饶信江（2016年底资产总额8.27亿元，所有者权益2.20亿元）和铅山信江（2016年底资产总额9.47亿元，所有者权益1.51亿元）2家为无偿划入，其余3家均系投资设立；2017年公司合并范围新增1家子公司系投资设立。总体看，近年来公司合并范围有所变动，对财务数据可比性有一定影响。

截至2017年底，公司资产总额95.99亿元，所有者权益41.64亿元；2017年公司实现营业收入3.21亿元，利润总额1.41亿元。

2. 资产质量

2015~2017年，公司资产规模快速增长，年均复合增长53.55%。2017年底，公司资产总额95.99亿元，同比增长31.07%。其中流动资产和非流动资产分别占76.14%和23.86%，公司资产构成以流动资产为主。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产：	30.32	74.48	59.68	81.49	73.09	76.14
货币资金	0.49	1.20	6.37	8.69	10.91	11.36
应收账款	1.90	4.67	4.45	6.07	7.28	7.58
其他应收款	3.76	9.23	12.98	17.72	12.88	13.42
存货	24.18	59.38	31.08	42.43	40.97	42.68
非流动资产：	10.39	25.52	13.56	18.51	22.90	23.86
投资性房地产	10.19	25.04	13.31	18.18	22.62	23.56
资产总计	40.71	100.00	73.24	100.00	95.99	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2015~2017年，公司流动资产快速增长，年均复合增长55.25%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。

2015~2017年，公司货币资金快速增长，年均复合增长373.22%，主要系借款融入资金所致。2017年底，公司货币资金10.91亿元，主要为银行存款（占90.83%）。2017年底公司货币资金中使用权受部分1.00亿元，全部为存单质押保证金，占货币资金总额的9.17%。

2015~2017年，公司应收账款快速增长，年均复合增长95.75%。2017年底，公司应收账款为7.28亿元，主要为应收铅山县财政局的代建项目款6.76亿元（占92.85%），账龄在1年以内2.90亿元，1~2年3.86亿元；应收铅山县立天房地产发展有限公司的土地出让款0.52亿元（占7.10%），账龄4~5年。公司未对应收账款计提坏账准备。

2015~2017年，公司预付款项波动幅度较大，分别为15万元、4.81亿元和1.05亿元。其中，2016~2017年系预付购房款和预交契税及印花税；2017年底，公司预付款项账龄在1年以内的占99.86%，1~2年的占0.14%，整体账龄短。

2015~2017年，公司其他应收款受关联方资金往来波动影响，呈波动增长趋势，年均复合增长85.11%。2017年底，公司其他应收款账面价值12.88亿元，同比下降0.75%。公司其他应收款前5名金额合计11.97亿元，占其他应收款余额的85.82%，集中度较高，应收单位主要为政府部门。2017年公司对按账龄组合分类的其他应收款计提坏账准备160.63万元，计提比例21.14%。

表7 2017年底公司其他应收款前5名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	单位性质	金额	占比	账龄
铅山县财政局	政府部门	5.93	45.94	1年以内
铅山县国资办	政府部门	2.90	22.49	2~3年

单位名称	单位性质	金额	占比	账龄
城建项目部	政府部门	0.97	7.49	1年以内及1~2年
铅山县国土资源局	政府部门	0.81	631	1年以内
江西省铅山县工业园区建设部	政府部门	0.46	3.59	1年以内
合计	--	11.97	85.82	--

资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司存货快速增长，年均复合增长30.18%，主要系公司项目建设投入增加所致。2017年底，公司存货账面价值40.97亿元，同比增长31.84%，主要系开发成本增加所致。公司存货以开发成本和开发用土地构成，分别占57.90%和42.10%。其中，开发成本以道路、城建项目为主，变现能力受政府回购效率影响较大；开发用土地共计24宗，均为公司通过招拍挂手续取得的出让用地，公司暂无开发计划。2017年底，公司存货中的开发用土地全部用于借款抵押；公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长48.49%，主要系投资性房地产快速增长所致。2017年底，公司非流动资产为22.90亿元，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，年均复合增长48.96%，主要系外购房屋建筑物所致。公司投资性房地产以成本模式进行后续计量，2017年底，公司投资性房地产账面原值23.17亿元，较上年底增加9.57亿元，系购入办公楼所致。2017年底，公司投资性房地产累计折旧和摊销0.55亿元，账面价值22.62亿元，主要是办公楼、商业用房和车库等，其中9.82亿元用于借款抵押，占投资性房地产账面价值的42.38%。

总体看，近年来，公司资产规模快速增长，资产构成以流动资产为主；其中存货和其他应收款占比较大，对公司资金形成占用，且存货中开发成本变现能力受政府征迁安置和回购效率影响存在一定不确定性；此外，公司资产中

的全部土地资产以及部分投资性房地产已被用于抵押担保，均对公司资产流动性产生一定不利影响。总体看，公司整体资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

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19.41%，主要是铅山县人民政府向公司无偿划入股权以及铅山县财政局资本性投入促使公司资本公积大幅增长所致。2017年底，公司所有者权益合计41.64亿元，主要由实收资本（占3.60%）、资本公积（占84.78%）和未分配利润（占10.46%）构成。

近三年，公司实收资本未发生变化，均为1.50亿元。2015~2017年，公司资本公积分别为25.82亿元、35.28亿元和35.31亿元。其中，2015~2016年，铅山财政局分别对公司子公司资本性投入拨款17.17亿元和5.75亿元；2016年，经铅山县人民政府办公室抄告单（铅府办抄字【2016】332号），将上饶信江和铅山信江100%股权划拨至公司（增加资本公积3.71亿元），促使公司资本公积快速增长。2017年，公司资本公积增加0.03亿元，系铅山县政府向公司注入货币资金所致。近年来，随着公司利润积累，公司未分配利润快速增长，年均复合增长59.72%，2017年底为4.35亿元。

总体看，近年来，随着政府注资及划入股权，公司权益规模快速增长；公司所有者权益中资本公积占比较高，所有者权益结构稳定性较好。

负债

2015~2017年，公司负债总额快速增长，年均复合增长117.35%。2017年底，公司负债总额54.35亿元，其中流动负债和非流动负债分别占39.31%和60.69%，公司负债结构以非流动负债为主。

2015~2017年，公司流动负债快速增长，年均复合增长50.65%。2017年底，公司流动负债21.37亿元，主要由短期借款（占7.06%）、应付

票据（占9.36%）、其他应付款（占66.62%）和一年内到期的非流动负债（占12.69%）构成。

2015~2017年，公司短期借款波动增长，年均复合增长205.62%。2017年底，公司短期借款1.70亿元，构成以保证借款（占76.47%）和质押借款（占23.53%）为主。

2017年底，公司应付票据2.00亿元，均系银行承兑汇票。

2015~2017年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长33.32%，主要为往来款增长所致。2017年底，公司其他应付款14.23亿元。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长66.68%。2017年底，公司一年内到期的非流动负债2.71亿元，主要系一年内到期的长期借款和融资租赁款。

2015~2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长297.25%。2017年底，公司非流动负债32.98亿元，同比增长89.79%，主要系长期借款和长期应付款增长。

2015~2017年，公司长期借款快速增长，年均复合增长246.84%。2017年底，公司长期借款25.14亿元，同比增长109.02%，主要系质押借款增加所致；公司长期借款以质押借款（占58.98%）、抵押借款（占24.44%）和信用借款（占16.58%）为主。

2015~2017年，公司长期应付款快速增长，2017年底为7.84亿元，同比增长46.54%。公司长期应付款系通过东方汇智-智道83号专项资产管理计划、中国农发重点建设基金以及融资租赁筹资，均为有息债务，纳入公司长期债务全部债务计算。

有息债务方面，2015~2017年，公司全部债务呈快速增长趋势，年均复合增长248.26%。近年来，公司全部债务结构变化明显，短期债务占比持续下降，长期债务占比快速上升。2017年底，公司全部债务39.39亿元，其中短期债务和长期债务分别占16.28%和83.72%，公司有息债务期限以长期为主。

表8 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
短期债务	1.16	3.23	6.41
长期债务	2.09	17.38	32.98
全部债务	3.25	20.61	39.39
资产负债率	28.26	45.04	56.62
全部债务资本化比率	10.01	33.87	48.61
长期债务资本化比率	6.68	30.16	44.20

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从债务指标看，2015~2017年，受公司债务规模和债务结构变化的影响，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均快速上升，2017年底，上述三项指标分别为56.62%、48.61%和44.20%。根据公司提供数据，2019~2021年，公司到期有息债务规模分别为2.17亿元、2.06亿元和3.06亿元，未来三年，公司到期债务集中兑付压力不大。

总体看，近年来，随着业务发展，公司负债规模快速扩大，债务水平有所攀升，公司债务负担一般；未来，随着公司项目投建逐步开展，公司债务规模可能将进一步上升。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入和营业成本均波动中有所增长，2017年分别为3.21亿元和2.93亿元。近年来，公司营业利润率呈逐年下降趋势，2017年为4.05%，较上年降低0.22个百分点。

2015~2017年，公司期间费用分别为0.05亿元、0.06亿元和0.04亿元。由于基础设施建设所产生的利息支出大多被资本化处理，公司期间费用以管理费用为主。2015~2017年，公司期间费用占营业收入比重分别为1.73%、1.34%和1.32%。

2015~2017年，公司分别收到政府补助为1.02亿元、1.51亿元和1.33亿元，受益于政府补贴支持，近年来公司利润总额波动中有所增长，2015~2017年分别为1.12亿元、1.63亿元和1.41亿元。

表9 公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
----	--------	--------	--------

营业收入	2.76	4.31	3.21
政府补助	1.02	1.51	1.33
利润总额	1.12	1.63	1.41
营业利润率	5.61	4.27	4.05
总资产收益率	3.37	2.62	1.70
净资产收益率	3.73	3.95	3.30

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从盈利指标看，近年来公司总资产收益率呈下降趋势，净资产收益率波动下降，2017年上述两项指标分别为1.70%和3.30%。公司整体盈利能力偏弱。

总体看，近年来，公司营业收入有所波动，期间费用控制较好，同时铅山县政府补贴对公司利润总额形成有力支撑。总体看，公司利润对政府补助依赖程度很高，整体盈利能力偏弱。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2015~2017年，公司经营现金流入量波动增长。其中，销售商品、提供劳务收到的现金主要来自基础设施代建业务回款，受铅山县财政局支付效率影响大；同期，公司现金收入比分别为100.01%、11.37%和11.88%，公司收入实现质量差。同时，受项目投资建设进度影响，2015~2017年公司购买商品、接受劳务支付的现快速下降。此外，公司与业务单位之间往来款主要体现在收到/支付其他与经营活动有关的现金，近年来往来资金流入流出规模均呈快速增长趋势。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-8.07亿元、-5.64亿元和-3.60亿元，均呈净流出状态。

近年来，公司投资活动现金流主要体现为购建固定资产、无形资产等支付的现金，分别为7.24亿元、3.58亿元和9.59亿元，系购置房产支付的现金。2016年，公司收到其他与投资活动有关的现金1.73亿元，系并入子公司增加的现金。2015~2017年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-7.24亿元、-1.85亿元和-9.59亿元。

近年来，公司筹资活动前现金流量净额呈

大幅净流出状态，公司对筹资活动现金需求很大。为满足公司的经营和投资资金需求，近年来公司筹资活动现金流入规模很大，2015~2017年分别为20.35亿元、15.85亿元和24.37亿元。2017年，公司筹资活动现金流入为取得借款收到的现金16.17亿元及收到其他与筹资活动有关的现金8.19亿元（主要是融资租赁和其他单位拆借款）。近年来，公司筹资活动现金流出波动增长，以偿还债务和偿付利息支付现金为主。同期，公司筹资活动现金流量净额波动增长，2015~2017年分别为15.33亿元、12.82亿元和17.28亿元。

表10 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2015年	2016年	2017年
经营活动现金流入	9.72	11.64	9.73
经营活动现金流出	17.79	17.28	13.33
经营活动产生的现金流量净额	-8.07	-5.64	-3.60
投资活动产生的现金流量净额	-7.24	-1.85	-9.59
筹资活动产生的现金流量净额	15.33	12.82	17.28
现金收入比	100.01	11.37	11.88

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

总体看，近年来，公司经营活动现金流入以往来款为主，收入实现质量差；公司经营活动和投资活动现金支出规模较大，对外部融资依赖性强，存在较大的融资压力。

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波动增长，2017年底上述两项指标分别为342.07%和150.33%。2017年底，公司现金类资产10.91亿元，相当于公司短期债务的1.70倍。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA波动增长，分别为1.18亿元、1.81亿元和1.68亿元；受全部债务快速增长的影响，公司全部债务/EBITDA快速上升，分别为2.75倍、11.36倍和23.47倍；公司EBITDA利息倍数波动下降，分别为1.34倍、1.42倍和0.66倍。总体看，公司长期偿债能力指标弱，考虑到铅

山县政府对公司的持续支持，公司整体偿债能力较强。

截至2019年2月底，公司已获得各商业银行授信额度38.48亿元，已使用的授信额度31.26亿元，未使用额度7.22亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2019年3月5日，公司对外担保余额18.38亿元，以公司2017年底净资产计算担保比率为44.14%。被担保单位中，铅山县交通投资有限责任公司、铅山县公共住房开发投资有限公司、江西葛仙山旅游有限公司、江西省城镇开发投资有限公司及铅山县弘升投资实业有限公司均系国有独资公司；铅山县人民医院、中医院、妇幼保健院及第一中学系铅山县事业单位；余下被担保对象为民营企业。其中，铅山县陈坊铁矿及铅山县天鑫河红茶业有限公司相关借款已到期尚未偿还，根据江西省财政厅及江西省工业和信息化委员会、铅山县工业园区管委会、上饶银行股份有限公司签订的“财园信贷通”三方合作协议，现上述三家单位对上饶银行铅山支行的贷款均已启动代偿程序，将由江西省财政厅及江西省工业和信息化委员会、铅山县工业园区管委会、上饶银行股份有限公司按40%:40%:20%的比例进行代偿，待上述贷款偿还结束后，公司将解除对上述对应贷款的质押担保责任。总体看，公司担保规模较大，被担保对象分散且民营企业较多，部分被担保单位盈利能力较弱，公司存在一定或有负债风险。

表11 截至2019年3月5日公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保单位名称	担保余额
铅山县交通投资有限责任公司	107469.00
江西葛仙山旅游有限公司	10000.00
铅山县人民医院	5800.85
铅山县中医院	1764.67
铅山县公共住房开发建设投资有限公司	19000.00
铅山县第一中学	4000.00
铅山县妇幼保健院	600.00
江西省昌佳实业有限公司	450.00
铅山县安远矿业有限公司	450.00
铅山县翔宇物流有限公司	450.00
铅山县建安商品混凝土有限公司	250.00

铅山县陈坊铁矿	500.00
铅山县福鑫置业有限公司	1900.00
铅山县九狮物流有限公司	400.00
铅山县天鑫河红茶业有限公司	300.00
铅山县弘升投资实业有限公司	30000.00
江西省新诚信实业有限公司	500.00
合计	183834.52

资料来源：企业信用报告

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

本期债券计划发行2亿元，相当于2017年底公司长期债务和全部债务的6.06%和5.08%，本期债券发行规模较小，对公司现有债务的影响不大。

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56.62%、48.61%和44.20%，考虑到公司于2018年10月发行的“18黄岗山01”5亿元和2019年1月发行的“19黄岗山01”5亿元，本期债券发行后，上述指标将分别上升为61.44%、55.24%和51.93%，公司债务负担将有所上升。

2. 本期债券偿债能力分析

2015~2017年，公司经营活动现金流入量为9.72亿元、11.64亿元和9.73亿元，分别为本期债券拟发行规模的4.86倍、5.82倍和4.87倍，对本期债券保障程度好；2015~2017年，公司经营活动产生的现金流净额呈净流出状态，对本期债券无保障能力。2015~2017年，公司EBITDA波动增长，分别为1.18亿元、1.81亿元和1.68亿元，分别为本期债券拟发行规模的0.59倍、0.91倍和0.84倍，对本期债券保障程度低。

本期债券设置本金分期还款条款，在债券存续期的第3~7个计息年度末，每年按照债券发行总额20%的比例偿还本金，即0.40亿元。2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为本期债券分期偿付本金的24.30倍、29.10倍和24.33倍，公司EBITDA分别为本期债券分期偿付本金的2.95倍、4.54倍和4.20倍。公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期债券分期偿还金额保障程度好。考虑到“18黄岗山01”和“19

黄岗山01”的分期偿还情况，不考虑其他因素，公司未来单年最大分期偿还债券金额为2.40亿元。2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为未来单年最大分期偿还债券金额的4.05倍、4.85倍和4.05倍，公司EBITDA分别为未来单年最大分期偿还债券金额的0.49倍、0.76倍和0.70倍。公司经营活动现金流入量对公司未来单年最大分期偿还债券金额保障程度好。

总体看，本期债券发行规模较小，公司经营活动产生的现金流入量对本期债券覆盖程度好，此外本期债券设置本金分期偿还条款，一定程度上缓解了公司集中偿付压力。

3. 偿债资金来源及募投项目收益情况

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。

铅山县城区棚户区改造项目

根据《上饶市铅山县城区棚户区（城中村）改造项目可行性研究报告》，该项目收入来源主要包括安置房出售、商铺出售和停车场车位出售等。

（1）安置房出售

该项目拟建安置房为政府保障性住房，房产价格按2800元/平方米出售，该项目共计建设安置房275000平方米，按三年的销售期计算销售额共计为7.70亿元，三年的销售比例为4:3:3。

（2）商铺出售

安置房配套商业店铺面积为25000平方米，销售价格按12000元/平方米计算，预计总销售额为3.00亿元，销售期与安置房同步。

（3）停车场出售

该项目拟建地下停车位1250个，按10万元/个出售计算，预计此项收益为1.25亿元，销售期与安置房同步。

该项目建设期两年，已于2017年初开工，计划于2018年底完工，2019年起实现收入，合计约可实现收入119500万元。

根据上述《上饶市铅山县城区棚户区（城中村）改造项目可行性研究报告》，本期债券棚

棚户区改造项目未来现金流量预测表编制如下：

表 12 本期债券棚户区改造项目经营现金流量预测表（单位：万元、倍）

项目	合计	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
经营现金流入	119500.00	47800.00	35850.00	35850.00	--	--	--	--	--
安置房出售	77000.00	30800.00	23100.00	23100.00	--	--	--	--	--
商铺出售	30000.00	12000.00	9000.00	9000.00	--	--	--	--	--
车位出售	12500.00	5000.00	3750.00	3750.00	--	--	--	--	--
经营现金流出	2197.50	559.00	499.25	499.25	--	--	--	--	--
经营成本	1600.00	320.00	320.00	320.00	320.00	320.00	--	--	--
税金及附加	597.50	239.00	179.25	179.25	--	--	--	--	--
经营净现金流	117305.50	47244.00	35350.75	35350.75	-320.00	-320.00	--	--	--
应付本期债券本息	13950.00	--	790.00	790.00	2790.00	2632.00	2474.00	2316.00	2158.00
其中：本金	10000.00	--	--	--	2000.00	2000.00	2000.00	2000.00	2000.00
利息	3950.00	--	790.00	790.00	790.00	632.00	474.00	316.00	158.00
经营现金流入对本期债券用于项目建设部分本息覆盖倍数	8.57	--	45.38	45.38	--	--	--	--	--
经营净现金流对本期债券用于项目建设部分本息覆盖倍数	8.41	--	44.75	44.75	--	--	--	--	--

资料来源：根据可研报告整理

注：1.假设本期债券于2019年发行；

2.上表中利息以7.9%年化利率来测算；

本期债券中用于棚户区改造项目的金额为1.00亿元，该部分在债券存续期内各年还本付息的资金来源主要是棚户区改造项目中安置房出售收入、商铺出售和车位出售收入等。

假定本期债券以票面利率7.90%来测算，本期债券用于项目建设资金需偿还的本息合计为1.40亿元。根据铅山县棚户区改造项目未来收入实现预测测算，本期债券存续期间该项目累计产生经营现金流入量和经营净现金流量分别为11.95亿元和11.73亿元，对本期债券棚户区改造项目使用募集资金本息合计（1.40亿元）偿还倍数分别为8.57倍和8.41倍，保障程度好；因募投项目收入实现集中于项目建成后前三年，

在时间上和本期债券还本付息存在区间错配，本期债券还本付息有赖于公司对项目留存收益的合理分配。此外，棚户区改造项目建设进度滞后于计划，2019年或不能按照预期实现收益，可能对本期债券的偿付产生影响。

铅山县综合停车场建设项目

根据《铅山县综合停车场建设项目可行性研究报告》，该项目收入来源主要为停车场租金收入，租金方面主要参考铅山县周边类似项目租金确定。根据测算，进入运营期第一年（2019年）该项目可产生停车场租金收入6431.87万元，具体测算如下表所示，后续收入按照每年10%递增。

表13 本期债券综合停车场项目达产年第一年（2019年）预测出租情况表

项目名称	出租内容	单价	数量	出租率（%）	日收益（元）	年收益（万元）
铅山县城南停车场	商业房出租	8 元/平方米·天	5573.14 平方米	90	40126.61	1464.62
	车位出租	80 元/车位·天	750 个	80	48000.00	1752.00
辛弃疾广场停车场	车位出租	40 元/车位·天	182 个	60	4368.00	159.43
城区停车场	车位出租	60 元/车位·天	874 个	90	47196.00	1722.65
葛仙山风景区	综合用房出租	1.5 元/平方米·天	6350.00 平方米	100	9525.00	347.66

停车场	车位出租	30 元/车位·天	1500 个	60	27000.00	985.50
合计	--	--	--	--	--	6431.87

资料来源：公司提供

注：停车位按平均每车位收费计算，建筑物出租按均价计算。

该项目建设期两年，计划于2017年初开工，2018年底完工，2019年起实现收入，债券存续期（2020~2026年）内收入合计约67122.28万元。

根据上述《铅山县综合停车场建设项目可行性研究报告》，本期债券综合停车场项目未来现金流量预测表编制如下：

表 14 本期债券综合停车场项目未来现金流量预测表（单位：万元、倍）

项目	合计	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
经营现金流入	67122.28	7075.06	7782.56	8560.82	9416.90	10358.59	11394.45	12533.90
营业收入	67122.28	7075.06	7782.56	8560.82	9416.90	10358.59	11394.45	12533.90
经营现金流出	9388.88	1208.04	1245.54	1286.74	1332.14	1382.14	1436.94	1497.34
经营成本	9187.48	1186.84	1222.24	1261.04	1303.84	1351.04	1402.74	1459.74
税金及附加	201.40	21.20	23.30	25.70	28.30	31.10	34.20	37.60
经营净现金流	57733.40	5867.02	6537.02	7274.08	8084.76	8976.45	9957.51	11036.56
应付本期债券本息	13950.00	790.00	790.00	2790.00	2632.00	2474.00	2316.00	2158.00
其中：本金	10000.00	--	--	2000.00	2000.00	2000.00	2000.00	2000.00
利息	3950.00	790.00	790.00	790.00	632.00	474.00	316.00	158.00
经营现金流入量对应付本期债券本息覆盖倍数	4.79	8.96	9.85	3.07	3.58	4.19	4.92	5.81
经营净现金流量对应付本期债券本息覆盖倍数	4.12	7.43	8.27	2.61	3.07	3.63	4.30	5.11

资料来源：公司提供

注：1.假设本期债券于 2019 年发行；

2.上表中利息以 7.9%年化利率来测算。

本期债券中用于综合停车场建设项目的金额为1.00亿元，该部分在债券存续期除第1年外的以后各年还本付息的资金来源主要是停车场租金收入。

假定本期债券以票面利率7.9%来测算，本期债券用于项目建设资金需偿还的本息合计为1.40亿元。根据铅山县综合停车场项目未来收入实现预测测算，本期债券发行期间该项目累计产生经营现金流入量和经营净现金流量分别为6.71亿元和5.77亿元，对本期债券综合停车场项目使用募集资金本息合计（1.40亿元）偿还倍数分别为4.79倍和4.12倍，该项目累计产生的经营现金流入量和净流量对该项目使用的募集资金本息覆盖程度较好。按年度看，在本期债券存续期内，经营现金流入量对应付本期债券本息覆盖倍数介于3.07倍~9.85倍，经营净现金流量对应付本期债券本息覆盖倍数介于2.61倍~8.27倍，该项目的经营现金流入量和净流量对

本期债券用于该项目建设资金每年度本息偿付覆盖情况好。此外，联合资信关注到，铅山县综合停车场建设项目建设进度滞后于计划，2019年或不能按照预期实现收益，可能对本期债券的偿付产生影响。

总体看，本期债券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公司对项目整体收入的合理调配。此外，本期债券实际票面利率受多重因素影响，可能与测算利率存在较大差异。

十、债权保障措施

本期债券由重庆三峡担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。重庆三峡担保的保证范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；担保期限为债券存续期及债券到

期之日起二年。

重庆三峡担保成立于 2009 年，是经国家发改委批准组建的市级担保公司；主要股东包括重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“重庆渝富”）、中国长江三峡集团公司（以下简称“长江三峡”）、国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）、三峡资本控股有限责任公司（以下简称“三峡资本”）等，其中控股股东为重庆渝富，实际控制人为重庆市国资委。2015 年，重庆三峡担保完成股份制改造，名称变更为重庆三峡担保集团股份有限公司，企业类型变更为股份有限公司；同年增资 6 亿股，由原股东重庆渝富认购 3 亿股，国开金融认购 1 亿股，新股东三峡资本代表长江三峡认购 2 亿股。截至 2017 年底，重庆三峡担保注册资本及实收资本 46.50 亿元。

截至 2017 年底，重庆三峡担保设有贷款担保部、直接融资担保部、非融资担保部、小企业担保部、投资业务部、风险管理部、发展研究部、机构合作部、审计合规部等 14 个部门以及 8 家分公司。重庆三峡担保资产总额 123.12 亿元，所有者权益 66.14 亿元。2017 年，重庆三峡担保实现营业收入 12.38 亿元，其中已赚保费收入 7.41 亿元，实现净利润 4.00 亿元。

经联合资信评定，重庆三峡担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该信用等级反映了重庆三峡担保代偿能力极强，投资与担保业务风险管理能力极强。

十一、结论

近年来，铅山县经济稳定发展，为公司发展创造了良好的外部环境，铅山县政府在资金注入、股权划拨和财政补贴等方面予以公司较大支持。

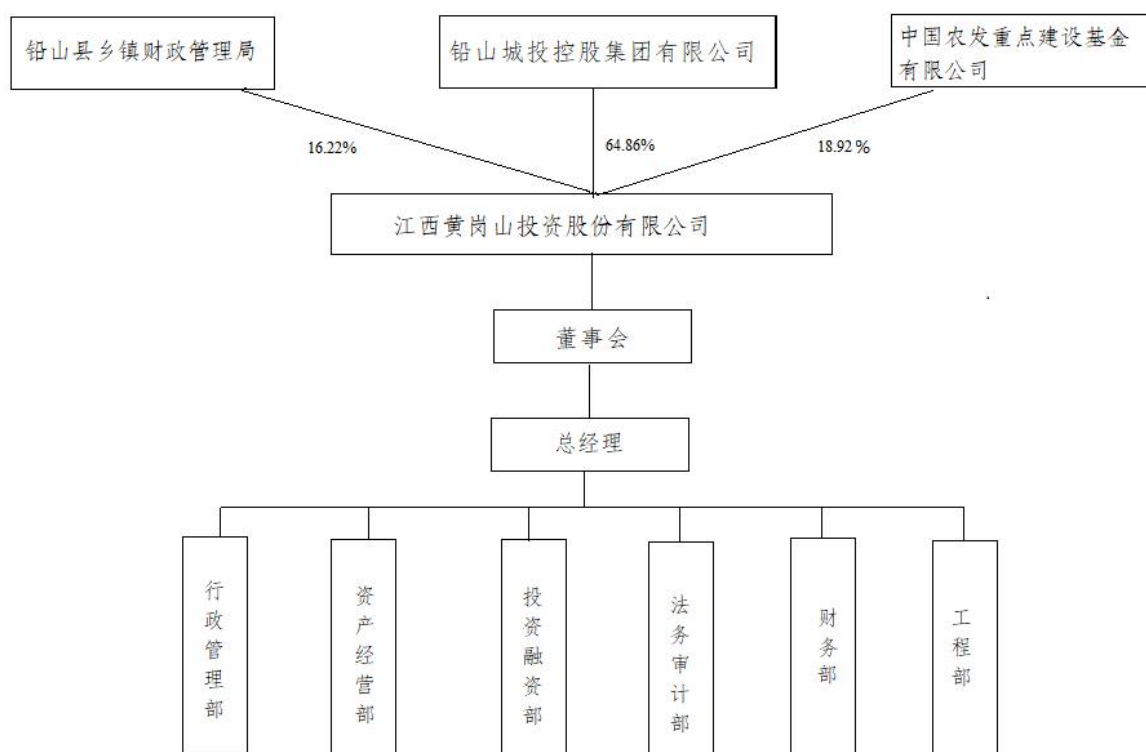
公司作为铅山县主要的城市基础设施建设主体，在区域内业务开展、项目资源获取方面具有明显优势。但联合资信也关注到公司资产整体质量一般，自身盈利能力偏弱，对外部融

资依赖性较强等因素对公司信用水平产生的不利影响。随着公司项目建设推进，公司经营状况有望得以改善。整体看，公司主体长期信用风险较低。

本期债券设立本金分期偿还条款，在一定程度上缓解了本期债券的集中偿付压力。公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还金额保障程度好。本期债券募集资金偿还有赖于募投项目收入预期的顺利实现及公司对项目整体收入的合理调配；募投项目对宏观政策及区域财力的敏感性较强，收益实现具有不确定性。重庆三峡担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著提升了本期债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期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极低。

附件 1-1 截至 2019 年 1 月底公司股权结构和组织架构图



附件 1-2 截至 2017 年底公司二级子公司情况

子公司名称	级次	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
江西黄岗山实业发展有限公司	二级	实业投资	100.00	投资
铅山县国有资产投资经营有限公司	二级	投资	100.00	投资
铅山县黄岗山出租汽车有限公司	二级	运输业	100.00	投资
江西惠济电子商务有限公司	二级	电子商务	100.00	投资
上饶市信江投资有限责任公司	二级	投资	100.00	股权划拨
铅山县信江投资发展有限公司	二级	投资	100.00	股权划拨
铅山县旅游投资发展有限公司	二级	旅游投资	100.00	投资
江西黄岗山工贸有限公司	二级	国内贸易	100.00	投资
铅山县水利投资发展有限公司	二级	水利投资	100.00	投资
铅山县公务用车服务有限公司	二级	运输业	100.00	投资

资料来源：公司提供

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)	0.49	6.37	10.91
资产总额(亿元)	40.71	73.24	95.99
所有者权益(亿元)	29.21	40.25	41.64
短期债务(亿元)	1.16	3.23	6.41
长期债务(亿元)	2.09	17.38	32.98
全部债务(亿元)	3.25	20.61	39.39
营业收入(亿元)	2.76	4.31	3.21
利润总额(亿元)	1.12	1.63	1.41
EBITDA(亿元)	1.18	1.81	1.68
经营性净现金流(亿元)	-8.07	-5.64	-3.60
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.45	1.36	0.55
存货周转次数(次)	0.14	0.15	0.08
总资产周转次数(次)	0.09	0.08	0.04
现金收入比(%)	100.01	11.37	11.88
营业利润率(%)	5.61	4.27	4.05
总资本收益率(%)	3.37	2.87	1.70
净资产收益率(%)	3.73	3.95	3.30
长期债务资本化比率(%)	6.68	30.16	44.20
全部债务资本化比率(%)	10.01	33.87	48.61
资产负债率(%)	28.26	45.04	56.62
流动比率(%)	322.10	382.34	342.07
速动比率(%)	65.31	183.25	150.33
经营现金流动负债比(%)	-85.68	-36.12	-16.85
EBITDA 利息倍数(倍)	1.34	1.42	0.66
全部债务/EBITDA(倍)	2.75	11.36	23.47

注：长期应付款中有息债务已计入长期债务及相关指标；EBITDA 利息倍数中利息金额采用现金流量表中“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”数据代替计算。

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
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
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%

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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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 2019 年第二期江西黄岗山投资股份有限公司 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。

江西黄岗山投资股份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，在企业年报披露后 2 个月内发布跟踪评级报告。

江西黄岗山投资股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对江西黄岗山投资股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，江西黄岗山投资股份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江西黄岗山投资股份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，如发现江西黄岗山投资股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对江西黄岗山投资股份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。

如江西黄岗山投资股份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江西黄岗山投资股份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江西黄岗山投资股份有限公司联系，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。