跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1165 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持赣州开发区建设投资（集团）有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“13赣开债01/PR赣开01”、“13赣开债02/PR赣开02”和“14赣开债/PR赣开投”信用等级为AA^{+}，同时维持“15赣开MTN001”、“16赣开投PPN001”和“16赣开投PPN002”信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层 （100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

赣州开发区建设投资（集团）有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	发行[1]额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 赣开债 01/PR 赣开 01	5 亿元	2013/12/31-2019/12/31	AA+	AA+
13 赣开债 02/PR 赣开 02	5 亿元	2014/2/19-2020/2/19	AA+	AA+
14 赣开债/PR 赣开投	10 亿元	2014/2/19-2021/2/19	AA+	AA+
15 赣开 MTN001	8 亿元	2015/6/15-2022/6/15	AA	AA
16 赣州开投 PPN001	8 亿元	2016/1/12-2021/1/12	AA	AA
16 赣州开投 PPN002	7 亿元	2016/03/17-2021/03/17	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产（亿元）	16.64	17.09	32.81	36.70
资产总额(亿元)	235.63	274.61	348.77	373.15
所有者权益(亿元)	150.42	151.74	152.87	153.25
短期债务（亿元）	6.63	27.46	13.12	21.72
长期债务（亿元）	55.54	62.00	125.52	141.44
全部债务(亿元)	62.17	89.47	138.64	163.16
调整后全部债务（亿元）	62.17	89.47	152.00	176.52
营业收入/主营业务收入(亿元)	16.72	15.09	19.42	6.91
利润总额(亿元)	2.72	1.46	1.29	0.86
EBITDA（亿元）	2.89	1.70	1.63	--
经营性净现金流（亿元）	-8.04	-9.73	-35.95	-18.66
营业利润率/主营业务利润率(%)	8.79	7.89	5.25	10.71
净资产收益率(%)	1.60	0.82	0.74	--
资产负债率(%)	36.16	44.75	56.17	58.93
全部债务资本化比率(%)	29.24	37.09	47.56	51.57
调整后全部债务资本化比率(%)	29.24	37.09	49.86	53.53

[1] “13 赣开债 01/PR 赣开 01”、“13 赣开债 02/PR 赣开 02”债券余额均为 3.75 亿元，“14 赣开债/PR 赣开投”债券余额为 8 亿元。

评级观点

跟踪期内，赣州经济技术开发区政府（以下简称“赣州开发区”）继续在财政补助方面对赣州开发区建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）提供支持；受赣州市土地市场好转影响，公司土地出售收入快速增加，同期公司以前年度市政建设收入于跟踪期内集中确认，营业收入快速增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到，公司业务易受到土地市场影响，有息债务规模增长快等因素对公司信用水可能带来的不利影响。

伴随赣州市及赣州开发区经济的持续发展，公司市政建设业务及土地出售业务规模将进一步扩大，同时凭借政府对公司多方面的持续性支持，公司整体盈利及偿债能力将保持稳定。联合资信对公司评级展望为稳定。

“13赣开债01/PR赣开01”、“13赣开债02/PR赣开02”和“14赣开债/PR赣开投”设置分期偿还安排，公司经营活动现金流入量对分期集中偿付额度保障程度较好。同时，公司以土地使用权分别为上述存续债券提供了抵押担保，对债券余额覆盖程度较好，具有一定增信作用。

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，维持“13赣开债01/PR赣开01”、“13赣开债02/PR赣开02”和“14赣开债/PR赣开投”AA+的信用等级，同时维持“15赣开MTN001”、“16赣州开投PPN001”和“16赣州开投PPN002”AA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，赣州开发区持续对公司给予财政补贴支持。
2. 跟踪期内，赣州市土地市场转好，公司土地出售收入大幅增长。
3. “13 赣开债 01/PR 赣开 01”、“13 赣开债 02/PR 赣开 02”和“14 赣开债/PR 赣开投”以土地

流动比率（%）	764.24	435.90	497.03	476.41
经营现金流动负债比(%)	-27.11	-15.99	-52.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.51	52.72	84.82	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	21.51	52.72	92.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.88	0.23	0.26	--

注：1.2017 年 1 季度财务数据未经审计；

2.2016 年起公司采用新会计准则，2015 年财务数据采用 2016 年初数额；

3 调整后全部债务=全部债务+其他应付款有息部分+长期应付款。

使用权对其进行抵押担保，具有一定增信作用。

关注

1. 公司土地资产抵押比率高，未来出让及收入实现受到一定限制。
2. 公司债务规模大幅增长，债务负担持续上升。
3. 受市政建设等在建工程投入规模增加影响，公司经营性净现金流持续为负。
4. 跟踪期内，其他应收款快速增加，对资金形成一定占用。

分析师

王 存 金 晔

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

声　明

一、本报告引用的资料主要由赣州开发区建设投资（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。

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。

赣州开发区建设投资（集团）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关于赣州开发区建设投资（集团）有限公司主体长期信用及存续期内“13 赣开债 01/PR 赣开 01”、“13 赣开债 02/PR 赣开 02”、“14 赣开债/PR 赣开投”、“15 赣开 MTN001”、“16 赣州开投 PPN001”和“16 赣州开投 PPN002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

赣州开发区建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）原名赣州佳贸建设开发有限公司，成立于 2008 年 12 月 15 日，由赣州经济技术开发区财政局（股权比例 99%）和赣州经济技术开发区土地收购储备中心（股权比例 1%）共同组建。公司初始注册资金人民币 2000.00 万元。2012 年 5 月 14 日，公司更名为现名。自成立以来历经股权转让及多次增资，截至 2017 年 3 月底，公司注册资本及实收资本 120000.00 万元，赣州经济技术开发区财政局（以下简称“赣州开发区财政局”）全资持有公司股权，赣州经济技术开发区管理委员会（以下简称“赣州开发区管委会”）系公司实际控制人，赣州开发区管委会授权赣州开发区财政局代为履行出资人职责。

公司经营范围包括：土地一级开发与运营；市政基础设施建设开发、房地产开发经营、供水、供电、供气工程建设、通信线路及配套设施开发建设、实业投资、建筑材料批发、零售、物业管理；房屋建筑工程施工总承包叁级、建筑装修工程专业承包叁级、市政公用工程施工总承包叁级、土石方工程专业承包叁级、地基与基础工程专业承包叁级、园林古建筑工程专业承包叁级。

截至 2017 年 3 月底，公司设有 9 个职能管理部门，下辖全资子公司 10 家，跟踪期内，公司新增 3 家全资子公司，分别是赣州经济技术开发区国泰磁性材料表面处理有限责任公司、赣州新能源汽车科技城建设开发有限公司和赣州鑫泰汽车服务有限公司。（详见附件 1-1 和附件 1-2）。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 348.77 亿元，所有者权益合计 152.87 亿元；2016 年，公司实现营业务收入 19.42 亿元，利润总额 1.29 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 373.15 亿元，所有者权益合计 153.25 亿元；2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 6.91 亿元，利润总额 0.53 亿元。

公司注册地址：赣州开发区香江大道88号；法定代表人：刘普海。

三、联合资信所评存续债券概况及募集资金使用情况

公司发行“13 赣开债 01/PR 赣开 01”、“13 赣开债 02/PR 赣开 02”和“14 赣开债/PR 赣开投”所募集的资金均全部用于赣州铜铝产业园路网及配套设施建设项目以及赣州综合保税区路网及配套设施建设项目。其中，赣州铜铝产业园路网及配套设施建设项目总投资 30.98 亿元，三期债券募集资金合计 14.00 亿元用于该项目；赣州综合保税区路网及配套设施建设项目总投资 16.00 亿元，三期债券募集资金中合计 6.00 亿元用于该项目。截至 2017 年 3 月底，上述三期债券所涉及的募投项目均已完工；“13 赣开债 01/PR 赣开 01”、“13 赣开债 02/PR 赣开 02”、“14 赣开债/PR 赣开投”、“15 赣开 MTN001”、“16 赣州开投 PPN001”和“16 赣州开投 PPN002”募集资金均已使用完毕。目前

存续债券均按时付息，具体情况请参见下表。

表1 截至2017年3月底存续债券概况

（单位：亿元、年）

债券名称	债券余额	期限	募集资金用途	还本付息方式
13 赣开债 01/ PR 赣开 01	3.75	6	募集资金用于赣州铜铝产业园路网及配套设施建设项目以及赣州综合保税区路网及配套设施建设项目	每年付息一次，分次还本，债券存续期的第 3 至第 6 个年度每年偿还债券本金 25%
13 赣开债 02/ PR 赣开 02	3.75	6	募集资金用于赣州铜铝产业园路网及配套设施建设项目以及赣州综合保税区路网及配套设施建设项目	每年付息一次，分次还本，债券存续期的第 3 至第 6 个年度每年偿还债券本金 25%
14 赣开债/ PR 赣开投	8	7	募集资金用于赣州铜铝产业园路网及配套设施建设项目以及赣州综合保税区路网及配套设施建设项目	每年付息一次，分次还本，债券存续期的第 3 至第 7 个年度每年偿还债券本金 20%
15 赣开 MTN001	8	7(5+2)	偿还银行贷款以及支付融资利息	每年付息一次，到期一次还本
16 赣州开投 PPN001	8	5(3+2)	偿还银行贷款	固定利率，单利按年计息，到期一次还本
16 赣州开投 PPN002	7	5(3+2)	偿还银行贷款	固定利率，单利按年计息，到期一次还本

资料来源：联合资信根据公开信息信息整理

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策

继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富

债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文"），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

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 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 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。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济环境和地方财力

赣州市

根据《赣州市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，赣州市全年地区生产总值 2194.34 亿元，比上年增长 9.5%。其中，第一产业增加值 320.12 亿元，增长 4.2%；第二产业增加值 936.87 亿元，增长 8.9%；第三产业增加值 937.35 亿元，增长 12.1%。三次产业结构由 2015 年的 15.0:44.1:40.9 调整至 2016 年的 14.6:42.7:42.7。非公有制经济实现增加值 1298.86 亿元，增长 9.6%，占 GDP 比重为 59.2%。

2016 年全年赣州市财政总收入 366.32 亿元，比上年增长 3.7%。其中，一般公共预算收入 243.18 亿元，下降 0.9%，主要是由于钨矿石价格下降所致。财政总收入占 GDP 的比重达 16.7%，下降 1.2 个百分点。全年各项税收收入 299.23 亿元，增长 1.7%。一般公共预算支出 676.83 亿元，增长 10%。其中，民生类支出 552.54 亿元，增长 11.6%，占财政总支出的比重达 81.6%，比上年提高 1.1 个百分点。

总体看，跟踪期内，赣州市经济和财政总收入持续增长。

赣州经济技术开发区

赣州开发区是国家级开发区。2016 年，赣州开发区地方综合财力为 32.51 亿元，较 2015 年增长 11.95%；其中地方一般预算收入 20.91 亿元，同比下降 1.30%，其中税收收入 16.28 亿元，较 2015 年底增长 8.50%，非税收入 4.63 亿元，较 2015 年下降 25.08%；国有土地使用权出让收入 8.11 亿元，较 2015 年底大幅上升；

转移支付和税收返还收入 6.16 亿元，较 2015 年增长 8.63%。2016 年财力构成变化不大，仍以一般预算收入为主。

截至 2016 年底，赣州开发区地方债务余额 31.63 亿元，其中，地方直接债务余额 31.33 亿元，政府担保债务余额 0.60 亿元。结合 2016 年赣州开发区综合财力测算，赣州开发区债务率 97.30%，较 2015 年底增长 15.51 个百分点。

跟踪期内，赣州开发区综合财政力有所上升，一般预算收入为财政收入主要来源，国有土地出让收入波动较大，债务负担有所加重。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本及实收资本为 12.00 亿元，其中赣州开发区财政局受赣州开发区管委会授权代履行公司出资人职责，持有公司 100%股权，公司实际控制人为赣州开发区管委会。

2. 企业规模

经过多年的发展，公司作为赣州开发区基础设施建设的唯一投资主体，承担了赣州开发区基础设施运营和国有资产管理的重大任务，是赣州开发区城市建设国有资产的运营主体，在开发区基础设施建设和公用事业建设行业的多个方面，居于区域内行业垄断地位。

截至 2017 年 3 月底，公司拥有 10 家全资子公司，行业涉及磁性材料表面处理、新能源汽车科技城建设开发和汽车租赁业务。

3. 政府支持

公司作为赣州开发区基础设施建设的唯一投资主体，在政府补助方面持续获得赣州开发区管委会的大力支持。

2016 年，根据赣经开财预字【2016】20 号《关于下达补助资金的通知》，公司收到西城区污水处理管网、节能环保项目基础设施建设等补助资金 0.45 亿元；根据赣经开财预字【2016】10 号《关于下达补助资金的通知》，公司收到创业公租房、大坪康居等返迁安置房建设项目等补助资金 0.2 亿元；根据赣经开财预字【2016】14 号《关于下达补助资金的通知》，公司子公司赣州综合物流园开发有限公司收到白鹭一桥、返迁安置房建设项目补助资金 0.18 亿元，共计 0.83 亿元，全部计入营业外收入。

七、管理分析

跟踪期内，公司原法定代表人兼总经理翁毅军先生因工作岗位正常调动不再担任公司法定代表人及总经理职务。赣州开发区管委会委任刘普海先生为公司总经理兼法定代表人。

刘普海先生，1969年12月出生，大学学历，中共党员，现任公司法定代表人兼总经理，兼任赣州国瑞新能源汽车产业发展有限公司董事长；曾担任赣州市章贡区财政局副局长、章贡区湖边镇党委副书记及镇长、赣州开发区黄金岭街道办事处党委书记等职务。

跟踪期内，因原董事王小宁正常调动，不再担任公司董事；新任命胡昊、张瑞平担任公司董事。截至2017年3月，公司由原来的6名董事增至7名，并修改相应公司章程。

胡昊先生，1975年6月出生，中共党员，曾任赣州开发区企业服务局（赣州出口加工区管理局）主任科员、赣州开发区潭东镇党委副书记及镇长。

张瑞平先生，1980年12月出生，中共党员，现任公司房建工程部副经理，曾任赣州市锦城建设开发有限公司副总经理和赣州开发区蟠龙镇政府规划所负责人。

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等其他方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

作为赣州开发区基础设施建设的唯一主

体，跟踪期内，公司业务继续以土地开发、市政建设为主业；2016年新确认商品房销售收入，对公司原有业务收入形成有益补充。

2016年，受赣州市土地市场向好影响，公司土地出售业务收入大幅增长，带动公司整体营业收入较2015年较快上升。2016年公司新签市政建设项目规模和数量快速增长，市政建设收入随之增加。2016年公司新增商品房销售收入2.27亿元，系出售“丽景江山”商品房所得；同年新增汽车租赁业务，但收入规模很小。

毛利率方面，2016年，公司综合毛利率为6.85%，同比减少1.43个百分点，主要系公司出售土地业务毛利率较上年同期下降所致。同期，公司市政建设业务毛利率为17.22%，同比有所上升。商品房销售毛利率较低，为6.17%。公司其他收入中，房租毛利率持续为负，主要系公司所出租的房屋为高端房产，折旧高。

2017年1~3月，公司营业收入为6.91亿元，主要为商品房销售收入。2017年1~3月，公司营业毛利率为12.41%。

整体看，2016年，公司收入规模同比有所上升，由于公司出售土地业毛利率下降，且新增业务毛利率较低，导致公司综合毛利率有所下滑。

表2　2015~2016年及2017年1~3月公司营业收入情况　（单位：万元、%）

业务板块	2015年			2016年			2017年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
市政建设	13383.98	8.88	16.42	41756.51	21.51	17.22	167.23	0.24	14.83
出售土地	63033.37	41.75	7.94	127397.48	65.62	4.79	--	--	--
公租房建设	72183.85	47.85	7.48	--	--	--	--	--	--
商品房销售	--	--	--	22740.68	11.71	6.17	68528.62	99.12	14.93
汽车租赁	--	--	--	12.16	0.00	2.64	17.77	0.03	56.45
其他	2257.98	1.52	-4.35	2249.07	1.16	-62.74	424.99	0.61	-396.38
合计	**150859.17**	**100.00**	**8.28**	**194155.90**	**100.00**	**6.85**	**69138.61**	**100.00**	**12.41**

资料来源：公司提供

2. 业务经营

市政建设

公司是赣州开发区唯一的投融资主体，承担着城市基础设施建设的职责。

跟踪期内，公司市政业务运营模式未发生变化，对于公司承接的工程项目，政府相关部门与公司签订代建协议，建设过程中，公司工程投入计入“存货—开发成本”科目，建设完成后，政府组织验收与结算，并支付工程款（在“销售商品、提供劳务收到的现金”科目反映）。公司根据工程结算抄告单确认收入及成本，项目代建收益率一般不超过30%。新签合同总额包括成本及项目收益。

跟踪期内，公司新签市政建设项目合同规模及数量迅速增加，2016年分别为9.09亿元和88个。确认收入方面，2016年，公司市政建设板块确认收入4.18亿元，较上年大幅上升，主要是以前年度部分市政建设项目集中在2016年确认收入4.13亿元。

截至2017年3月底，公司主要市政项目计划总投资1.85亿元，实际完成投资1.6亿元。

表3　公司近年完成市政设施情况（单位：万元、个）

	2015年	2016年	2017年1~3月
新签合同总额	21187.42	90884.44	20642.32
新签合同个数	70	88	10
确认市政建设收入	13383.97	41756.51	167.23

资料来源：公司提供

注：公司确认收入存在一定滞后性。

表4　截至2017年3月底公司主要市政（不含房建）工程明细（单位：亿元）

	工程名称	截至2017年3月底已完成投资
1	华坚北路北延（湖边大	0.24

	道-黄金大道）	
2	湖边大道（金潭大道-华裕路）	0.30
3	金潭大道北延（赣通大道-新 105 国道）	0.40
4	香江大道下穿厦蓉高速通道（新 105 国道-岗边大道）	0.23
5	华裕路二期(紫荆路-湖边大道)	0.12
6	赣通大道（华裕路-东江源大道）	0.14
7	华昌路（香江大道-金凤东路）	0.08
8	蟠龙路（清溪南路-工业路）	0.10
合计		**1.60**

资料来源：公司提供

未来随着赣州开发区基础设施建设项目陆续完工，公司新签合同逐步确认收入，未来有望对该板块收入增长提供一定支撑。

土地出售

跟踪期内，公司出售的土地主要为通过摘牌方式取得的一定规模的土地，由公司筹集资金对土地进行整理，达到净地条件后由当地土储中心以招拍挂方式进行转让，实现土地的增值收益。

2016年，受赣州市土地市场行情有所好转影响，公司出售三块土地，土地均为商住用地，实现土地转让成交面积合计33.35万平方米，同比大幅上升128.58%，确认收入12.74亿元，较2015年上升102.11%，公司2016年出售土地业务毛利率较上年有所下降，系获取土地成本上升所致。

截至2016年底，公司拥有土地面积合计6425.00亩，账面价值合计132.47亿元（计入“存货”和“无形资产”科目），其中部分地块已用于融资抵押，未抵押土地合计约790.00亩，账面价值约5.4亿元。公司土地抵押比率为95.92%，土地抵押比率高，公司未来土地出让受到限制，对该业务板块收入保持稳定带来一定不利影响。

整体看，跟踪期内，受土地市场行情好转影响，公司土地出让收入大幅增加。但土地出让价格容易受到宏观调控、产业政策等因素的影响，公司未来土地出售收益具有一定不确定性。

保障性住房

公司承担赣州开发区保障性住房的开发和建设，主要包括赣州开发区内公共租赁住房和棚户区改造项目。公司保障房业务模式主要是：政府划拨保障房建设用地给公司，由公司负责保障房的手续报建、项目建设等，建设资金由公司自筹，收入按完工百分比进行确认。

赣州开发区棚户区改造建设项目和赣州开发区公共租赁住房建设项目，均于2012年开工，依据《关于赣州开发区棚户区改造建设项目可行性研究报告的批复》（赣开发规字【2012】17号）和《关于赣州开发区公共租赁住房建设项目可行性研究报告的批复》（赣开发规字【2012】16号），两项目总投资35.08亿元，目前已全部完成投资。公司已与赣州市政府分别签署了《赣州开发区棚户区改造建设项目投资建设委托（BT）协议书》和《赣州开发区公共租赁住房建设项目投资建设委托（BT）协议书》，两个协议项下的应收账款金额总计为38.59亿元，在约定的八年支付期限内由赣州市政府支付给公司，专项用于偿付“12赣开债”。上述款项于2013年起逐年分期支付，截至2016年底共计收到21.5亿元。公司于2016年收到的6.5亿元回购款计入其他应收款中，跟踪期内未确认保障性住房收入。

未来，保障性住房收入的确认具有一定不确定性，联合资信将持续关注。

商品房出售

跟踪期内，公司新确认商品房出售收入。2016年，公司出售“丽景江山”商品房，该房地产土地由公司于2012年招拍挂获得，土地5.80万平方米，账面价值2.96亿元（计入“存货—开发成本”），房屋建筑面积23.59万平方米，总投资10.50亿元。截至2016年底，商品房除部分店面尚未出售完成外，其余均已全部销售完成，已完成销售面积23.41万平方米，并确认收入2.27亿元。2017年1~3月确认商品房出售收入

为6.85亿元，系2016年底未确认的部分收入。

截至2017年3月底，公司已拍下用作商品房土地3.00万平方米，账面价值1.47亿元（计入“存货—土地储备”），但商品房投资出售计划暂未落实具体。

汽车租赁

公司汽车租赁业务由子公司赣州鑫泰汽车租赁服务有限公司经营，2016年度确认租赁收入12.16万元。

3. 在建工程

在建工程方面，截至2017年3月底，均为政府回购模式，系与赣州开发区管委会签订协议。公司重点在建项目7个，合计总投资11.92亿元，已完成投资1.13亿元。公司计划于2017年4~12月合计完成投资5.06亿元。公司未来投资规模较大，需承担一定融资压力。

表5　截至2017年3月底公司重点在建工程情况（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资	截至 2017 年 3 月底已完成投资	2017 年 4-12 月投资额
1	蓝翔康居小区	1.38	0.02	0.68
2	桃芫城中村改造安居社区 1-19#楼	2.05	0.08	0.62
3	章江安居小区 C 地块 1-2#、9-10#、16、17#楼(包括地下室）	1.07	0.20	0.44
4	车头返迁地临道公寓楼	0.89	0.40	0.13
5	金凤路“梅花公园”（含萃湖公园）	1.97	0.07	1.27
6	横江大道（叶山大道-长汀路）	0.85	0.13	0.72
7	杨梅棚户区改造安居小区（杨梅预留地）	3.71	0.23	1.2
合计		**11.92**	**1.13**	**5.06**

资料来源：公司提供

4. 未来发展

未来公司将打造新能源汽车科技城，新能源汽车科技城将由公司进行建设，由子公司赣州新能源汽车科技城建设开发有限公司负责运营。新能源汽车科技城一期基础设施建设计划投资110.00亿元，目前已完成投资79.00亿元。公司将通过新能源汽车科技城拓展业务范围。

九、财务分析

公司提供了 2014~2016 年度合并财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见审计结论；公司提供的 2017 年一季度财务报表未经审计。

2016 年公司新成立三家全资子公司，分别是赣州经济技术开发区国泰磁性材料表面处理有限责任公司、赣州新能源汽车科技城建设开发有限公司和赣州鑫泰汽车服务有限公司，公司合并范围变化不大，对财务数据可比性影响小。

公司从 2016 年开始使用新会计准则，以下财务分析中中 2015 年数据采用 2016 年审计报告中的年初数额。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 348.77 亿元，所有者权益合计 152.87 亿元；2016 年，公司实现营业收入 19.42 亿元，利润总额 1.29 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 373.15 亿元，所有者权益合计 153.25 亿元；2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 6.91 亿元，利润总额 0.53 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 348.77 亿元，同比增长 27.00%，其中流动资产占

96.81%，非流动资产占 3.19%，公司仍以流动资产为主，资产结构与上年底基本一致。

截至 2016 年底，公司流动资产为 337.62 亿元，同比增长 27.25%，主要系货币资金、其他应收款和存货大幅增加所致。流动资产以货币资金（占 9.72%）和存货（占 78.47%）为主。

截至2016年底，公司货币资金32.81亿元，同比增长92.00%，主要系2016年度公司新增长期借款和应付债券，导致货币资金大规模流入。公司受限资金为4.48亿元，其中0.50亿元系被法院申请冻结的银行存款[2]，另外3.98亿元为银行质押存单，货币资金受限比率达到13.65%。

截至2016年底，公司其他应收款为26.27亿元，较2015年底增长118.51%，主要系与赣州开发区财政性往来款增加所致。其他应收款前五名单位为赣州经济技术开发区财政局、赣州开发区工业投资有限公司、赣州经济技术开发区湖边镇财政所、赣州中航新能科技有限公司和赣州经济技术开发区蟠龙镇财政所，款项包括往来款和代垫款，总计17.70亿元，考虑到应收账款单位均为国企，未计提坏账。按账龄分析，公司1年以内其他应收款占88.19%，1~2年占3.00%，2~3年占1.34%，3年以上占7.46%，账龄较为集中。

截至 2016 年底，公司存货为 264.95 亿元，同比增长 21.88%，由在建市政工程、商品房销售及土地构成，主要是公司在建市政工程开发成本增加所致。存货中受限资产 103.80 亿元，全部为土地使用权，用于银行借款和债券抵押，存货中受限资产占比为 39.18%，短期变现能力较弱。

截至 2016 年底，公司其他流动资产为 9.82 亿元，主要系公司购买的理财产品和预缴税费。

截至 2016 年底，公司非流动资产 11.13 亿元，同比增长 20.13%，主要系投资性房地产增加所致。非流动资产以投资性房地产（占 72.77%）和在建工程（占 10.73%）为主。

截至 2016 年底公司投资性房地产为 8.10 亿元，同比增长 36.18%，主要系在建工程中标准厂房和零星工程转入所致。

截至 2016 年底公司在建工程为 1.19 亿元，同比下降 29.21%，主要系标准厂房和零星工程转入投资性房地产所致。

截至2017年3月底，公司资产总额合计373.15亿元，较2016年底增长6.99%，主要系其他应收款和存货增加所致。资产结构与2016年底基本一致。

总体来看，跟踪期内，随着公司融入资金陆续投入项目建设，公司资产规模快速增长；其他应收款快速增长，对资金形成一定占用；公司资产中存货占比高，但其中土地资产抵押比率高，变现能力受限，整体资产质量及资产流动性一般。

2.负债及所有者权益

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益152.87亿元，较2015年底增长0.74%，主要系未分配利润同比有所增加所致。公司实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润在公司所有者权益中分别占7.85%、79.37%、0.27%和12.51%，权益稳定性较好。

截至2017年3月底，公司所有者权益为153.25亿元，较2016年底增长0.25%，其构成与2016年底基本一致。

负债

截至2016年底，公司负债总额195.91亿元，同比增长59.43%，其中流动负债占34.68%，非流动负债占65.32%。

截至2016年底，公司流动负债67.93亿元，同比增长11.60%，主要系其他应付款增长所致。流动负债以应付账款（占13.07%）、其他应付款（占52.80%）和一年内到期的非流动负债（占16.52%）组成。

截至2016年底，公司应付账款8.88亿元，较2015年增长119.40%，主要系应付工程款大幅增加所致。

[2] 冻结原因为谢益董（与公司无合同关系）涉及民间借贷纠纷及云天公司（公司往来方）涉案导致相关账户需协助冻结。

截至2016年底，公司其他应付款35.87亿元，同比增长48.38%，主要系新增赣州发展投资控股集团有限责任公司和北京万陆投资有限公司等非金融机构有息借款所致，为10.91亿元。公司其他应付款以往来款为主，其中与赣州开发区财政局往来款3.03亿元。

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债11.22亿元，同比下降3.13%，主要系一年内到期的长期借款略有下降所致。

截至2016年底，公司非流动负债为127.97亿元，同比增长65.32%，主要系长期借款及应付债券大幅增长所致。流动负债以长期借款（占53.27%）和应付债券（占44.81%）为主。

截至2016年底，公司长期借款为68.17亿元，较2015年底大幅增长，主要系质押借款大幅增长所致。

截至2016年底，公司应付债券总计57.35亿元，较2015年底增长62.26%，主要系2016年公司新发行“16赣开PPN01”（面值8.00亿元）、“16赣开PPN02”（面值7.00亿元）、“16赣开01”（面值10.00亿元）和“16赣虔建投ZR001”（面值3.00亿元）所致。

截至2016年底，公司长期应付款为2.46亿元，全部为有息债务。其中，1.11亿元为公司与平安国际融资租赁（天津）有限公司通过道路融资租赁方式获得的贷款，贷款利率为4.5%;另外1.35亿元为根据赣经开办字【2016】178号《关于将农村产业合作社贫困户贷款资金投入区建设公司的通知》，农村产业合作社发放给贫困户的扶贫贷款以债权方式投入公司的款项。

有息债务方面，随长期借款及应付债券快速增长，公司有息债务增长迅速，截至2016年底，公司调整后全部债务[3]合计152.00亿元，同比增长69.90%，其中，调整后长期债务[4]合计127.97亿元，占全部债务比例为84.19%，债务期限结构以长期债务为主，比较合理。

债务指标方面，受调整后长期债务快速增长的影响，截至2016年底，公司调整后长期债务资本化比率、调整后全部债务资本化比率和资产负债率均有所增长，分别为45.57%、49.86%和56.17%。

截至2017年3月底，公司负债合计219.89亿元，较2016年底增长12.25%，主要系其他应付款大幅增加所致。公司负债仍以非流动负债为主，所占比例为65.44%。

截至2017年3月底，公司有息债务合计176.52亿元，其中调整后长期债务为143.89亿元，占比81.51%，长期债务占比略有下降，主要系公司短期借款大幅增加所致。2017年3月底公司有息债务持续增长，受此影响，公司调整后长期债务资本化比率、调整后全部债务资本化比率和资产负债率均较2016年底有所增长，分别为48.43%、53.53%和58.93%。

整体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性较好，有息债务规模增长较快，债务期限结构合理，整体债务负担快速上升。

3. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入19.42亿元，同比增长28.70%，主要系市政建设业务集中确认收入及出售土地业务收入大幅上升。同期，公司营业成本为18.09亿元，同比增长30.64%。

期间费用方面，2016年公司期间费用维持在较低水平，为0.37亿元，较2015年略有上升。2016年公司新增销售费用0.13亿元；期间费用的主要构成仍为管理费用，2016年为0.35亿元；公司借款利息全部资本化，无费用化利息支出。2016年公司期间费用率为1.93%，较2015年略有下降。总体看，公司费用控制能力仍处于较好水平。

非经常性损益方面，2016年，公司2016年获得政府补贴收入共计0.83亿元，主要为基础设施建设及安置房项目补助资金，较2015年底有所增长，公司利润总额的获得对政府补贴仍有一定依赖性。

盈利指标方面，2016 年，营业成本增速高

[3] 调整后全部债务=全部债务+其他应付款中的有息部分+长期应付款
[4] 调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息部分

于营业收入增速，公司营业利润率较 2015 年底下降 2.64 个百分点，为 5.25%。公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.37%和 0.74%，较上年均小幅下降。受行业性质影响，公司整体盈利能力弱。

2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 6.91 亿元，为 2016 年的 35.61%。

总体看，跟踪期内，受市政建设集中确认收入及土地出售收入增加影响，公司营业收入快速增长，因营业成本增速高于营业收入，公司盈利指标均有所下降，整体盈利能力弱，政府补贴仍是公司利润的重要组成部分。

4. 现金流及保障

经营活动现金流入方面，2016 年，受营业收入增长影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金同步增长，为 23.67 亿元，同比增长 42.17%，公司现金收入比为 121.92%，同比增加 11.55 个百分点，公司收现质量有所上升。受公司收到往来款大幅增加的影响，2016 年公司收到的其他与经营活动有关的现金为 12.66 亿元，同比增长 365.35%，主要系与赣州工业投资集团有限公司的往来款 11.42 亿元。2016 年公司经营活动产生的现金流入量为 36.34 亿元。经营活动现金流出方面，2016 年，公司投资在市政建设等在建项目的规模增加（对应存货中开发成本），购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 137.27%，为 54.25 亿元；受往来款大幅增加所致，公司支付其他与经营活动有关的现金较 2015 年长 393.12%，为 14.84 亿元。2016 年公司经营活动现金流出金额为 72.29 亿元，同比增长 148.40%。2016 年公司经营活动现金流入量小于流出量，经营现金净流量持续为负，为-35.95 亿元。

投资活动方面，2016 年，公司新增收回投资收到的现金 540 万元及取得投资收益收到的现金 720 万元，主要系收到赣州招商致远壹号股权投资合伙企业（有限合伙）返还投资款 540 万）和收到赣州招商致远壹号股权投资合伙企业（有限合伙）利润分配款 720 万。同期，公司投资活动现金流出规模为 2.23 亿元，较 2015 年有较大幅度下降，主要系投资支付的现金大幅下降所致，2016 年公司投资支付的现金主要为投资新能源科技城和投资江西百富源新材料创业投资基金（有限合伙）所支付的现金；同期，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为 2.11 亿元，较 2015 年有大幅增加，主要系投资标准厂房。2016 年，公司投资活动现金全部表现为净流出，投资活动现金流量净额为-2.10 亿元。

由于公司土地转让以及市政建设项目需要大规模的资金投入，经营性现金流入量无法满足公司的投资需求，因而公司主要通过大规模的银行借款及发行债券实现滚动发展。2016年公司筹资活动现金流入规模持续增加，为96.23亿元，全部来自取得借款收到的现金；同期，筹资活动现金流出为43.04亿元，主要为偿还债务所支付的现金。

2017年1～3月，公司建设投入规模继续推进，经营活动现金流量净额为-18.66亿元；公司收回投资所收到的现金为1.5亿元。投资活动现金流量净额为-2.10亿元；当期公司对外融资规模继续维持在较高水平，筹资活动现金流入28.02亿元，筹资活动现金流量净额为21.06亿元。

总体看，公司收入以土地转让及市政基础设施建设为主，其现金流入的稳定性取决于土地转让进度及政府财政支出的统筹安排，跟踪期内，公司经营获现能力较好；公司因项目建设投入力度的加大导致经营活动净现金流仍表现为净流出；同时，公司滚动发展所需资金主要来源仍主要为银行贷款及发行债券。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至2016年底，主要由于公司存货快速增长，公司流动比率为497.03%，较2015年底增长61.13个百分点；剔除存货增长影响，公司流动资产仍有大幅增加，因此速动比率仍有所增长，为107.00%；截至2017年3月底，上述指标分别为476.41%和112.55%。2016年，公司经营活动现金流量净额为负，对流动负债无保障能力。考虑到公司短

期债务规模较小且现金类资产较为充足，公司短期偿债能力尚可。

务保持增长，导致公司2016年长期偿债能力有所下降，调整后全部债务/EBITDA倍数为92.99倍，考虑到公司未来有望实现稳定的市政建设收入及赣州开发区管委会在资本金注入、财政补贴、项目回购等方面对公司的持续支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2017年3月底，公司有20笔对外担保，共计18.10亿元，公司担保比率11.81%，或有负债风险相对较低。

截至2017年6月8日，公司共获得各家银行授信总额192.69亿元，已使用192.69亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号：G10360702001005301），截至 2017 年 6 月 8 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及赣州开发区发展及财力水平的综合分析，并考虑到赣州开发区管委会对于公司在财政补贴方面

从长期偿债能力指标看，2016年，公司净利润有所下降，EBITDA规模相应减小，全部债的支持，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期内债券偿还能力

2016年，公司EBITDA、经营活动产生的现金流入量和净流量分别为1.63亿元、36.34亿元和-35.95亿元。

根据“15赣开MTN001”发行条款，若投资者未于第5年末（2020年）集中行使回售权，则公司将于2022年偿付“15赣开MTN001”本金。根据“16赣州开投PPN001”和“16赣州开投PPN002”发行条款，若投资者未于第3年末（2019年）集中行使回售权，则公司将于2021年偿付“16赣州开投PPN001”和“16赣州开投PPN002”本金。根据投资者选择行使回售权的时间，公司集中偿付年度为2019~2021年，偿还本金总额分别为19.50亿元、11.25亿元和17.00亿元。2016年EBITDA、经营活动产生的现金流入量和净流量分别为集中偿付本金19.50亿元的0.08倍、1.86倍和-1.84倍，为集中偿付本金11.25亿元的0.14倍、3.23倍和-3.20倍，为集中偿付本金17.00亿元的0.10倍、2.14倍和2.11倍。公司经营活动现金流入量对集中偿付额度的保障程度较好。

表 6 联合资信所评存续债券综合偿付安排（单位：亿元）

年度	13 赣开债 01/PR 赣开 01	13 赣开债 02/PR 赣开 02	14 赣开债/PR 赣开投	15 赣开 MTN001	16 赣州开投 PPN001	16 赣州开投 PPN002	年度还款总计
2016 年	1.25	--	--	--	--	--	1.25
2017 年	1.25	1.25	2.00	--	--	--	4.50
2018 年	1.25	1.25	2.00	--	--	--	4.50
2019 年	1.25	1.25	2.00	--	8.00	7.00	19.50
2020 年	--	1.25	2.00	8.00	--		11.25
2021 年	--	--	2.00	--	8.00	7.00	17.00
2022 年	--	--	--	8.00	--	--	8.00
合计	**5.00**	**5.00**	**10.00**	**8.00**	**8.00**	**7.00**	**43.00**

资料来源：联合资信整理

注：“15MTN001”在第五年末附设投资者回售选择条款，“16赣州开投PPN001”和“16赣州开投PPN002”在第三年末附设投资者回售选择条款。

根据赣州开发区管委会出具的《关于将经营性资产持续注入赣州开发区建设投资（集团）有限公司的批复》赣开政字【2013】40 号，赣州开发区管委会将依据上述存续债券募投项目建设进度，持续将经营性资产注入公司，价值累计将不低于 60 亿元，跟踪期内公司未收到相关经营性资产的注入，联合资信将对此持续关注。

公司以土地使用权为“13赣开债01/PR赣开01”、“13赣开债02/PR赣开02”及“14赣开债/PR赣开投”提供抵押担保。公司目前正在办理解押手续，将要对部分土地进行解押。对“13赣开债01/PR赣开01”，公司原以456.31亩（评估值为13.94亿元）的土地使用权对其提供抵押担保，解押后土地抵押面积为297.26亩（评估值[5]为10.62亿元），对“13赣开债01/PR赣开01”余额的保障倍数为2.83倍；对“13赣开债02/PR赣开02”，公司原以548.54亩（评估值为16.17亿元）的土地使用权对其提供抵押担保，解押后土地抵押面积为198.75亩（评估值[6]为7.83亿元），对“13赣开债02/PR赣开02”余额的保障倍数为2.09倍；对“14赣开债/PR赣开投”，公司原以896.98亩（评估值为27.79亿元）土地使用权提供抵押担保，解押后土地抵押面积为404.02亩（评估值[7]为16.28亿元），对“14赣开债/PR赣开投”余额的保障倍数为2.04倍。按照三期债券募集说明书[8]规定，在三期债券存续期间，在押率不低于《抵押资产监管协议》约定的1.80或公司另行提供担保的前提下发行人可以向抵押资产监管人申请解除部分或全部抵押资产的抵押，公司解押部分土地满足抵押资产释放的条件。解押后土地对债券余额覆盖程度较好，具有一定增信作用。

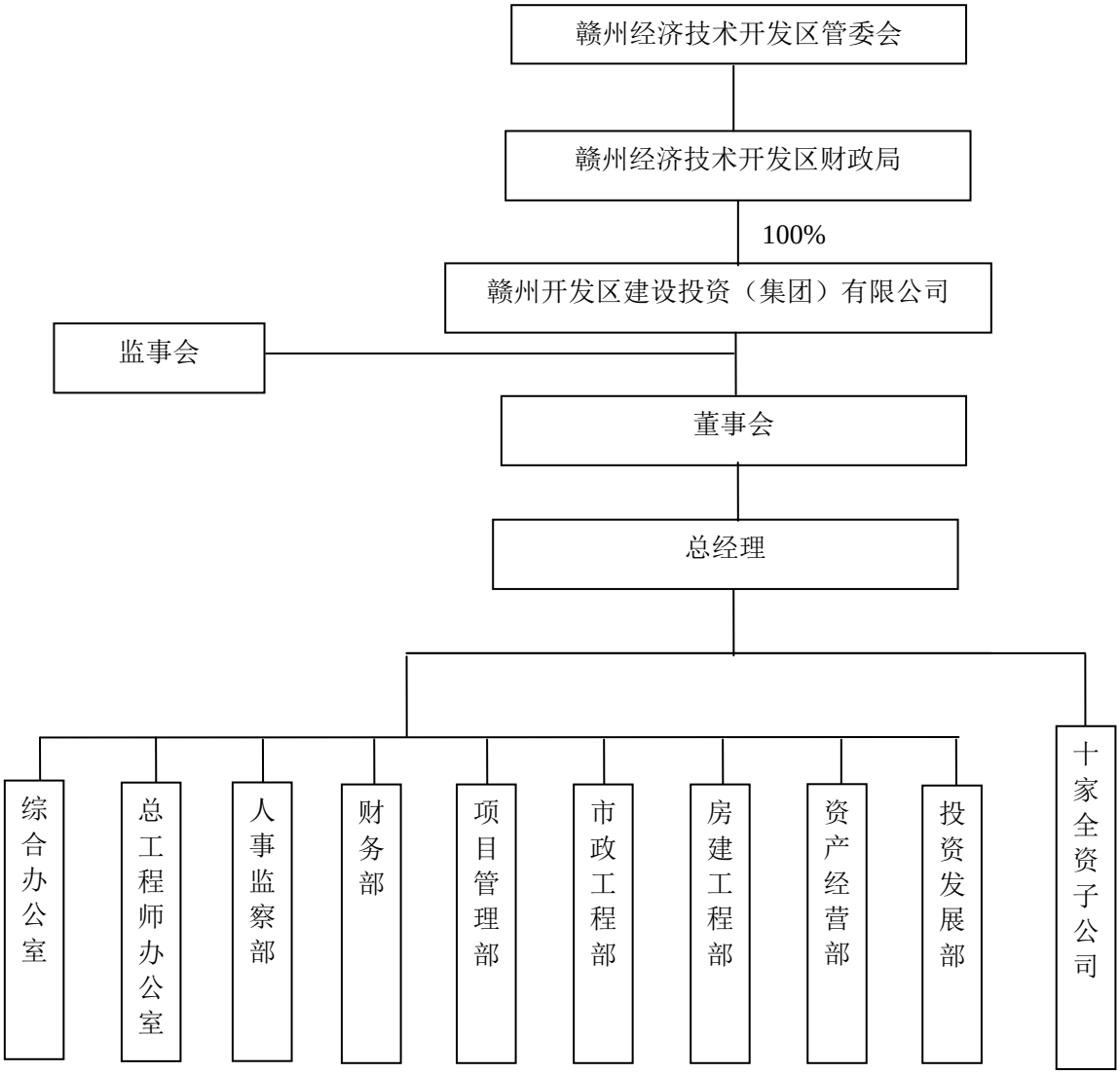
总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券集中偿付额度保障程度较好。公司以自有土地抵押担保有效提升了“13赣开债01/PR赣开01”、“13赣开债02/PR赣开02”及“14赣开债/PR赣开投”的信用水平。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，维持“13赣开债01/PR赣开01”、“13赣开债02/PR赣开02”和“14赣开债/PR赣开投”AA^{+}的信用等级，同时维持“15赣开MTN001”、“16赣州开投PPN001”和“16赣州开投PPN002”AA的信用等级。

[5]解押后土地评估价值依据江西同致房地产土地估价咨询有限公司于 2017 年 5 月 10 日出具的《土地估价报告》（赣同致（赣）（2017）（土估）050007 号）。
[6] 同脚注 4
[7] 同脚注 4
[8] 分别是《2013 年第一期赣州开发区建设投资（集团）有限公司公司债券募集说明书》、《2013 年第二期赣州开发区建设投资（集团）有限公司公司债券募集说明书》和《2014 年赣州开发区建设投资（集团）有限公司公司债券募集说明书》

附件 1-1　截至 2017 年 3 月底公司股权结构及组织结构图



附件 1-2　截至 2017 年 3 月底子公司情况

序号	子公司名称	注册资本（万元）	公司持股比例	经营范围
1	赣州华城实业有限公司	1001.00	100%	房地产开发；基础设施建设；建筑材料批发零售；物业管理
2	赣州满园建设开发有限公司	2000.00	100%	市政基础设施建设开发；房地产开发销售；供水、供电、供气工程建设；通信线路及配套设施开发建设；实业投资；建筑材料批发零售
3	赣州综合物流园开发有限公司	10000.00	100%	土地收储、整理开发经营；市政基础设施建设开发；房地产开发经营；供水、供电、供气工程建设；通信线路及配套设施开发建设；实业投资；建筑材料批发、零售；农业物资、农副产品批发、零售；农业综合开发；物流流通；物业管理
4	赣州香港工业园开发有限公司	50000.00	100%	土地收储、整理开发经营；市政基础设施建设开发；房地产开发经营；供水、供电、供气工程建设；通信线路及配套设施开发建设；实业投资；建筑材料批发零售；物业管理
5	赣州市锦城建设开发有限公司	7000.10	100%	房地产开发建设；建筑材料批发、销售；基础设施建设
6	赣州开发区工程建设有限公司	2000.00	100%	建筑装修工程专业承包、市政公用工程施工总承包、土石方工程专业承包、园林古建筑工程专业承包
7	赣州鑫泰资产管理有限公司	2000.00	100%	企业项目投资管理；资产管理及营运；土地一级开发与运营
8	赣州经济技术开发区国泰磁性材料表面处理有限责任公司	1000.00	100%	磁性材料表面处理；工业污水处理。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)
9	赣州新能源汽车科技城建设开发有限公司	20000.00	100%	赣州新能源汽车科技城建设开发；市政基础设施建设开发；房地产开发销售；供水、供电、供气工程建设；通信线路及配套设施开发建设；土地整理开发；建筑材料批发、零售；物业管理。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)
10	赣州鑫泰汽车服务有限公司	100.00	100%	汽车销售、汽车零配件批发和零售；工程机械设备租赁；汽车代驾服务。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.64	17.09	32.81	36.70
资产总额(亿元)	235.63	274.61	348.77	373.15
所有者权益(亿元)	150.42	151.74	152.87	153.25
短期债务(亿元)	6.63	27.46	13.12	21.72
长期债务(亿元)	55.54	62.00	125.52	141.44
调整后长期债务（亿元）	55.54	62.00	127.97	143.89
全部债务(亿元)	62.17	89.47	138.64	163.16
调整后全部债务（亿元）	62.17	89.47	152.00	176.52
营业收入/主营业务收入(亿元)	--	15.09	19.42	6.91
利润总额(亿元)	2.72	1.46	1.29	0.86
EBITDA(亿元)	2.89	1.70	1.63	--
经营性净现金流(亿元)	-8.04	-9.73	-35.95	-18.66
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1726.81	1399.27	1800.87	--
存货周转次数(次)	0.08	0.06	0.07	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.11	0.06	--
现金收入比(%)	101.36	110.37	121.92	99.47
营业利润率/主营业务利润率(%)	--	7.89	5.25	10.71
总资本收益率(%)	1.13	0.51	0.37	--
净资产收益率(%)	1.60	0.82	0.74	--
长期债务资本化比率(%)	26.97	29.01	45.09	48.00
调整后长期债务资本化比率（%）	26.97	29.01	45.57	48.43
全部债务资本化比率(%)	29.24	37.09	47.56	51.57
调整后全部债务资本化比率（%）	29.24	37.09	49.86	53.53
资产负债率(%)	36.16	44.75	56.17	58.93
流动比率(%)	764.24	435.90	497.03	476.41
速动比率(%)	122.51	78.80	107.00	112.55
经营现金流动负债比(%)	-27.11	-15.99	-52.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	21.51	52.72	84.82	
调整后全部债务/EBITDA(倍)	21.51	52.72	92.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.88	0.23	0.26	--

注：1.公司 2017 年 1 季度财务数据未经审计；
2.2016 年起公司采用新会计准则，2015 年财务数据采用 2016 年初数额；
3.调整后全部债务=全部债务+其他应付款中有息部分+长期应付款。

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	（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-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。