信用等级公告

联合〔2019〕1638号

联合资信评估有限公司通过对赣州开发区建设投资（集团）有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，“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”的信用等级为AA^+，“15赣开MTN001”“16赣州开投PPN001”和“16赣州开投PPN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十一日

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

赣州开发区建设投资（集团）有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	本次评级结果	上次评级结果
13 赣开债 01/PR 赣开 01	1.25 亿元	2019/12/31	AA+	AA+
13 赣开债 02/PR 赣开 02	1.25 亿元	2020/02/19	AA+	AA+
14 赣开债/PR 赣开投	4.00 亿元	2021/02/19	AA+	AA+
15 赣开 MTN001	8.00 亿元	2022/06/15	AA	AA
16 赣州开投 PPN001	7.50 亿元	2021/01/12	AA	AA
16 赣州开投 PPN002	7.00 亿元	2021/03/17	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	32.81	29.15	20.86	10.50
资产总额(亿元)	348.77	413.19	542.24	542.93
所有者权益(亿元)	152.87	155.32	238.28	237.96
短期债务（亿元）	13.12	18.12	52.60	30.65
长期债务（亿元）	127.97	179.16	171.07	187.74
全部债务(亿元)	141.09	197.28	223.67	218.38
营业收入(亿元)	19.42	13.84	31.67	18.71
利润总额(亿元)	1.29	3.11	4.80	7.06
EBITDA(亿元)	1.64	3.17	5.73	--
经营性净现金流(亿元)	-35.95	-50.60	-21.73	-0.73
营业利润率(%)	5.25	28.44	3.97	39.87
净资产收益率(%)	0.74	1.48	1.65	--
资产负债率(%)	56.17	62.41	56.06	56.17
全部债务资本化比率(%)	48.00	55.95	48.42	47.85
流动比率(%)	497.03	513.41	315.35	383.28
经营现金流动负债比(%)	-52.93	-64.68	-20.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	85.89	62.18	39.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.26	0.29	0.49	--

注：2017 年财务数据使用 2018 年审计报告期初数据；2019 年 1 季度财务数据未经审计；长期应付款调整至有息债务

分析师：黄琪融　汪星辰
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228

评级观点

跟踪期内，赣州市及赣州经济技术开发区（以下简称“赣州开发区”）财政收入稳定增长，为赣州开发区建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）的发展提供了良好的外部发展环境；受公司投资性房地产改为公允价值计量影响，公司权益规模大幅增长，土地经营及市政设施建设收入大幅增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司债务规模增长较快、代建收入波动大且经营活动现金流持续为负等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司存续债“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”以相应土地使用权提供抵押担保，一定程度上提升了上述债券偿付安全性。

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经营业务规模将进一步扩大，公司偿债能力有望得以提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，“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”的信用等级为AA+，“15赣开MTN001”“16赣州开投PPN001”和“16赣州开投PPN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，赣州市及赣州开发区财政收入稳定增长，为公司提供了良好的外部发展环境。
2. 跟踪期内，公司在资金注入和财政补贴等方面获得了大力支持，外部支持性较好。

关注

1. 跟踪期内，公司在建项目及拟建项目投资规模大，未来筹资压力较大。

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

2. 跟踪期内，公司往来款规模大，对公司资金占用明显。
3. 跟踪期内，短期债务占比有所上升，债务负担较重。
4. 公司现有项目银行授信已全部使用完毕，间接融资渠道有待拓宽。
5. 公司对外担保对象主要为民营企业，存在一定或有负债风险。

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（以下简称“联合资信”）关于赣州开发区建设投资(集团)有限公司(以下简称“公司”)及其存续期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，公司原股东赣州经济技术开发区财政局（以下简称“经开区财政局”）对公司增资 52072.00 万元。同期，根据赣州经济技术开发区党政办公室关于印发《赣州开发区建设投资（集团）有限公司整合重组方案》的通知（赣经开办字〔2018〕413 号），公司控股股东由经开区财政局变更为赣州开发区建设投资控股集团有限公司（以下简称“建投控股集团”）。截至 2019 年 3 月底，公司注册及实收资本均为 172072.00 万元，建投控股集团持有公司全部股权为控股股东，赣州经济技术开发区管委会（以下简称“赣州开发区管委会”）为公司实际控制人。

截至 2019 年 3 月底，公司设有 7 个职能管理部门，合并报表范围一级子公司 9 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 542.24 亿元，所有者权益合计 238.28 亿元(包括少数股东权益 123.78 万元)；2018 年，公司实现营业收入 31.67 亿元，利润总额 4.80 亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额542.93亿元，所有者权益合计237.96亿元(包括少数股东权益119.29万元)；2019年1-3月，公司实现营业收入18.71亿元，利润总额7.06亿元。

公司注册地址：赣州开发区香江大道88号；法定代表人：胡昊。

三、存续债券概况与募集资金使用情况

截至2019年3月底，公司由联合资信所评存续债券包括“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”，债券余额合计29.00亿元，详情见表1。跟踪期内，以上债券均已按期足额支付利息。“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”设置分期还本，跟踪期内公司已按约定偿还本金。

存续债券中，“15赣开MTN001”附设第五年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，“16赣州开投PPN001”和“16赣州开投PPN002”附设公司第三年末及第四年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权。第三年末，“16赣州开投PPN001”部分投资者执行回售权，回售0.50亿元，剩余7.50亿元；“16赣州开投PPN002”未执行回售选择权。同期，“16赣州开投PPN001”票面利率调整至7.80%，“16赣州开投PPN002”票面利率调整至7.50%。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
13 赣开债 01/PR 赣开 01	1.25	2013/12/31	6	8.15
13 赣开债 02/PR 赣开 02	1.25	2014/02/19	6	7.40
14 赣开债/PR 赣开投	4.00	2014/02/19	7	7.43
15 赣开 MTN001	8.00	2015/06/15	5+2	6.38
16 赣州开投 PPN001	7.50	2016/01/12	3+1+1	7.80
16 赣州开投 PPN002	7.00	2016/03/17	3+1+1	7.50

资料来源：联合资信整理

截至 2019 年 3 月底，公司存续债券募集资金已全部按照规定用途使用完毕。“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”的募投项目为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，均已完工。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，

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

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

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

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

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类

消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

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

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

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

概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，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。

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政府性债务，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，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。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，并坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年上半年，政策上整体延续了对于地方政府债务和城投公司2017年的严监管态势。但下半年来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度。随后国办发〔2018〕101号文件正式出台，对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持。作为基础设施投资载体的城投企业，政策的定向调整为城投企业经营和融资环境改善提供了有利支撑。

表2　2018年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。

2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。

资源来源：联合资信整理

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，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。2019年3月5日，中央政府发布的《2019年政府工作报告》对中国政府2019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、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

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

2. 区域经济

赣州市

根据《赣州市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，赣州市全年地区生产总值（GDP）2807.24 亿元，比上年增长 9.3%。其中，第一产业增加值 340.30 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 1194.24 亿元，增长 8.9%；第三产业增加值 1272.70 亿元，增长 11.5%。三次产业结构由 2017 年的 13.3：42.6：44.1 调整至 2018 年的 12.1：42.6：45.3。全年人均地区生产总值 32429 元，比上年增长 8.7%。

2018 年，赣州市固定资产投资增长 11.3%，其中工业投资增长 19.8%。分产业投资看，第一产业投资增长 26.8%；第二产业投资增长 19.7%；第三产业投资增长 3.9%。

根据《赣州市 2018 年全市和市级预算执行情况及 2019 年全市和市级预算草案的报告》，2018 年，赣州市财政总收入 459.51 亿元，比上年增长 12.5%。其中，一般公共预算收入 265.21 亿元，增长 8.1%。同期，赣州市全市政府性基金预算收入完成 492.25 亿元，同比增长 66.7%；其中，国有土地使用权出让收入达 461.33 亿元。截至 2018 年底，赣州市全市政府债务限额 684.53 亿元，市本级 188.15 亿元；同期，赣州市全市政府债务余额 561.97 亿元，市本级 121.51 亿元，政府债务负担较重。

赣州开发区

根据江西省赣州市国家级经济技术开发区（以下简称“赣州开发区”）公开数据，2018年，赣州开发区工业主营业务收入、财政总收入、出口总额、实际利用外资等多项主要指标连续多年排名赣州市第一。2018年，赣州开发区实现规模以上工业主营业务收入677.5亿元，增长19.5%；规模以上工业增加值增长9.9%；固定资产投资265.74亿元，增长10.7%，其中工业固定资产投资166.98亿元，增长17.8%。

2018年，赣州开发区财政总收入46.4亿元，增长13.1%，其中一般公共预算收入22.5亿元，增长7.3%；同期，政府性基金收入完成70.24%，增长97.9%。

截至2018年底，赣州开发区政府债务限额46.29亿元，债务余额41.35亿元。

整体看，跟踪期内，赣州市经济总量继续保持稳步增长，固定资产投资稳定增加，基金预算收入大幅增长，财政实力持续增强。赣州开发区经济和财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

公司作为赣州开发区唯一的基础设施开发建设主体，在业务发展方面继续保持区域垄断地位。跟踪期内，公司在资金注入和财政补贴方面得到了赣州开发区的持续支持。

2018年6月，根据经开区财政局出具了《赣州开发区建设投资（集团）有限公司增加注册资本以及修订<公司章程>并办理工商变更的批复》（赣经开财综字〔2018〕53号），同意对公司注册资本增资至17.21亿元。截至2019年3月底，新增注册资本已实缴到位。

2018年，公司继续获得赣州开发区政府补助37.86万元，计入“其他收益”。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号：G10360702001005301），截至2019年6月3日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

七、管理分析

2018年12月，根据赣州经济技术开发区党政办公室关于印发《赣州开发区建设投资（集团）有限公司整合重组方案》的通知（赣经开办字〔2018〕413号），公司股东由经开区财政局变更为建投控股集团。

跟踪期内，除股东变更及注册资本增加导致公司章程变更之外，公司高级管理人员、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，2018年公司营业收入31.67亿元，同比大幅增长128.73%，主要系公司市政建设竣工结算项目较多和土地出让面积大幅增长所致。公司市政建设业务和土地经营收入，分别为10.38亿元和17.84亿元，合计占营业收入比重为89.02%。同期，公司商品房销售收入3.09亿元，同比下降42.41%，主要系公司商品房项目逐渐销售完毕，且无新增的商品房项目所致。

毛利率方面，2018年，公司市政建设毛利率为13.40%，同比增加1.27个百分点。同期，出售土地毛利率大幅减至9.35%，主要系土地出让价格较上年下降所致。受此影响，2018年公司综合毛利率11.77%，同比减少18.05个百分点。

2019年1—3月，公司实现营业收入18.71亿元，相当于上年全年营业收入的59.08%。同期，公司毛利率为40.06%，主要系由于2019年一季度出售的地块较多且价格有所上涨。

表3 公司营业收入和毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2017年	2018年	2019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	153.56	0.11	12.13	103849.09	32.79	13.40	-	-	--
土地经营	82987.49	59.94	38.57	178387.77	56.33	9.35	186836.51	99.87	40.06
商品房销售	53621.89	38.73	16.53	30879.08	9.75	15.57	162.69	0.09	15.00
汽车租赁	113.15	0.08	20.64	96.49	0.03	5.76	-	-	--
设计费	202.53	0.15	30.82	75.74	0.02	41.81	21.09	0.01	-221.92
其他	2368.72	1.71	55.34	3384.77	1.07	53.81	64.50	0.03	15.46
合计	**138447.34**	**100.00**	**29.82**	**316672.94**	**100.00**	**11.77**	**187084.79**	**100.00**	**40.00**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）市政建设

公司是赣州开发区唯一的基础设施开发建设主体，承担着城市基础设施建设的职责。

跟踪期内，公司市政建设业务模式未发生改变，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%（一般在10%—15%之间）。

2018年，公司市政建设收入为10.38亿元，同比大幅增长，主要系完工项目增多所致。截至2018年底，公司市政建设收入全部回款，回款情况较好。2018年及2019年1—3月，公司新签合同总额分别为141053.43万元及29281.15万元，新签合同个数分别为135个及32个，均较去年同期有所增长。2019年1—3月，公司未确认市政建设收入，主要系工程项目尚未完工或已完工项目尚未竣工结算所致。

截至2019年3月底，公司在建的市政建设项目主要包含新能源汽车科技城、杨梅安居及棚户区（汇总）、章江返迁房（汇总）、华鑫安居（汇总）和赣港康居等项目。截至2019年3月底，主要在建市政项目总投资135.49亿元，已投资97.28亿元，尚需投资38.21亿元。

表4　截至2019年3月底公司主要在建市政建设项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	截至2019年3月底累计投资	尚需投资	未来投资计划		
				2019年	2020年	2021年
新能源汽车科技城	917705.71	710744.09	206965.62	62088.49	41392.32	20696.16
星光路（章良路-新能源大道）	5256.00	430.00	4826.00	1800.00	3260.00	-
唐龙大道（伍岭路-城西大道）	14549.00	7937.00	6612.00	7659.00	-	-
唐凤大道（谷山路-机场快速路）	8279.00	4638.00	3641.00	4032.00	-	-
唐凤大道（机场快速路-新能源大道）	3960.00	185.00	3775.00	840.00	2000.00	947.00
快速路（汇总）	16923.00	9669.00	7254.00	5700.00	2314.00	-
旭日大道（原名客家大道）（谷山路-机场快速路）	7451.00	4986.00	2465.00	2772.00	-	-
涌泉安居	24374.00	6258.00	18116.00	7000.00	10000.00	2907.00
西出入口环境学院社区	26060.00	117.00	25943.00	18000.00	7943.00	-
杨梅安居及棚户区（汇总）	106589.00	91212.00	15377.00	13000.00	2582.00	-
华鑫安居（汇总）	42703.00	11326.00	31377.00	18500.00	15480.00	-
赣港康居	43521.00	42023.00	1498.00	1541.00	-	-
章江返迁房（汇总）	82234.00	51801.00	30433.00	11000.00	10000.00	10372.00

紫荆邻里中心	22000.00	209.00	21791.00	5000.00	6800.00	9991.00
桃芫安居社区	33285.00	31280.00	2005.00	1222.00	1000.00	-
合计	**1354889.71**	**972815.09**	**382078.62**	**160154.49**	**102771.32**	**44913.16**

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司拟建项目主要包含杨梅商业综合体、城西大道三江段和大广高速科技城互通道路建设项目等6个项目，总投资12.35亿元，2019—2021年计划分别投资2.24亿元、3.80亿元和4.32亿元。整体看，公司在建及拟建项目规模较大，面临较大筹资压力。

（2）土地经营

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，进行土地平整或初步开发等市场化行为后再通过转让等方式实现土地的增值收益。

表5　公司土地成交情况（单位：平方米、万元）

土地证号	面积	确认收入	用途
2018年			
赣市开国用（2010）第121号	33333.33	415.52	综合用地
赣市开国用（2010）第123号	33333.33	415.52	综合用地
赣市开国用（2013）第45号	99999.88	40017.95	商住
赣市开国用（2012）第77号	63220.00	23991.99	商住
赣市开国用（2012）第80号	107284.00	37174.83	商住
赣市开国用（2012）第93号	48937.00	22607.20	商住
赣市开国用（2012）第155号	87370.00	50754.11	商住
赣市开国用（2014）第57号	26667.00	560.00	工业
赣市开国用（2011）第8-11号	4259.18	733.43	商住
小计	**504403.72**	**176670.55**	--
2019年1—3月			
赣市开国用(2012)第74号	66302.00	30929.88	商住
赣市开国用(2012)第76号	90082.00	42023.25	商住
赣市开国用(2012)第96号	26267.00	24798.67	商住
赣市开国用(2012)第97号	35922.00	21434.66	商住
赣市开国用(2013)第43号	120138.60	67650.05	商住
小计	**338711.60**	**186836.51**	--

资料来源：公司提供

2018年，公司实现土地转让成交面积合计50.44万平方米，同比大幅增长，确认收入17.67亿元，主要系2018年出让地块数量及面积大幅增长所致，但公司土地出让平均价格下降导致本年度毛利率同比大幅下降。2018年，公司土地经营收入平均价格为3502.56元/平方米，较2017年下降39.60%。2019年1—3月，公司土地经营收入平均价格为5516.09元/平方米。

2018年公司新购置土地2192.43亩，账面价值30.26亿元，主要为工业用地、住宅用地、商服用土地。截至2018年底，公司拥有土地面积合计8419.57亩，账面价值合计229.46亿元，其中账面价值52.60亿元土地已用于融资抵押，土地抵押比率为22.92%，抵押比率一般。

整体看，跟踪期内，公司土地经营业务收入大幅增长，在营业收入中占比仍然较大，但

公司通过土地抵押进行债务融资的相关地块出让受到一定限制。此外，土地出让价格易受宏观经济调控、产业政策等因素影响，公司未来土地经营业务收入存在一定的不确定性。

（3）商品房出售

跟踪期内，公司在售房地产项目主要为丽景江山，为公司唯一在开发且投入运营的房地产项目。2018年确认商品房销售收入3.09亿元，同比大幅下降42.41%，主要系公司剩余可供出售商品房面积减少所致。同期，公司商品房销售毛利率为15.57%，较2017年变化不大。2019年1—3月，公司商品房销售确认收入为162.69万元，仍是丽景江山销售收入。由于公司暂无拟健房地产项目，未来该板块收入可持续性较弱。

表 6　截至 2019 年 3 月底公司商品房销售情况

（单位：平方米、万元）

类别	建筑面积	已售面积	已售金额
住宅	168234.22	167862.89	107166.50
店面	5333.70	--	--
停车场	53317.57	11263.97	4582.10
合计	**226885.49**	**179126.86**	**111748.60**

（4）其他

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，2018年确认租赁收入96.49万元，同比减少14.75%。

公司设计收入主要来自子公司江西坤巽古建设计院有限公司。该公司承接完成了大量的古塔、寺院、楼台、亭阁、仿古民居建筑、仿古商业古街及仿古构件设计，2018年实现收入75.74万元。

3.未来发展

围绕打造“赣州工业发展龙头示范区、全国著名的新能源汽车产业基地、全国知名的电子信息产业基地、全国闻名的产城融合创新示范基地”的“一区三基地”战略目标，赣州经开区积极贯彻赣州市主攻工业战略，划分了“一城一园两区”（赣州新能源汽车科技城、电子信息产业园、综合保税区、西城区）四个功能片区，公司作为赣州开发区国有资产运营主体将主要负责开发建设工作；同时，公司将继续深化国有企业改革，积极参与市场竞争，实现国有资产保值增值，并充分把握国务院《中央苏区振兴若干意见》文件及西部大开发税收优惠政策带来的巨大发展机遇，按照“政府主导，市场运作，多元融资，做大体量，调优结构，健全机制”的指导方针，充分利用赣州开发区经济迅速发展时机，以城市基础设施建设和资产经营管理为中心，加快资产经营和项目运作，融通赣州开发区发展资金，不断提高资产经营管理水平，通过资产运营和项目运作，增强公司经济实力和“造血功能”，服务于赣州开发区发展，进而带动赣州市经济建设发展。

九、财务分析

1.财务概况

公司提供了 2018 年度合并财务报告，中兴财光华会计师事务所（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 2019 年一季度财务报表未经审计。

2018 年底，公司拥有合并范围一级子公司 9 家，较 2017 年底公司合并报表范围新增 16 家子公司（划拨或新增），减少 19 家子公司（划转或出让）。2019 年 3 月底，公司合并范围一级子公司 9 家，较 2018 年底无变化。同时，2018 年公司对投资性房地产后续计量的会计政策变更为以公允价值对投资性房地产进行后续计量，对 2017 年财务报表项目和金额产生一定影响，2017 年财务数据使用 2018 年审计报告期初数据。整体看，公司投资性房地产计量会计政策变更对公司财务数据可比性产生一定影响。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 542.24 亿元，所有者权益合计 238.28 亿元(包括少数股东权益 123.78 万元)；2018 年，公司实现营业

收入 31.67 亿元，利润总额 4.80 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 542.93 亿元，所有者权益合计 237.96 亿元(包括少数股东权益 119.29 万元)；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 18.71 亿元，利润总额 7.06 亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额为 542.24 亿元，同比增长 31.23%，主要系投资性房地产采用公允价值计量所致。公司资产结构仍以流动资产为主，但受其他科目转入投资性房地产影响，公司流动资产比重大幅下降至 61.50%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	29.15	7.05	20.86	3.85	10.50	1.92
其他应收款	47.86	11.58	77.92	14.37	101.70	18.59
存货	308.47	74.65	220.27	40.62	225.51	41.23
流动资产	**401.68**	**97.21**	**333.47**	**61.50**	**352.82**	**64.51**
投资性房地产	7.99	1.93	201.59	37.18	182.91	33.44
非流动资产	**11.51**	**2.79**	**208.77**	**38.50**	**194.11**	**35.49**
资产合计	**413.19**	**100.00**	**542.24**	**100.00**	**546.93**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及财务报表

流动资产

2018 年底，公司流动资产为 333.47 亿元，同比下降 16.98%，主要系存货大幅减少所致，构成仍以货币资金、其他应收款和存货为主。

2018年底，公司货币资金20.86亿元，同比下降28.44%，主要系项目投资增加所致。从构成来看，公司货币资金主要由银行存款（占97.12%）构成。同期，公司受限的货币资金主要为用于担保的定期存款或通知存款、以及被冻结的银行存款，合计0.91亿元。

2018年底，公司其他应收款为77.92亿元，同比增长62.80%，主要由往来借款构成。2018年底，公司其他应收款账面余额 78.98 亿元，按账龄分析法计提坏账准备 1.05 亿元。同期，公司其他应收款前五大单位合计 74.52 亿元，主要为当地国有企业及事业单位，占其他应收款比重为 94.36%，集中度很高，对资金占用明显。

表 8 截至 2018 年底公司其他应收款前五名单位（单位：亿元、%）

单位名称	金额	比例	性质
赣州中恒房地产开发有限公司	29.09	36.84	往来款
赣州开发区工程建设有限公司	26.43	33.47	往来款
赣州市经济技术开发区财政局	16.07	20.34	往来款
赣州开发区建设投资控股集团有限公司	1.89	2.39	往来款
赣州鑫志投资有限公司	1.04	1.32	往来款
合计	**74.52**	**94.36**	**--**

资料来源：审计报告

2018 年底，公司存货为 220.27 亿元，同比下降 28.59%，主要系部分存货调入投资性房地产所致。2018 年底，存货主要由开发成本（占 96.88%）和土地资产（占 3.12%）构成，未计提存货跌价准备。

非流动资产

2018 年底，公司非流动资产 208.77 亿元，同比增加 197.26 亿元，主要系投资性房地产增长所致。

2018年底，公司投资性房地产201.59亿元，同比增加 193.60 亿元，主要系公司将原有自用房产改为出租、将拥有的土地计划持有增值后出售等，使得该部分存货、固定资产和无形资

产转作投资性房地产，并采用公允价值进行计量。其中，升值部分主要来自存货，存货转入部分原账面价值为 87.74 亿元，按公允价值计量为 192.90 亿元。同期，公司尚未办妥产权证书的投资性房地产 5.97 亿元，正在办理过程当中。

2019年3月底，公司资产总额合计542.93亿元，较2018年底变动不大，资产结构仍以流动资产为主，占资产总额比重为64.51%。同期，公司其他应收款101.70亿元，较2018年底增长30.52%，主要系往来款增长所致。

2019 年 3 月底，公司受限资产合计 50.94 亿元（未包含质押的应收账款[1]），主要由受限的货币资金、投资性房地产、固定资产和无形资产构成，占净资产比重 21.41%，占总资产比重 9.31%。公司实际受限资产高于上述值。

表 9　2019 年 3 月底公司受限资产

（单位：亿元、%）

科目	金额	比例	性质
货币资金	0.51	1.00	冻结资金及用于担保的定期存款
投资性房地产	48.78	95.76	抵押
固定资产	0.75	1.47	抵押
无形资产	0.90	1.77	抵押
合计	**50.94**	**100.00**	--

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内，受公司投资性房地产采用公允价值计量影响，公司资产规模增长较快，以投资性房地产、存货和其他应收款为主，流动性较弱，整体资产质量一般。

3.负债及所有者权益

所有者权益

2018年底，公司所有者权益238.27亿元，同比增长53.42%，主要系其他综合收益增加所致。2018年底，公司所有者权益主要由实收资本（占7.22%）、资本公积（占48.78%）、其他综合收益（占33.73%）和未分配利润（占10.01%）构成。

2018年底，公司实收资本17.21亿元，同比增长43.39%，主要系公司原股东经开区财政局对公司追加了投资所致。同期，公司股东变更为建投控股集团。

2018年底，公司其他综合收益80.36亿元，同比增加78.92亿元，主要系公司投资性房地产以公允价值计量导致。

2019年3月底，公司所有者权益为237.96亿元，较2018年底变化不大，其构成与2018年底基本一致。

整体看，受公司投资性房地产采用公允价值计量影响，公司所有者权益以资本公积、其他综合收益和未分配利润为主，稳定性一般，权益质量一般。

负债

2018年底，公司负债总额303.96亿元，同比增长17.87%，主要系应付债券和递延所得税负债大幅增长所致。公司负债以非流动负债为主。

2018年底，公司流动负债105.75亿元，同比增长35.16%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占6.57%）、应付票据及应付账款（占8.59%）、其他应付款（占37.27%）和一年内到期的非流动负债构成（占43.16%）。

2018年底，公司短期借款6.95亿元，同比增加6.65亿元，主要由信用借款（占98.56%）构成。

2018年底，公司应付票据及应付账款9.09亿元，同比增长7.43%，主要系应付工程款增长所致。同期，公司账龄超过1年的重要应付账款合计4.00亿元，占公司应付账款及应付票据比重为44.05%。

2018年底，公司其他应付款39.41亿元，同比下降12.77%，主要系往来款减少所致。其中，公司应付利息为2.91亿元，占其他应付款比重为7.39%。公司其他应付款（剔除应付利息部分）以往来款为主，账龄超过1年的重要其他应付款主要系应付赣州开发区工业投资有限公司和赣

[1] 公司未能提供质押的应收账款账面价值。

州综合保税区管理委员会的款项，合计22.96亿元，尚未结算。

2018年底，公司一年内到期的非流动负债45.65亿元，同比增长156.10%，主要系长期借款转入所致。同期，公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款构成（占76.89%）。

2018年底，公司非流动负债为198.21亿元，同比增长10.34%，主要系递延所得税负债大幅增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占31.96%）、应付债券（占39.26%）、长期应付款（占15.06%）和递延所得税负债（占13.53%）构成。

2018年底，公司长期借款为63.36亿元，较2017年下降24.33%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致。

2018年底，公司应付债券77.86亿元，同比增长22.84%，主要系2018年公司新发行债券“18赣开债01”所致。

2018年底，公司长期应付款29.86亿元，同比下降6.85%，主要系部分长期应付款转入一年内到期非流动负债所致。公司长期应付款主要由应付赣州交信发展产业转型投资基金（有限合伙）款项和融资租赁款构成。联合资信将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算。

2018年底，公司递延所得税负债26.82亿元，同比大幅增加26.34亿元，主要系公司投资性房地产按公允价值计量后所产生的递延所得税。

2019年3月底，公司负债合计304.97亿元，较2018年底增长0.33%；其中，流动负债92.05亿元（占30.18%）、流动负债212.91亿元（占69.82%），公司负债结构仍以非流动负债为主。

有息债务方面，2018年底，公司全部债务合计223.67亿元，同比增长13.37%，公司债务以长期债务为主。2018年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率有所下降，分别为41.79%、48.42%和56.06%，较2017年底分别下降11.77个、7.53个和6.35个百分点。

表 10　公司债务结构

（单位：亿元、%）

科目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
短期债务	18.12	52.60	30.65
长期债务	179.16	171.07	187.74
全部债务	197.28	223.67	218.38
资产负债率	62.41	56.06	56.17
全部债务资本化比率	55.95	48.42	47.85
长期债务资本化比率	53.56	41.79	44.10

资料来源：公司审计报告及财务报表

2019年3月底，公司有息债务合计218.38亿元，较2018年底下降2.36%，主要系偿还到期短期债务所致。同期公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为44.10%、47.85%和56.17%；其中，长期债务资本化比率和资产负债率分别上涨2.31个和0.11个百分点，全部债务资本化比率下降0.56个百分点。债务结构方面，公司仍以长期债务为主（占76.48%），但若“16赣州开投PPN001”和“16赣州开投PPN002”选择提前兑付，则公司短期偿债压力较大。

整体看，跟踪期内，公司债务规模有所增长，有息债务规模进一步扩大；受公司投资性房地产采用公允价值计量影响，权益规模大幅增长，导致债务指标有所下降。

4. 盈利能力

2018年，受市政建设收入及土地出让收入大幅增长影响，公司实现营业收入31.67亿元，同比增长128.73%。同期，公司营业成本同趋势变化，为27.94亿元，同比增长187.59%。

期间费用方面，2018年公司期间费用1.03亿元，同比增长125.09%，主要系财务费用增长所致。

非经常性损益方面，2018年公司投资收益5.22亿元，主要系公司处置子公司得到的收益。同期，公司获得政府补贴37.86万元，对利润贡献较小。2018年，公司利润总额4.80亿元，同比增长54.56%。

盈利指标方面，受公司土地出让价格较低且营业税金及附加中土地增值税大幅增长的影响，公司营业利润率大幅下降至 3.97%。公司总资本收益率和净资产收益率均有所上升，分别为 1.04%和 1.65%。

表 11 公司盈利能力情况

（单位：亿元、%）

科目	2017 年	2018 年
营业收入	13.84	31.67
利润总额	3.11	4.80
营业利润率	28.44	3.97
总资本收益率	0.66	1.04
净资产收益率	1.48	1.65

资料来源：公司审计报告

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 18.71 亿元，同期利润总额和营业利润率分别为 7.06 亿元和 39.87%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模大幅增长，受土地出让价格大幅较低和土地增值税增长影响，公司营业利润率大幅减小，非经常性损益对利润贡献较大，盈利能力仍然较弱。

5. 现金流分析

经营活动现金流入方面，2018 年，公司经营活动现金流入 31.52 亿元，同比增长 1.75%。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 28.80 亿元，同比增长 72.23%，公司现金收入比为 90.96%，收入实现质量一般。受公司收到往来款减少的影响，2018 年公司收到的其他与经营活动有关的现金为 2.71 亿元，同比大幅下降 80.96%。2018 年，公司经营活动现金流出 53.25 亿元，同比下降 34.72%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金 47.05 亿元，同比增长 10.38%；受支付往来款规模大幅下降的影响，公司支付其他与经营活动有关的现金 3.07 亿元，同比下降 91.83%。2018 年公司经营活动现金流量净额继续为负，为-21.73 亿元，净流出规模有所减少。

表 12 公司现金流情况

（单位：亿元、%）

科目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	30.98	31.52
经营活动现金流出量	81.58	53.25
经营活动现金流净额	-50.60	-21.73
现金收入比	120.80	90.96
投资活动现金流净额	1.44	-26.75
筹资活动现金流净额	45.25	44.01

资料来源：联合资信根据审计报告整理

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 3.61 亿元，同比增长 129.59%，主要为处置子公司及其他单位收到的现金 2.98 亿元。同期，公司投资活动现金流出 30.36 亿元，同比大幅增加 30.23 亿元，主要系以关联方资金往来为主的支付其他与投资活动有关的现金 29.39 亿元。2018 年，公司投资活动现金流量净流出规模为 26.75 亿元。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入91.93亿元，同比增长7.78%；其中，取得借款收到的现金38.35亿元、发行债券收到的现金24.97亿元以及收到其他与筹资活动有关的现金23.40亿元，主要为关联方资金往来。同期，公司筹资活动现金流出47.92亿元，同比增长19.69%，主要为偿还债务支付的现金36.15亿元。2018年，公司筹资活动现金流量净额44.01亿元，同比下降2.75%。

2019年1—3月，公司经营活动现金流入16.50亿元，经营活动现金流出17.24亿元，经营活动现金流量净额继续为负，净流出规模0.73亿元。同期，公司投资活动现金流量净额-75.97万元，筹资活动现金流量净额-9.22亿元。

总体看，跟踪期内，公司项目建设投入保持较大规模导致经营活动净现金流仍表现为净流出，公司投资活动净现金流受往来款支出较大影响实现净流出。整体看，公司面临较大的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2018年底公司流动比率和速动比率分别为315.35%及107.04%，较2017年均有所下降。2018年，公司经营活动现

金流量净额继续为负，对流动负债无保障能力。2019年3月底，公司现金类资产10.50亿元，对短期债务覆盖倍数为0.34倍。公司短期债务规模较大，公司短期偿付压力大。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA5.73亿元，同比增长80.68%，EBITDA利息倍数0.49倍；全部债务/EBITDA倍数为39.02倍。公司长期偿债能力有所增强。

2019年3月底，公司对外担保余额3.94亿元，担保比率为1.66%，主要为对孚能科技（赣州）有限公司的担保，该公司为赣州开发区重点民营企业，存在一定或有风险。

2019年3月底，公司共获得各家银行授信总额95.35亿元，已使用额度为95.35亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

考虑到公司的重要地位和当地政府给予公司的大力支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

2018年底，母公司资产总额为407.39亿元，同比增长35.08%。母公司资产占合并口径资产总额的75.13%。其中，流动资产为237.77亿元。从构成看，流动资产主要由其他应收款和存货构成。非流动资产主要由投资性房地产构成。

2018年底，母公司所有者权益为182.47亿元，同比增长42.89%。其中，实收资本占9.98%，资本公积占59.11%。公司所有者权益较为稳定。

2018年底，母公司负债规模较上年增长29.33%，主要由流动负债构成。其中，流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。母公司2018年资产负债率为55.21%，同比有所下降，整体债务压力减小。

2018年，母公司营业收入为27.78亿元，占合并口径营业收入的87.72%。营业成本为23.13亿元。公司2018年净利润为1.73亿元，同比增加1.20亿元。

整体看，公司母公司资产和负债占合并口径比例较大，对合并口径营业收入和净利润的贡献较高。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2019年3月底，由联合资信所评的公司存续债券余额合计29.00亿元。2018年，公司现金类资产、经营活动现金流入分别为20.86亿元及31.52亿元，对公司债券余额合计的覆盖倍数分别为0.72倍和1.09倍，保障程度尚可。

若“16赣州开投PPN001”和“16赣州开投PPN002”投资者选择于第四年末提前回售，“15赣开MTN001”投资者选择于第五年末提前回售，公司将于2020年达到债券偿还高峰，当年需偿还债券本金合计25.75亿元。2018年，公司现金类资产和经营活动现金流入对2020年债券偿还峰值覆盖倍数分别为0.81倍及1.22倍，保障程度尚可。

另外，公司以赣市开国用〔2013〕第42号和赣市开国用〔2015〕第72号土地使用权为“13赣开债01/PR赣开01”提供担保；2018年，公司对赣市开国用〔2015〕第72号土地使用权进行抵押解除，仅留存赣市开国用〔2013〕第42号土地使用权用于抵押。根据江西同致房地产土地估价咨询有限公司出具的〔赣同致（赣）（2018）（估）字第060015号〕评估报告，该块土地价值7.42亿元，对“13赣开债01/PR赣开01”债券余额的覆盖倍数为5.94倍。

公司以赣市开国用〔2014〕第75号和赣市开国用〔2014〕76号土地使用权为“13赣开债02/PR赣开02”提供担保。根据江西同致房地产土地估价咨询有限公司出具的〔赣同致[2018]（咨询）090225号〕评估报告，上述两块土地价值8.00亿元，对“13赣开债02/PR赣开02”债券余额覆盖倍数为6.40倍。

公司以赣市开国用〔2013〕第43号、赣市开国用〔2012〕158号和赣市开国用〔2015〕第71号土地使用权“14赣开债/PR赣开投”提供担保。跟踪期内，公司由于经营发展原因，多次置换或释放用于“14赣开债/PR赣开投”提供担保的土地。截至2019年5月末，公司针对“14赣开债/PR赣开投”提供担保的土地3宗，分别为

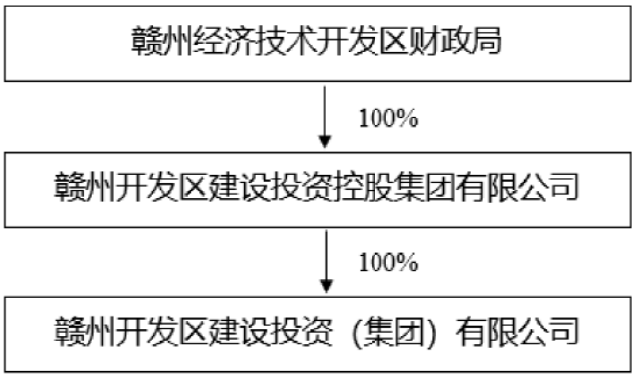
赣市开国用〔2014〕77号、赣（2018）赣州市不动产权第0068037号和赣（2018）赣州市不动产权第0068038号，根据江西同致房地产土地估价咨询有限公司出具的〔赣同致[2019]（咨询）050001号〕评估报告，上述土地合计价值8.09亿元，对“14赣开债/PR赣开投”债券余额的保障倍数为2.02倍。其中，赣（2018）赣州市不动产权第0068037号和赣（2018）赣州市不动产权第0068038号已随赣州中恒房地产开发有限公司的划转，不再纳入合并报表范围内。

总体看，整体来看，抵押土地对其担保的债券余额覆盖倍数较好。公司现金类资产、经营活动现金流入对债券余额和债券集中偿付额度保障程度尚可。公司以自有土地为“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”的抵押担保有效提升了相关债券信用水平。

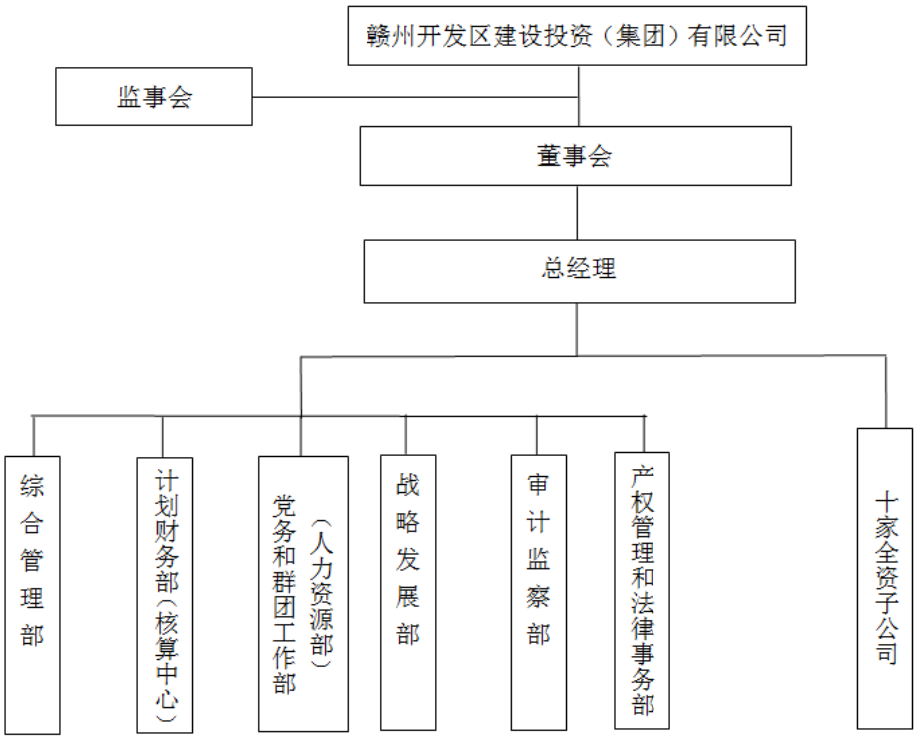
十一、结论

综合评估，联合资信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，“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”的信用等级为AA^{+}，“15赣开MTN001”“16赣州开投PPN001”和“16赣州开投PPN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　截至 2019 年 3 月底子公司情况

序号	子公司名称	公司类型	次级	持股比例
1	赣州满园建设开发有限公司	全资子公司	一级	100%
2	赣州综合物流园开发有限公司	全资子公司	一级	100%
3	赣州香港工业园开发有限公司	全资子公司	一级	100%
4	赣州市锦城建设开发有限公司	全资子公司	一级	100%
5	赣州新能源汽车科技城建设开发有限公司	全资子公司	一级	100%
6	江西坤巽古建设计院有限公司	控股子公司	一级	51%
7	赣州西城建设开发有限公司	全资子公司	一级	100%
8	赣州综合保税区建设投资发展有限公司	全资子公司	一级	100%
9	赣州综合保税区置业有限公司	全资子公司	二级	100%
10	赣州综合保税区合众工贸有限公司	全资子公司	三级	100%
11	赣州鑫诚置业有限公司	全资子公司	一级	100%

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	32.81	29.15	20.86	10.50
资产总额(亿元)	348.77	413.19	542.24	542.93
所有者权益(亿元)	152.87	155.32	238.28	237.96
短期债务(亿元)	13.12	18.12	52.60	30.65
长期债务(亿元)	127.97	179.16	171.07	187.74
全部债务(亿元)	141.09	197.28	223.67	218.38
营业收入(亿元)	19.42	13.84	31.67	18.71
利润总额(亿元)	1.29	3.11	4.80	7.06
EBITDA(亿元)	1.64	3.17	5.73	--
经营性净现金流(亿元)	-35.95	-50.60	-21.73	-0.73
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1188.44	381.16	911.13	--
存货周转次数(次)	0.07	0.03	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.07	--
现金收入比(%)	121.92	120.80	90.96	44.47
营业利润率(%)	5.25	28.44	3.97	39.87
总资本收益率(%)	0.39	0.66	1.04	--
净资产收益率(%)	0.74	1.48	1.65	--
长期债务资本化比率(%)	45.57	53.56	41.79	44.10
全部债务资本化比率(%)	48.00	55.95	48.42	47.85
资产负债率(%)	56.17	62.41	56.06	56.17
流动比率(%)	497.03	513.41	315.35	383.28
速动比率(%)	107.00	119.14	107.04	138.29
经营现金流动负债比(%)	-52.93	-64.68	-20.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	85.89	62.18	39.02	--
EBITDA 利息倍数	0.26	0.29	0.49	--

注：2017 年财务数据使用 2018 年审计报告期初数据；2019 年 1 季度财务数据未经审计；长期应付款调整至有息债务

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-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 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