

信用等级公告

联合[2014] 993 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）有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析 and 评估，确定

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

赣州开发区建设投资（集团）有限公司
2015 年度第一期中期票据的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年十二月五日



赣州开发区建设投资（集团）有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA

本期中期票据发行额度：8 亿元

本期中期票据期限：5+2 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

发行目的：偿还金融机构借款和融资利息

评级时间：2014 年 12 月 5 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	105.19	209.27	195.01	214.47
所有者权益(亿元)	82.06	139.21	142.02	150.93
长期债务(亿元)	8.34	36.94	33.32	50.16
全部债务(亿元)	9.33	39.91	43.46	58.82
主营业务收入(亿元)	6.91	7.60	15.28	12.93
利润总额(亿元)	4.97	4.20	3.23	2.97
EBITDA(亿元)	5.01	4.32	3.34	--
经营性净现金流(亿元)	1.89	-2.18	-14.97	-19.14
主营业务利润率(%)	31.91	18.89	12.28	10.75
净资产收益率(%)	5.40	2.81	1.98	--
资产负债率(%)	21.99	33.48	27.17	29.63
全部债务资本化比率(%)	10.21	22.28	23.43	28.04
流动比率(%)	695.89	614.12	947.76	1534.46
全部债务/EBITDA(倍)	1.86	9.23	13.03	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.63	0.54	0.42	--

注：2014 年三季度财务数据未经审计。

分析师

钟 睿 霍 焰

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）

http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对赣州开发区建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为国家级赣州经济技术开发区（以下简称“赣州开发区”）基础设施建设的唯一主体，拥有土地一级开发资源丰富、政策支持力度大、债务负担轻等综合优势。联合资信同时关注到公司收入结构稳定性较弱、土地存货变现能力受限、未来筹资压力大等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

未来随着赣州开发区财政实力的不断增强，公司市政建设投资力度加大及保障性住房回购资金的陆续到位，公司收入规模有望持续增长，联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司近年经营性现金流入量对本期中期票据覆盖能力尚可，基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 赣州市及赣州开发区经济快速增长，财政实力不断增强，为公司提供了良好的外部环境。赣州市执行西部大开发税收政策，赣州开发区在招商引资方面具备突出的相对竞争优势，有助于园区的持续快速发展。
2. 公司成立以来，赣州开发区管委会在土地划拨、股权注入、土地出让收益返还等方面对公司支持力度大。
3. 公司债务负担较轻，财务弹性良好。

关注

1. 公司土地资产抵押比率较高，未来出让及收入实现受到一定限制。

2. 公司债务规模增长快；在建项目和未来投资规模大，融资压力大。
3. 公司经营市场化程度低，其他应收款规模较大，对公司形成一定资金周转压力，整体资产质量一般。
4. 公司利润总额对政府补贴等营业外收入依赖程度高。
5. 公司经营性净现金流持续大规模净流出。
6. 本期中期票据发行额度大，公司未来存在一定集中偿付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与赣州开发区建设投资（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与赣州开发区建设投资（集团）有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因赣州开发区建设投资（集团）有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由赣州开发区建设投资（集团）有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、赣州开发区建设投资（集团）有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

一、主体概况

赣州开发区建设投资(集团)有限公司(以下简称“公司”或“赣州建投”)位于江西省赣州市国家级经济技术开发区(下称“赣州开发区”),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和赣州经济技术开发区土地收购储备中心共同组建。公司注册资金人民币2000万元,其中赣州经济技术开发区财政局出资1980万元,占公司股权的99%,赣州经济技术开发区土地收购储备中心出资20万元,占公司股权的1%。

历经多次资产划转及股权转让,截至2011年底,公司注册资本变更为6亿元人民币,2012年5月14日,公司更名为赣州开发区建设投资(集团)有限公司。2014年3月21日,根据赣州开发区财政局书面股东决定,以货币形式增加公司注册资本6亿元。截至2014年9月底,公司实收资本12亿元,赣州开发区财政局全资持有公司股权,赣州开发区管委会系公司实际控制人。

公司是赣州开发区基础设施建设的唯一投资主体,承担赣州开发区基础设施运营和国有资产管理职责,主要从事赣州开发区土地一级开发与运营、基础设施建设开发、经济适用房开发业务等。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。(以上项目国家有专项规定的按规定办)。

截至2014年9月底,公司设有综合办公室、总工程师办公室、人事监察部、财务部、项目管理部、市政工程部、房建工程部、资产

经营部、投资发展部9个职能管理部门;下辖全资子公司7家(见附件1-1和附件1-2)。

截至2013年底,公司合并资产总额195.01亿元,所有者权益合计142.02亿元;2013年,公司实现主营业务收入15.28亿元,利润总额3.23亿元。

截至2014年9月底,公司合并资产总额214.47亿元,所有者权益合计150.93亿元;2014年1~9月,公司实现主营业务收入12.93亿元,利润总额2.97亿元。

公司住所:赣州开发区香江大道88号;法定代表人:翁毅军。

二、本期中期票据概况

公司拟于2015年注册并发行额度为8亿元中期票据(以下简称“本期中期票据”),期限为7年。

公司计划将本期中期票据募集资金8亿元全部用于偿还金融机构借款和融资利息。

本期中期票据期限为7年,第5年末附公司调整利率选择权和投资者回售选择权。本期中期票据在存续期内前5年票面利率根据簿记建档结果确定,存续期内前5年固定不变;在存续期的第5年末,公司可选择调整票面利率,存续期后2年票面年利率为本期中期票据存续期前5年票面年利率加或减公司提升或降低的基点,在存续期后2年固定不变。本期中期票据采用单利按年计息,不计复利,逾期不另计利息。本期中期票据存续期的第5年末,投资者有权选择在投资者回售登记期内进行登记,将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司,或选择继续持有本期中期票据。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,

不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开对中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，中国继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年全年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会

力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿元，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全年社会融资规模为 17.29 万亿元，比上年多 1.53 万亿元；其中人民币贷款增加 8.89 万亿元，同比增长 6879 亿元；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，分别增加 2.55 亿元和 1.84 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其

中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，

继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）行业概况

城市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物质基础，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、加强区域交流与合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，全国各地城建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。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了許多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投

资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

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。原国家体改办出台的《1998年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于2004年7月16日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009年3月，中国人民银行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道。在2009年4万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发【2010】19号文对融资平台债务进行全面清理（1）对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再继续通过融资平台

公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。

（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发【2010】19号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012年，银监会出台《关于加强2012年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、抵押担保、存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2010年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金【2010】2881号，凡是申请发行公司债券的投融资平台公司，其偿债资金来源70%以上（含70%）必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发【2010】19号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过30%的投融资平台公司发行公司债券，除满足现行法律法规规定的公司债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投融资平台公司发行公司债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水

平超过 100%，其发行公司债券的申请将不予受理。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。（1）禁止地方政府公益性项目向影子银行举债（2）地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务（3）地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目（4）制止地方政府违规担保承诺行为。财预[2012]463 号文件的出台，化解了地方政府债务不断累积的长期担忧，长期来看，融资平台债务风险应将有所下降，但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。整体上，《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先，《指导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”，严格新增贷款条件，整体上 2013 年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境，将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资，城投债仍将保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策将使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境，监管政策预留着一定的空间，执行将存在一定的灵活性。此外，《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策，对于融资平台全口径债务和

银行持有融资平台债券进行监控，有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

2013 年 8 月底，国家发改委办公厅正式下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式，即采取“融资统一规划、贷债统一授信、动态长效监控、全程风险管理”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。

2014 年 10 月，国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》

（以下简称《意见》），系中央政府针对地方政府性债务管理出具的更全面具体、更有针对性的政策部署。《意见》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：

（1）政府举债主体只能是经国务院批准的省、自治区、直辖市政府，市县级政府确需举借债务的，也只能通过省、自治区、直辖市政府代为举借，企事业单位严格禁止举借政府性债务，且明确要剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式。（2）

《意见》明确了地方政府性债务规模实行限额管理，通过建立地方政府信用评级制度，逐步完善地方政府债券市场；地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；地方政府债务实行全口径预算管理。（3）对于偿债主体，明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则；若出现地方政府难以自行偿还债务的情况，地方政府要及时上报，本级和上级政府要启动债务风险应急处置预案和责任追究机制，切实化解债务风

险，并追究相关人员责任。另外，对于存量债务，《意见》还明确了分类管理、在建项目后续融资安排等内容。综上，《意见》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2014年10月底，财政部公开发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称《351号文》），是对《43号文》的具体细化，《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了二十一条内容。新增核心内容包括①地方各级财政部门汇总本地区清理甄别结果，新增同级审计部门对此结果出具审计意见的要求，同时提出上报地方财政口径若与审计口径不一致，要求退回重新核实；②财政部将各地清理甄别结果抄送审计署后，新增财政部组织其驻各省、自治区、直辖市、计划单列市财政监察专员办事处核查各地报送数据，对虚增政府存量债务的，相应核减地方政府债券发行规模，并追究相关责任人责任；③提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，具体分为4种情况，对于确认为单一的一般债务及单一的专项债务，原则不变，但其他两种情况是本次新增的规定，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；④新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后续管理的全程监控，将成

为新趋势。

2. 区域经济环境和地方财力

公司是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，主要从事赣州开发区土地一级开发与运营、基础设施建设开发、经济适用房开发业务等。公司业务范围集中在赣州市开发区内，与赣州市属其他投融资平台不存在业务重叠。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受赣州市及开发区经济增长、财政收支状况的影响，并与城市发展规划密切相关。

（1）区域概况

赣州市

赣州市是江西省第二大城市、省域副中心城市，位于江西省南部，是江西省人口最多、占地面积最大的地级市，也是中国最大的客家人的聚集地。赣州下辖2个行政区、2个管辖区、1个县级市、15个县。赣州是中国著名的革命老区、中央苏区。赣州瑞金是中华苏维埃共和国临时中央政府所在地，有“共和国摇篮”的美誉。1994年经国务院批准，赣州成为第三批国家历史文化名城。赣州素有江南宋城、客家摇篮、共和国摇篮、红色故都、世界钨都、世界橙乡、稀土王国、千里赣江第一城、生态王国、绿色宝库等美誉。赣州环境优良，森林覆盖率高达76.2%，是中国森林覆盖率前十的城市，是第二批国家低碳试点城市，是中国最适宜居住的城市之一。

赣州市位于赣江上游，东邻福建省三明市和龙岩市，南毗广东省梅州市、韶关市，西接湖南省郴州市，北连本省吉安市和抚州市，境内拥有江西第二大机场赣州黄金机场，以及已建成的京九铁路、赣龙铁路，正在建设的赣韶铁路、赣龙铁路复线、鹰瑞铁路，规划2013年底开工建设的昌吉赣城际铁路、列入规划的赣深客运专线。境内公路运输已基本形成以市区为中心，105、323、319、206国道为骨架的

公路网络，已初步建成快速交通骨架网：赣粤高速、蓉厦高速、赣韶高速、鹰瑞高速、瑞赣高速、赣大高速、石吉高速、赣州环城高速公路等。

2012年6月28日，国务院发布《国务院关于支持赣南等原中央苏区振兴发展的若干意见》（国发[2012]21号），给予包含执行西部大开发政策在内的财税、投资、金融、产业、生态补偿和对口支援等一系列政策措施对赣南苏区进行扶持。

2013年1月10日，财政部、海关总署、国家税务总局联合下发《关于赣州市执行西部大开发税收政策问题的通知》（财税[2013]4号），通知明确：对赣州市内资鼓励类产业、外商投资鼓励类产业及优势产业的项目在投资总额内进口的自用设备，在政策规定范围内免征关税；自2012年1月1日至2020年12月31日，对设在赣州市的鼓励类产业的内资企业和外商投资企业减按15%的税率征收企业所得税。

2014年3月20日，国家发改委下发《关于印发赣闽粤原中央苏区振兴发展规划的通知》（发改地区[2014]480号），通知明确：加快赣闽粤原中央苏区振兴发展，对于探索革命老区扶贫攻坚新路子、推动实现跨越式发展、全国同步实现全面建成小康社会的奋斗目标，具有十分重要的意义。江西、福建、广东省人民政府和国务院有关部门要认真贯彻落实《国务院关于赣闽粤原中央苏区振兴发展规划的批复》（国函[2014]32号）精神，大力弘扬苏区精神，奋力攻坚克难，努力把原中央苏区打造成为革命老区扶贫攻坚示范区，全国有色金属产业基地、先进制造业基地和特色农产品深加工基地，重要的区域性综合交通枢纽，南方地区重要的生态屏障以及红色文化传承创新区、著名生态和文化旅游目的地。

赣州开发区

赣州开发区位处赣州中心城区，辖5个镇（街道），面积219平方公里，人口28万人，

属低山丘陵区、亚热带季风湿润气候。赣州开发区是市委、市政府定位的赣州新的核心增长极，是赣州工业经济与开放型经济的主平台、承接沿海产业转移的主要基地，前身是1990年7月成立的赣州黄金岭经济开发区，先后于2007年5月、2010年3月被国务院批准为国家级出口加工区、国家级经济技术开发区。在2013年初商务部发布的国际级经济技术开发区综合发展水平评价通报中，赣州开发区在纳入评价的中部地区国家级经济技术开发区中位列第12位，其中“社会发展”和“生态环境”两项指数排名居江西省国家级经开区首位。

总体看，赣州市作为赣南苏区的核心城市，近年获得国家政策支持力度加大，随着中央苏区振兴规划的推出，赣州市在中部地区的市域综合竞争优势得以提升，未来随着各项政策支持措施逐步落实到位，赣州市有望迎来快速发展期。

（2）区域经济

赣州市

赣州市经济总量近年来持续增长，2011～2013年，全市生产总值分别为1335.98亿元、1508.43亿元和1673.31亿元，其中2012和2013年同比分别增长11.9%和10.5%。三年间全市三大产业分别有不同程度的增长，其中第二和第三产业增速较快，2012和2013年第一产业实现增加值分别为252.41亿元和271.79亿元，同比增长4.8%和5.1%；第二产业实现增加值分别为696.78亿元和763.96亿元，同比增长13.7%和13.0%；第三产业实现增加值分别为559.24亿元和637.57亿元，同比增长13.2%和9.8%。三次产业结构由上年的16.7:46.2:37.1调整为16.2:45.7:38.1，工业和现代服务业为赣州市经济发展的重要组成部分。

2013年赣州市实现工业增加值656.71亿元，较上年增长12.8%，其中规模以上工业企业完成增加值635.78亿元，同比增长13.2%。在规模以上工业中，轻工业增加值增长10.8%，重工业增加值增长14.1%。分企业类型看，国

有企业增长 6.3%，集体企业增长 16.3%，股份制企业增长 14.4%，私营企业增长 16.3%，外商投资及港澳台企业增长 11.1%。

表1 赣州市2011~2013年经济发展情况

项目	2011年	2012年	2012年 同比变动(%)	2013年	2013年 同比变动(%)
全市生产总值(亿元)	1335.98	1508.43	11.9	1673.31	10.5
第一产业增加值(亿元)	232.70	252.41	4.8	271.79	5.1
第二产业增加值(亿元)	631.16	696.78	13.7	763.96	13.0
第三产业增加值(亿元)	472.14	559.24	13.2	637.57	9.8
固定资产投资(亿元)	819.61	1110.91	35.5	1330.87	28.5
城镇居民人均可支配收入(元)	16058	18704	16.5	20566	10.0

资料来源：江西省统计局

近年来，赣州市固定资产投资规模持续高速增长，2013年赣州市规模以上固定资产投资1330.87亿元，比上年增长28.5%。第一产业完成投资26.06亿元，增长28.8%；第二产业完成投资542.01亿元，增长24.9%；第三产业完成投资762.79亿元，增长31.2%。2013年全年房地产开发投资196.62亿元，增长20.4%。

2013年，赣州市城镇居民人均可支配收入为20566元/人，扣除价格因素，比2012年实际增长10.0%。

总体看，近年来赣州市经济总量持续增长，固定资产投资加速，城市发展稳步推进。

赣州开发区

赣州开发区自成立以来，经济总量从无到有，从小到大，实现了速度、质量、效益的全面快速提升。2011~2013年赣州开发区生产总值保持快速增长，其中2013年，全区实现生产总值160亿元，同比增长16%。2013年，赣州开发区实现工业主营业务收入528亿元，同比增长20%；财政总收入26.42亿元，同比增

长20%；进出口总额8.1亿美元，同比增长12.7%；实际利用外资1.67亿美元，同比增长26%；固定资产投资182亿元，同比增长30%。在商务部最新公布的90家参评国家级经开区综合发展水平评价中，赣州开发区综合排名位列第50位，排名前移12位，其中“社会发展”和“生态环境”两项指标排名位居江西省国家级经开区第一位。

2013年，赣州开发区新开工工业项目67个，新投产工业项目74个，完成了25个老企业达产达标和增资扩产。赣州开发区内规模以上工业企业115家，已初步形成了钨、稀土新材料、新能源和新能源汽车、电子信息、生物制药等战略性新兴产业。2013年全区规模以上企业工业增加值、主营业务收入分别实现116亿元、510亿元，同比分别增长17%、20%；六大主导产业主营业务收入和利税分别实现436.68亿元、43.7亿元，分别增长17.8%、17.5%，其中主营业务收入过亿元的企业72户，新增10户，利税超千万元的83户，新增14户，税收超千万元的24户，超亿元的2户。

整体看，赣州开发区经济实力不断提高，基础设施建设规模不断扩大，加之优惠政策的支持，未来开发区有望保持稳定快速的发展。

(3) 区域财政实力

赣州市

伴随赣州市经济总量的持续增长，该市财政收入增长迅速，2013年，地方财政一般公共预算收入184.37亿元，比上年增长30.5%，其中税收收入143.34亿元，占比77.75%。

2013年，赣州市地方综合财力621.30亿元，主要来自于转移支付和税收返还收入（占43.89%）、地方一般公共预算收入（占29.67%）、国有土地使用权出让收入（占25.08%）。其中赣州市地方一般公共预算本级收入184.37亿元，77.75%来自于税收收入。

截至2013年底，赣州市地方债务余额267.20亿元，其中，地方直接债务余额239.01亿元（由财政承担偿还责任的融资平台公司借

款 132.31 亿元)，政府担保债务余额 56.37 亿元。结合 2013 年赣州市综合财力测算，赣州市政府债务率 43.01%。

总体看，赣州市经济稳定增长，财政实力

持续增强，但综合财力对转移支付和税收返还以及国有土地使用权出让收入依赖程度较高。政府债务整体负担适宜。

表 2 赣州市政府债务余额及综合财力统计表（单位：万元）

地方债务（截至 2013 年底）	金额	地方财力（2013 年度）	金额
（一）直接债务余额	2390115	（一）地方一般预算收入	1843666
1、外国政府贷款		1、税收收入	1433371
2、国际金融组织贷款	493	2、非税收入	410295
（1）世界银行贷款	493	（二）转移支付和税收返还收入	2727202
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	1577365
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	1071941
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	77896
3、国债转贷资金	6347	（三）国有土地使用权出让收入	1558357
4、农业综合开发借款	976	1、国有土地使用权出让金	1486823
5、解决地方金融风险专项借款	140	2、国有土地收益基金	65379
6、国内金融机构借款	1367187	3、农业土地开发资金	6155
（1）政府直接借款	44039	4、新增建设用地有偿使用费	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	1323148	（四）预算外财政专户收入	83814
7、债券融资	343000		
（1）中央代发地方政府债券	93000		
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	250000		
8、粮食企业亏损挂账	613		
9、向单位、个人借款	8730		
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	662629		
（二）担保债务余额	563702		
1、政府担保的外国政府贷款	7167		
2、政府担保的国际金融组织贷款	45217		
3、政府担保的国内金融机构借款	148123		
4、政府担保的融资平台债券融资	321245		
5、政府担保向单位、个人借款	23		
6、其他	41927		
地方政府债务余额 = （一） + （二） × 50%	2671966	地方综合财力 = （一） + （二） + （三） + （四）	6213039
债务率 = （地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力） × 100%			43.01%

资料来源：赣州市财政局

赣州开发区

在赣州开发区经济快速发展的带动下，赣州开发区财政收入增长迅速，2011~2013 年地方一般预算本级收入年均复合增长率为 42.25%。

表 3 赣州开发区 2011~2013 年财政收入状况

地方财力项目（万元）	2011 年	2012 年	2013 年	变动率（%）
（一）地方一般预算本级收入	93122	136383	188427	42.25

1、税收收入	80033	107887	153300	38.40
2、非税收入	13089	28496	35127	63.82
（二）转移支付和税收返还收入	37371	32282	44358	8.95
1、一般性转移支付收入	6819	10736	13333	39.83
2、专项转移支付收入	29751	20700	30216	0.78
3、税收返还收入	801	846	809	0.50
（三）国有土地使用权出让收入	206338	173629	112202	-26.26
1、国有土地使用权出让金	196615	165087	99327	-28.92
2、国有土地收益基金	9365	8531	5405	-24.03

3、农业土地开发资金	358	11	298	-8.76
4、新增建设用地有偿使用费			7172	
(四) 预算外财政专户收入	490	119	235	-30.75
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	337321	342413	345222	1.16

资料来源：赣州开发区财政局

赣州开发区经济的增长拉动了开发区财政实力的增强，2013 年，地方财政一般预算本级收入 18.84 亿元，较 2012 年增长 38.16%，其中，税收收入 15.33 亿元，较 2012 年增长 42.09%。

2013 年，赣州开发区地方综合财力 34.52 亿元，主要来自于地方一般预算本级收入（占 54.58%）、国有土地使用权出让收入（占 32.50%）、转移支付和税收返还收入（占 12.85%），整体收入结构由上年以国有土地使用权出让收入为主转变为以地方一般预算本级收入为主。

截至 2013 年底，赣州开发区地方债务余额 12.79 亿元，其中，地方直接债务余额 9.34 亿元，政府担保债务余额 6.90 亿元。结合 2013 年赣州开发区综合财力测算，赣州开发区本级债务率 37.04%。

总体看，赣州开发区地方财政收入规模偏低，但呈快速增长趋势；财政收入转变为以地方一般预算本级收入为主，且税收收入占比高，收入结构及稳定性有所改善；政府债务负担处于可控范围。赣州市及赣州开发区财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

（4）未来发展

在未来几年中，赣州开发区将以“一核”、“四区”、“十园”为载体，加快推进赣州核心增长极板块建设。“一核”即把蟠龙镇区打造成为开发区城市的核心；“四区”即科学规划建设蓉江新区、香港工业园区、西城区、综合保税区；“十园”即建设钨与稀土产业园、铜铝产业园、新能源汽车及其配套（含机械制造）产业园、电子信息产业园、食品药品产业园、印刷包装

产业园、国新产业园、综合物流园、总部经济园和文化创意及服务外包产业园等十个产业园。

总体看，赣州开发区管委会未来将在城市建设方面加大投资力度，对公司的发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年 9 月底，公司注册资金 12 亿元，其中赣州开发区财政局受赣州开发区管委会授权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，赣州建投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 2014 年 9 月底，公司拥有 7 家全资子公司，涉及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（保障房）等业务。

3. 人员素质

截至 2014 年 9 月底公司本部高管成员共 8 人，其中具有本科学历 5 人，大专学历 3 人。

公司董事长黎佐绩先生，1965 年生，江西南康人，中央党校大学学历。先后在赣良啤酒厂、赣州市农业良种场、赣州市畜牧研究所工作并担任领导职务，2008 年调任赣州开发区管委会，历任管委会副调研员、副主任、调研员，现任公司董事长。

公司总经理翁毅军先生，1976 年生，历任赣州市黄金开发区财政局办公室主任、赣州开发区发展规划局副局长、赣州市锦城建设开发

有限公司董事长、赣州开发区发展规划局主任科员、赣州建投副总经理，现任公司总经理、法定代表人。

截至2014年9月底，公司共有员工112人，从学历构成看，研究生及以上学历人员占0.89%，本科学历人员占22.32%，大专学历人员占40.18%，大专以下学历人员占36.61%；从年龄结构看，40岁以下人员占72.32%，40~50岁员工占23.21%，50岁以上人员占4.47%。

总体看，公司高层领导具备一定的政府从业经历及较高的专业水平；公司员工的整体文化素质较高，管理能力和管理水平能够满足公司日常经营需要。

4. 资金来源和政府支持

公司主要组织实施赣州市开发区基础设施投资建设，大多数项目的建设周期和资金回收周期较长，因此政府支持和融资渠道的畅通是公司未来发展的重要保障。

(1) 政策性银行贷款

政策性银行的贷款支持在很大程度上缓解了公司重点项目的资金压力，并为公司未来发展提供了资金保障。截至2014年9月底，公司合并口径共获得各类政策性银行授信15.18亿元，存续贷款余额合计11.65亿元。

(2) 商业银行贷款

公司与多家商业银行保持着良好的合作关系。截至2014年9月底，公司共获得农业银行等商业银行授信额度合计6.73亿元，存续贷款余额合计4.56亿元。

(3) 土地及股权注入

为保障赣州开发区基础设施建设的进程，政府对公司的支持力度较大，提升了公司经营实力和可持续发展能力。自2009年起，赣州开发区管委会前后将赣州香港工业园开发有限公司、赣州华城实业有限公司、赣州综合物流园开发有限公司、赣州满园建设开发有限公司及赣州市锦城建设开发有限公司共5家公司的股权无偿划转到公司名下。

2011~2013年，根据赣州开发区党政办公室赣开办抄字(2011)39号抄告单、赣州开发区党政办公室赣开办抄字(2012)28号抄告单等文件，公司2011~2013年共获得政府划拨土地面积合计2585.10亩，评估价值合计66.09亿元（其中62.14亿元计入资本公积，3.95亿元计入实收资本）。

(4) 税费返还及财政补助

赣州开发区管委会对公司的支持力度不断加大，不断提升公司经营实力和可持续发展能力。除通过资产注入和股权划拨等方式外，赣州开发区管委会还向公司提供包括国家级开发区基础设施建设贷款贴息补助资金在内的多种补贴，以扶持公司生产经营。

根据《赣州开发区党政办公室抄告单》（赣开办抄字[2013]7号），赣州开发区管委会决定，按照《国务院关于支持赣南等原中央苏区振兴发展的若干意见》，给予公司以下优惠政策：

1.公司自身上缴的各类税收地方留成部分全部奖励给公司。2.入驻赣州综合保税区和赣州铜铝产业园区的工业企业所缴纳的各类税收地方留成部分的50%，由管委会奖励给公司，用于赣州综合保税区和赣州铜铝产业园的基础设施及配套设施建设。

2011~2013年，公司收到市政建设项目补贴分别为2.88亿元、3.19亿元和1.49亿元（在“补贴收入”中反映）。其中2013年公司承担的白露一桥建设等工程项目收到补贴收入0.42亿元；子公司赣州市锦城建设开发有限公司承担的金坪东路、金坪北路道路建设等工程项目收到补贴收入0.99元；子公司赣州综合物流园开发有限公司承担的物流园区道路建设项目收到补助收入0.08亿元。2014年1~9月，公司获得市政建设补贴为1.55亿元（在“补贴收入”中反映）。

(5) 一级土地开发收益返还

根据赣州市人民政府《关于赣州开发区建设投资（集团）有限公司土地运作模式的说明》，公司对赣州开发区范围内的土地进行一

级开发，由公司筹集资金进行土地整治，达到净地条件后，由当地土地收储中心按照招拍挂程序进行转让，土地出让收入按要求先缴入区级金库，开发区财政局按总成交价款的5%计提国有土地收益基金、0.5%计提农业土地开发资金，8%计提保持被征地农民原有生活水平补贴和补助被征地农民社会保障资金，0.5%计提城镇廉租房保障资金，0.5%计提农田水利建设资金，0.5%计提教育资金，总计提比例为15%，剩余部分全额返还公司并计入公司主营业务收入。此外，按5%计提的国有土地收益基金、按0.5%计提的城镇廉租房保障资金，由开发区财政局计提后作为专项资金返还公司。

除公司自行整理土地出让收入返还外，根据《赣州开发区党政办公室抄告单》（赣开办抄字[2013]7号），国土部门依法出让赣州综合保税区和赣州铜铝产业园的土地，其土地出让金缴入区级金库，按国家规定提取专项资金后，剩余部分的90%全部支付给公司，用于赣州综合保税区和赣州铜铝产业园的开发建设和投资回报。

2011~2013年公司土地出让实现收入6.71亿元、0亿元和11.47亿元。2014年1~9月，该项收入为8.91亿元。

（6）保障性住房 BT 收入

公司承担了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 and 棚户区改造项目。公司按照政府下达的开发区保障性住房建设任务，在开发区内进行建设，政府无偿划拨经济适用房建设用地给公司，由公司负责经济适用房的手续报建、项目建设等，建设资金由财政按进度拨付。目前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》、《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》，两个协议项下的回购款金额总计为38.59亿元，上述款项于2013年起逐年分期支付，且2013年回购款均已到位。

（7）其他资金来源

公司其他资金来源主要厂房和宿舍出租的租金收入，2013 年公司房屋租金收入 0.13 亿元。

融资渠道方面，公司积极运用多种金融工具拓宽融资渠道，吸引社会资本投资城市基础设施建设。公司分别于 2012 年 12 月 26 日、2013 年 12 月 31 日、2014 年 2 月 19 日成功发行了 6 年期 18 亿元企业债（以下简称“12 赣开债”）、6 年期 5 亿元企业债（以下简称“13 赣开债 01”）、6 年期 5 亿元及 7 年期 10 亿元企业债（以下简称“13 赣开债 02”和“14 赣开债”）。多元化融资模式在降低融资成本的同时，为加快城市基础设施建设提供了有力支持。

总体看，近年来赣州开发区管委会为公司发展提供了政策、资金和资源等多方面的支持，较大程度提升了公司的整体实力和可持续发展能力，增强了公司的外部融资能力。联合资信认为，赣州开发区管委会的支持是持续、稳定和长期的，同时也是公司未来发展和本期债券到期偿付的重要保障。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、行政法规和规范性文件的规定，公司已建立和完善法人结构，设有董事会、监事会和经营层等内部治理结构。赣州开发区财政局持有公司100%股权，是公司唯一股东，公司不设股东会，由出资人行使股东会职权。

根据 2014 年 4 月 11 日公司章程修正案，公司董事会由 7 人组成，设董事长 1 人，由出资人委派；董事 6 人，其中：出资人委派 5 人，公司职工代表 1 人，由职工大会选举产生。

公司监事会由 5 人组成，设监事会主席 1 人，由出资人任命；监事 4 人，其中出资人委派 2 人，公司职工代表 2 人，由职工大会选举产生。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理负责组织实施董事会的决议，设总经理1人，由董事会聘任或解聘。

目前公司总部已实现对重大决策权、合理监控权和高层人事权有效控制，并加强对下属公司的管理力度。

公司建立了以资产为纽带的母子公司管理体制，对下属子公司行使国有资产出资人职能，行使重大决策权、投资收益权和经营管理者选择权，承担国有资产的保值增值责任。

2. 管理水平

公司总部设综合办公室、总工程师办公室、人事监察部、财务部、项目管理部、市政工程部、房建工程部、资产经营部、投资发展部9个职能管理部门。

工程类部门主要负责公司内部项目及区财政性投资基本建设项目审批、施工及工程采购合同签订等工作，为项目监督部门。财务部主要负责资金统筹、财务结算、拨付管理工作。综合办公室主要负责公司日常行政事务、公文处理及综合性事务的管理工作。资产经营部主要负责代表公司履行业主资产管理职能。投资发展部负责制定公司中长期发展战略等工作。

根据公司经营管理的特點，按照赣州市开发区管委会及有关部门的相关规定，公司在财务与资金管理、工程项目管理、投资经营与资产管理、人力资源管理、文秘行政及后勤管理等方面建立了一整套较详细的管理制度体系，基本上实现了按制度办事、以制度管人。

公司作为国有资产授权经营者，拥有较强的项目管理能力，主要从事重大基础设施项目资金筹措、使用、经营、管理的专业化投资主体，因此公司的资产管理、资金管理、投资管理和项目管理是公司内部控制和管理的核心。

根据公司的经营特点，公司制定了《财务管理制度》、《工程签证管理办法》和《建设项目工程费用审核管理办法》等制度，能有效保

证公司经营规范有序进行。

财务管理方面，公司对下属独立核算的公司，设置独立的财务机构和部门；非独立核算的公司配备专职财务人员。公司财务人员管理实行下管一级制度，财务负责人对总经理负责。公司对资产、成本、收入、利润和分配均设置有详细的管理细则，能够满足公司经营需要。

资金管理方面，公司财务管理部对公司资金实行总量控制，在满足项目建设、还本付息、资金储备的资金需求情况下，调剂资金余缺，促进资金合理流动，同时对公司整体资金资源进行控制，平衡各子公司之间的往来资金，提高资金综合利用效率。

项目管理方面，公司承担的市政府基础设施建设项目较多，公司制定了详细的项目建设招标投标管理制度，通过统一领导，分级管理的原则开展招标投标工作，并对子公司的招标工作进行监督和指导。在项目管理上，根据项目建设需求成立相应项目管理部及工程管理部作为监督部门，配备相关人员全程参与项目建设，保证项目建设的顺利进行。

总体看，公司管理比较规范，已建立起法人治理结构和系统的经营管理制度，符合赣州国资委及相关文件的要求。

七、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，公司形成了以土地开发、市政建设及经济适用房建设业务为主业，房屋出租等业务为辅业的综合业务架构。

近年公司收入规模快速增长，但收入结构变化较大，近三年分别实现主营业务收入 6.91 亿元、7.60 亿元和 15.28 亿元，其中，2011 年和 2013 年，土地开发收入是公司的主要收入来源，2012 年，受土地市场行情及公司当年出让土地手续办理进度等因素的影响，公司未实

现土地出让收入，此外，公司当年加大了基础设施建设力度，随着前期市政建设工程的集中结转，市政建设收入成为公司的主要收入来源，同期，公司前期承建的保障性住房于2012年开始逐步实现销售，成为公司收入的补充。

近三年，公司主营业务整体毛利率分别为37.46%、19.99%和12.86%。2011年，土地出让收入占比大且毛利率高，使公司整体毛利率处于高位；2012年，受毛利率较高的土地出让收入大幅下降影响，公司当年经营毛利率明显下滑；2013年，虽然土地出让收入大幅增长，但由于当期出让土地公司之前拿地成本较高，且土地价格有所波动，该板块毛利率较之前年

度明显下降，从而带动公司整体毛利率相应下降。

2014年1~9月，公司实现主营业务收入12.93亿元。其中，市政建设收入4.02亿元，已超出2013年全年水平；实现土地出让收入8.91亿元，为2013年全年的77.68%。毛利率方面，市政建设毛利率基本维持之前年度水平，土地出让毛利率有所下降，为7.09%。公司综合毛利率为11.10%，较2013年下降1.76个百分点。

整体看，公司收入稳定性及盈利能力受土地出让进度和市场等因素影响较大。

表4 2011~2013年及2014年1~9月公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2011年			2012年			2013年			2014年1~9月		
	收入	占比	毛利率	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	0.20	2.83	20.42	7.12	93.66	20.78	3.81	24.92	21.63	4.02	31.09	19.97
出售土地	6.71	97.17	37.96				11.47	75.08	9.95	8.91	68.91	7.09
经济适用房销售				0.48	6.34	8.41						
合计	6.91	100.00	37.46	7.60	100.00	19.99	15.28	100.00	12.86	12.93	100.00	11.10

资料来源：公司审计报告

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。

公司市政建设业务主要模式为：公司承接政府基础设施项目，由政府相关部门与公司下属承建单位签订代建协议，由公司组织资金实施项目建设；建设完成后，政府按照合同约定组织验收，对项目资金进行结算，项目代建收益率一般不超过30%。近年来，公司陆续完成了开发区部分道路交通网络建设，如华昌路、华鑫路、章贡大道东段等，目前正在建设工业一、二、三路、东江源大道（客家大道-赞贤路）、湖边大道（龙泉路-金狮北路）、坪峰岭路（天赋路-金潭大道）及凤凰路道路及排水工程等市政建设项目。

表5 公司近年完成市政设施情况（单位：万元、个）

	2011年	2012年	2013年	2014年1~9月

新签合同总额	25989.52	8435.96	30318.58	35904
新签合同个数	63	72	89	78
确认市政建设收入	1952.00	71183.00	38079.90	40249.27

资料来源：公司提供

注：新签合同总额与确认收入存在时滞。

2011~2013年，公司市政建设项目合同数量持续增长，分别为63个、72个和89个；新签合同总额分别为2.60亿元、0.84亿元和3.03亿元；2012年，由于之前年度市政建设工程集中确认收入，当年实现市政建设收入7.12亿元，2013年，该板块收入有所下降，为3.81亿元。

表6 截至2014年9月底公司前十大市政（不含房建）工程明细

	工程名称	截至2014年9月底已完成投资（万元）
1	工业三路	7433.54
2	章贡大道	4889.90
3	复兴大道	3350.35
4	工业二路	3114.62
5	华昌路	3992.12

6	创新二路	2180.53
7	天骄路	2001.22
8	金凤路	2080.79
9	工业一路	1915.93
10	潭东八路及道路排水	1767.96
合计		32726.96

资料来源：公司提供

截至2014年9月底，公司各项在建市政建设工程合计累计已完成投资10.72亿元，各项在建市政配套项目累计已完成投资19.25亿元，均在存货—开发成本科目中反映。

目前，赣州开发区正处于高速发展的阶段，未来几年也将是赣州开发区基础设施建设项目集中实施的阶段，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。

土地出让

公司具有土地一级开发职能，其运作模式为：公司根据政府的要求，对赣州开发区范围内的土地进行一级开发，由公司筹集资金进行土地整治，达到净地条件后，由当地土地收储中心按照招拍挂程序进行转让，土地出让收入按要求先缴库，开发区财政局按总成交价款的5%计提国有土地收益基金、0.5%计提农业土地开发资金，8%计提保持被征地农民原有生活水平补贴和补助被征地农民社会保障资金，0.5%计提城镇廉租住房保障资金，0.5%计提农田水利建设资金，0.5%计提教育资金，总计提比例为15%，剩余部分返回给公司做收入。此外，按5%计提的国有土地收益基金、按0.5%计提的城镇廉租住房保障资金，由开发区财政局计提后作为专项资金返回公司。

公司出让的土地主要来自政府划拨及通过摘牌方式取得，再通过开发或出让等方式实现土地的增值收益。

表7 公司近年土地成交情况（单位：平方米、万元）

土地证号	面积	公司确认收入	成交时间	用途
赣市开国用（2009）16号	48808	23447	2011年	商住
赣市开国用	38229	14986	2011年	商住

（2009）69号				
赣市开国用（2009）18号	36263	8747	2011年	商住
赣市开国用（2009）62号	103928	19372	2010年	商住
赣市开国用（2009）67号	156871	19954	2011年	商住
赣市开国用（2009）100号	27780.01	8334	2013年	商业
赣市开国用（2009）101号	21701.67	6510	2013年	商业
赣市开国用（2012）57号	38699	15093	2013年	商业
赣市开国用（2012）58号	39443	15381.6	2013年	商业
赣市开国用（2012）59号	33889	13392.1	2013年	商业
赣市开国用（2012）60号	34387	13588.9	2013年	商业
赣市开国用（2012）94号	141478	42442	2013年	商业
赣市开国用（2005）43号	548796.08	13699.00	2014年	商业
赣市开国用（2013）47号	100000.50	38199.51	2014年	商业
赣市开国用（2013）48号	97333.82	37180.28	2014年	商业
合计	1467607.08	290326.39		

资料来源：公司提供

2011年和2013年，公司实现土地收入分别为6.71亿元和11.47亿元，确认收入土地成交面积合计72.15万平方米，成交金额20.12亿元（计入“主营业务收入—出售土地”）。受宏观调控及出让土地手续办理进度等因素的影响，公司2012年未实现土地出让收入。2014年1~9月，公司出让土地3宗，成交面积合计74.61万平方米，实现土地出让收入8.91亿元。

截至2014年9月底，公司拥有土地面积合计6003.02亩，账面价值合计127.50亿元（计入“存货—开发成本”），其中部分地块已用于融资抵押，未抵押土地合计约600.65亩，账面价值约13.76亿元，土地抵押导致公司土地出让一定程度受限。

整体看，公司土地出让收入增长迅速，且规模较大，但近年公司通过土地抵押进行债务融资导致土地资产抵押比率较高，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，将对公司未来土地出让收入的增长带来一定的不确定性。

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 and 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。

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》、《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无条件支付给公司，专项用于偿付“12赣开债”。上述款项于2013年起逐年分期支付，且2013年回购款均已到位。上述赣州开发区棚户区改造建设项目和公共租赁住房建设项目总投资分别为21.22亿元和13.86亿元，截至2014年9月底，分别完成投资19.02亿元和12.86亿元。

财务处理方面，公司承接的保障房项目建设各年确认的收入成本（根据赣州开发区管委会出具的抄告单）均计入“市政建设”板块，“经济适用房销售”板块中核算公司早期建设并通过销售实现资金平衡的保障房项目。2012年，公司实现保障性住房销售收入4817.71万元。2013年和2014年1~9月，由于政府尚在核定经济适用房受让方购房条件，因此公司未实现销售收入。

总体看来，公司保障房建设经验较为丰富，有利于后续项目的建设和开发；与赣州市政府签订的BT协议对公司“12赣开债”提供了可靠保障。

3. 在建及拟建工程

在建工程方面，截至2014年9月底，公司重点在建项目9个，合计总投资116.40亿元，已完成投资66.82亿元，尚需投资49.58亿元，公司计划于2015年投资15.30亿元。

表8 截至2014年9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2014年9月底已完成投资	2015年投资额
1	赣州开发区公共租赁住房建设项目	13.86	12.86	0.50
2	赣州开发区棚户区改造建设项目	21.22	19.02	0.80
3	赣州综合保税区路网及配套设施建设项目	16.00	7.50	3.00
4	赣州铜铝产业园路网及配套设施建设项目	30.98	8.50	3.00
5	赣州香港工业园北区二期道路建设项目	8.21	4.50	2.00
6	赣州开发区返迁安置房四期项目	7.23	3.20	2.00
7	赣州香港产业园（北区）路网三期建设项目	5.27	3.50	1.00
8	赣州开发区西城区路网完善工程	6.63	4.24	1.00
9	赣州香港产业园（北区）路网四期建设项目	7.00	3.50	2.00
合计		116.40	66.82	15.30

资料来源：公司提供

拟建工程方面，截至2014年9月底，公司重点拟建工程主要有2个，总投资合计10.34亿元，分别为综合保税区配套设施建设项目，总投资2.02亿元；2014年赣州开发区城市棚

户区改造项目，总投资8.32亿元。根据公司融资计划，上述拟建项目公司需外部融资合计8.02亿元，公司未来面临一定的融资压力。

表9 截至2014年9月底公司拟建工程情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		项目进展安排	2014年投资额	2015年投资额	债务资金偿债来源
			外部融资	自筹				
综合保税区配套设施建设项目	综保区报关（报检和口岸）服务大楼、卡口、4万平方米保税仓库、5万平方米标准厂房、1.4万平方米	20200	15000	5200	2014年9月底，已完成场地平整并经过道路建设	20200	-	财政资金

	商贸物流大楼和 1 万平方米 上午大楼及 5200 平方米 平台建设							
2014 年赣州开 发区城市棚户 区改造项目	新建城市棚户区改造房屋 面积 45.72 万平方米、共 3810 套及配套设施	83200	65200	18000	预计 2014 年 9 月 底完成场地平整， 2016 年 2 月完成 主体工程，2016 年 4 月完工	24000	49200	棚户区 改造收 入、土 地出让 收入等
合计		103400	80200	23200		44200	49200	

资料来源：公司提供

总体看，公司重点在建项目及拟建项目以园区配套设施项目及保障性住房为主，项目投资规模大，建设周期长，存在较大的投资支出压力，对外融资需求较大。

4. 未来发展

根据开发区“十二五”规划，开发区管委会计划对西城区、香港工业园、高校园区、出口加工园区和物流园区等5大片区合计105平方公里的区域进行开发建设，而这部分区域的土地平整开发、配套基础设施建设等工作将主要由公司完成，公司未来业务量较有保障。

整体看，公司将以土地一级开发为重点，以市政设施、保障性住房项目建设为基础，以资产经营为依托，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，深入贯彻落实科学发展观，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，融通城市发展资金。

公司将不断挖掘融资项目，储备或开发一批品质优良、效益良好、可持续发展的优质资产和资源，通过资产运营和项目运作，增强公司经济实力和“造血功能”，筹措市政基础设施建设资金，将公司发展成为覆盖基础设施、城市配套、项目管理、咨询管理、项目代建、土地一级开发、保障房建设等业务领域的多元化经营的大型国有独资公司。同时，公司在建及拟建项目尚存在资金缺口，未来公司将面临一定对外融资压力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2013 年度三年连审合并财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见审计结论。公司提供 2014 年 1~9 月财务数据未经审计。2013 年因投资新设赣州鑫泰资产管理有限公司，合并报表范围新增子公司 1 家，合并报表范围的变化对财务数据可比性无重大影响。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 195.01 亿元，所有者权益合计 142.02 亿元；2013 年，公司实现主营业务收入 15.28 亿元，利润总额 3.23 亿元。

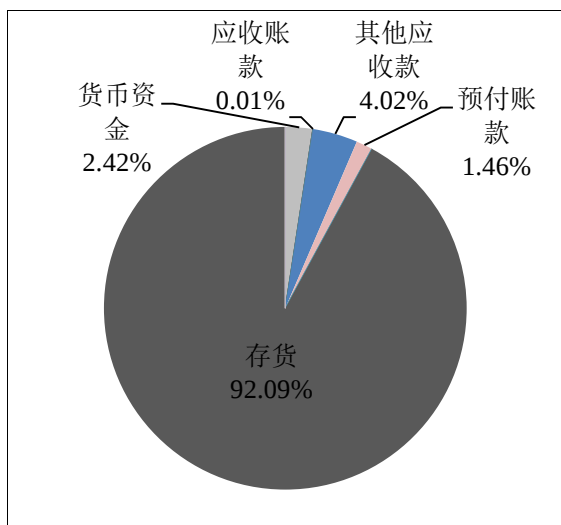
截至 2014 年 9 月底，公司合并资产总额 214.47 亿元，所有者权益合计 150.93 亿元；2014 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 12.93 亿元，利润总额 2.97 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产总额波动增长，年均复合增长率 36.16%。截至 2013 年底，公司资产总额为 195.01 亿元，同比下降 6.82%，其中流动资产占比 95.57%。

2011~2013 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长率 34.55%。截至 2013 年底，公司流动资产为 186.37 亿元，同比下降 8.37%，主要为货币资金和其他应收款下降所致。公司流动资产主要由货币资金（占 2.42%）、其他应收款（占 4.02%）、预付账款（占 1.46%）及存货（占 92.09%）构成。

图 1 截至 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司货币资金波动增长，年均复合增长率为60.77%。截至2013年底，公司货币资金4.51亿元，同比下降79.62%，主要系公司将2012年发行债券（“12赣开债”，18亿元）募集资金于2013年陆续用于支付工程款所致。

2011~2013年，公司其他应收款持续下降，年均复合下降22.37%。截至2013年底，公司其他应收款7.49亿元，同比下降36.59%，下降主要系公司收回与赣州市经济技术开发区财政局的往来借款4.86亿元。公司其他应收款主要由赣州市国土资源局开发区分局的拆迁往来及土地款3.97亿元、赣州城市开发投资集团有限责任公司往来借款1.00亿元和其他往来款构成。从账龄分析看，1年以内的占27.65%，1~2年的占3.86%，2~3年的占3.70%，3~5年的占60.51%，5年以上的占4.28%。公司其他应收款账龄较长，但其债务方主要为赣州市国土资源局开发区分局，坏账风险小，公司共计提坏账准备1957.24万元。同时，赣州开发区财政收入受土地出让价格和进度影响较大，进而影响到公司其他应收款的回收周期。大额的其他应收款对公司形成一定资金占用，加大了公司资金周转压力。

2011~2013年，公司预付款项波动增长，

年均复合增长率 236.32%。截至 2013 年底，公司预付账款 2.73 亿元，同比下降 50.52%，下降主要系公司子公司赣州市锦城建设开发有限公司当期工程结算冲减预付账款所致。公司预付账款主要为预付工程款及土地款，其中 1 年以内的占比为 80.84%。

2011~2013 年，公司存货净额快速增长，年均复合增长率 39.23%。截至 2012 年底，公司存货净额 163.94 亿元，同比增长 85.18%，其主要原因是公司在建市政工程开发成本的增加及 2012 年注入了 2016.99 亩价值 51.80 亿元的商住用地。截至 2013 年底，公司存货净额 171.63 亿元，同比增长 4.69%，主要为在建市政工程开发成本增加。截至 2013 年底，公司存货由在建市政工程开发成本及土地构成，其中，公司拥有土地面积合计 448.57 万平方米，账面价值合计 126.45 亿元，除部分地块已用于融资抵押，未抵押土地合计约 2440.21 亩，账面价值约 63.93 亿元。公司土地资产抵押比率较高，未来出让及收入实现受限，短期内变现能力弱。

2011~2013年，公司固定资产规模快速增长，年均复合增长率为84.45%。截至2012年底，公司固定资产合计5.48亿元，同比增长144.55%，主要由于公司子公司赣州香港工业园开发有限公司及赣州市锦城建设开发有限公司拟出租的标准厂房及宿舍竣工决算使房屋建筑物增长及公司标准厂房及配套员工宿舍建设项目本年增加投入使在建工程增长所致。截至2013年底，公司固定资产合计7.62亿元，同比增长39.12%，其中主要包括房屋建筑物2.85亿元、运输设备0.04亿元、办公设备0.02亿元及在建工程4.70亿元。其中在建工程同比增长2.15亿元，主要是由于公司标准厂房建设、员工宿舍等项目本年继续增加投入所致。

截至2013年底，公司无形资产合计0.37亿元，同比下降0.98%，主要为公司2012年9月购入自用土地，拟用于公司员工宿舍建设。

截至2014年9月底，公司资产总额合计

214.47亿元，较2013年底增长9.98%，其中流动资产占比95.74%，为205.33亿元，较2013年底增长10.17%，主要系市政工程投入使存货增长所致。公司存货192.49亿元，较2013年底大幅增长12.15%；公司固定资产合计7.84亿元，较2013年底增长2.87%，其中，在建工程5.00亿元，较2013年底增长6.32%。

总体来看，随公司融入资金陆续投入项目建设，公司资产规模持续呈波动增长态势，资产构成以流动资产为主；应收类款项回收风险较小，但回收周期存在一定不确定性，加大了公司资金周转压力；存货主要由土地构成，但土地资产抵押比率较高，变现能力受限；整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率为31.55%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。截至2012年底，公司所有者权益合计139.21亿元，较2011年底增加57.15亿元，主要为公司2012年根据赣州开发区党政办公室赣开办抄字(2012)28号抄告单，接收商住用地2016.99亩，经评估入账增加资本公积51.80亿元，以及2012年1月划入赣州市锦城建设开发有限公司100%股权，其账面价值1.43亿元转入资本公积。截至2013年底，公司所有者权益142.02亿元，同比增长2.02%，其中未分配利润13.22亿元，同比增长23.58%。

截至2013年底，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4.22%、85.43%、1.04%和9.31%，权益稳定性较好。

截至2014年9月底，公司所有者权益为150.93亿元，较2013年底增长6.27%，主要系根据赣州开发区财政局2014年3月21日书面股东决定，向公司以货币形式增加注册资本6.00亿元，经赣州经济技术开发区工商行政管理局核准，公司注册资本变更为12亿元；公司未分配利润16.12亿元，较2013年底增加2.52亿元。

2011~2013年，公司负债总额波动增长，年均复合增长51.35%。截至2013年底，公司负债总额52.98亿元，同比下降24.37%，其中流动负债占37.11%，长期负债占62.89%。公司流动负债19.66亿元，同比下降40.63%，其中主要以短期借款（占21.64%）、应付账款（占4.97%）、预收款项（占2.02%）、其他应付款（占45.74%）和一年内到期的长期负债（占29.93%）组成。

2011~2013年，公司短期借款快速增长，年均复合增长166.30%。截至2013年底，公司短期借款4.26亿元，同比增长324.50%，主要系当年公司以8.18万平方米自有土地评估作价2.65亿元用于抵押，获得抵押借款3.38亿元。

2011~2013年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降12.71%。截至2012年底，公司其他应付款合计29.36亿元，同比增长148.68%，主要原因为公司收到江西博鑫房地产开发有限公司购买土地保证金2.30亿元、2012年公司及其控股子公司收到财政专项资金10亿元、新增子公司赣州市锦城建设开发有限公司的合并报表增加导致。截至2013年底，公司其他应付款8.99亿元，同比下降69.36%，主要系公司与政府间往来款减少所致。公司其他应付款中应付赣州市经济技术开发区财政局5.38亿元，占其他应付款的59.44%，账龄为1年以内。

截至2013年底，公司应交税金为-0.78亿元，较上年减少0.21亿元，主要是由于公司当年预交待出售三块土地营业税金及土地增值税较大所致。

截至2013年底，公司一年内到期的长期负债5.89亿元，同比增长199.14%，其中抵押借款5.35亿元。

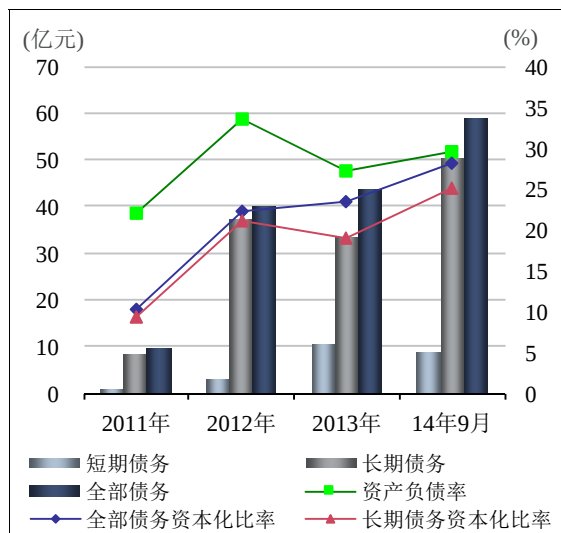
截至2013年底，公司长期负债中主要是长期借款15.52亿元和应付债券17.80亿元（“12赣开债”，18亿元）。长期借款中抵押借款12.69亿元，用于各类抵押的自有土地约为262.13万平方米。

有息债务方面，截至2013年底，公司全部债务合计43.46亿元，其中，长期债务合计33.32

亿元，占全部债务比例为76.67%，债务期限结构较合理。

债务指标方面，受“12赣开债”发行及长短期借款增长影响，公司有息债务规模持续扩大，全部债务资本化比率持续增长；由于2013年部分长期借款转入一年内到期的长期负债及其他应付款的大幅下降，公司长期债务资本化比率和资产负债率均成波动增长态势。截至2013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27.17%、23.43%和19.00%。

图2 2011~2014年9月公司负债情况



资料来源：公司审计报告

截至2014年9月底，公司负债合计63.54亿元，其中流动负债占比37.11%，长期负债占比62.89%。截至2014年9月底，公司负债合计较2013年底增长19.92%，主要是应付债券增长所致，具体为公司于2013年12月31日、2014年2月19日分别发行6年期5亿元“13赣开债01”、6年期5亿元“13赣开债02”和7年期10亿元“14赣开债”。截至2014年9月底，公司有息债务合计58.82亿元，以长期债务（50.16亿元）为主，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29.63%、28.04%和24.94%。

整体看，公司所有者权益稳定性较好，有息债务规模有所扩大，但债务期限结构合理，

整体债务负担较轻，财务弹性良好。

4. 盈利能力

2011~2013年，公司主营业务收入复合增长48.73%，2013年，公司实现主营业务收入15.28亿元，同比增长101.08%。其中市政建设收入3.81亿元，同比下降46.50%，为子公司赣州香港工业园开发有限公司及子公司赣州市锦城建设开发有限公司市政工程收入，由于之前年度项目建设合同集中于2012年确认收入，因此2013年该板块收入有所下降；土地出让收入11.47亿元，为公司与子公司赣州香港工业园开发有限公司土地转让收入。

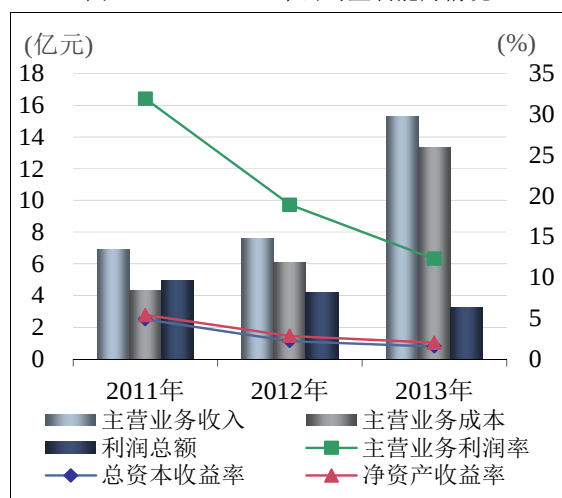
期间费用方面，公司期间费用波动增长，其中2013年管理费用0.32亿元，同比下降26.39%；公司借款利息全部资本化，财务费用表现为利息收入。2013年公司期间费用率为0.84%，较2012年下降4.77个百分点，总体看，公司费用控制能力良好。

非经常性损益方面，公司2011~2013年补贴收入分别为2.88亿元、3.19亿元和1.49亿元。其中2011年根据赣州开发区财政局赣开财预字[2011]23号文件，公司承担的征地拆迁工程等项目收到补贴收入1.19亿元，根据赣州开发区财政局赣开财预字[2011]22号文件，子公司赣州香港工业园开发有限公司收到购置土地土地补贴款及翠谷康居工程等项目补贴收入1.69亿元；2012年根据赣州开发区财政局赣开财预字[2012]14号文件，子公司赣州市锦城建设开发有限公司承担的黄金大道南延、东江源大道工程项目收到补贴收入2.51亿元，根据赣州开发区财政局赣开财预字[2012]15号文件，子公司赣州香港工业园开发有限公司收到湖边大道建设、金潭路北延工程项目补贴收入0.69亿元；2013年根据赣州市开发区财政局赣开财预字[2013]10号文件，公司承担的白露一桥建设等工程项目收到补贴收入0.42亿元，根据赣州市开发区财政局赣开财预字[2013]9号文件，子公司赣州市锦城建设开发有限公司承

担的金坪东路、金坪北路道路建设等工程项目收到补贴收入0.99亿元；根据赣州市开发区财政局赣开财预字[2013]13号文件，子公司赣州综合物流园开发有限公司承担的物流园区道路建设项目收到补助收入0.08亿元。受此影响，2011~2013年公司利润总额分别为4.97亿元、4.20亿元和3.23亿元。2014年1~9月，公司获得补贴收入1.55亿元，实现利润总额为2.97亿元。

盈利指标方面，2011~2013年，公司主营业务利润率持续下降，三年分别为31.91%、18.89%和12.28%，受土地出让板块收入波动及毛利率下降影响，近三年公司整体营业利润率明显下滑。近三年公司总资本收益率和净资产收益率平均值分别为2.38%、2.91%，2013年分别为1.51%、1.98%，受行业性质影响，公司整体盈利能力弱。

图3 2011~2013年公司盈利能力情况



资料来源：公司审计报告

2014年1~9月，公司实现主营业务收入12.93亿元，市政建设、出售土地及保障性住房板块分别实现收入2.71亿元、8.91亿元和1.32亿元。受出售土地业务毛利率下降影响，公司主营业务率为10.75%，较2013年下降1.53个百分点。

总体看，公司收入规模增长迅速，但收入结构稳定性偏弱，政府补贴对公司利润影响大。

5. 现金流

经营活动现金流入方面，2011~2013年，公司销售商品提供劳务收到的现金持续增长，分别为7.14亿元、7.37亿元和15.40亿元；公司收到的其他与经营活动有关的现金三年分别为13.87亿元、20.24亿元和5.96亿元，其中以往来款和补贴收入为主。2013年公司经营活动产生的现金流入量为21.36亿元，同比有所下降，主要由于往来款的大幅减少。近三年，公司收现质量尚可，2013年现金收入比为100.77%，同比增长3.75个百分点。经营活动现金流出方面，近三年公司项目建设投入规模保持较高水平，2013年购买商品、接受劳务支付的现金为14.81亿元；支付其他与经营活动有关的现金为20.55亿元，主要为往来款。2013年公司经营活动现金流出金额为36.33亿元，同比增长21.95%，主要是由于往来款的增加导致。2013年公司经营活动现金净流量为-14.97亿元，较2012年大幅下降。

投资活动方面，2012年公司现金流出规模为2.87亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金2.24亿元。2013年投资规模略有降低，同比减少10.34%。

由于公司土地整理以及市政建设项目需要大规模的资金投入，经营性现金净流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。2012年公司筹资活动现金流入规模大，合计33.82亿元，2013年为6.20亿元。同期，筹资活动现金流出合计分别为8.05亿元和5.98亿元。

2014年1~9月，公司经营活动产生的现金流入量为22.24亿元，其中销售商品提供劳务收到的现金12.94亿元；同期，公司经营活动产生的现金流出量为41.37亿元，其中购买商品接受劳务支付的现金33.60亿元，公司市政建设投入规模增长迅速。公司经营活动现金流量净额为-19.14亿元。公司投资规模较小，购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金为0.97亿元；投资活动现金流量净额为-0.91亿元。

当期由于公司新发行的“13赣开债01”、“13赣开债02”和“14赣开债”募集资金到位,公司借款所收到的现金为22.55亿元;根据赣州开发区财政局2014年3月21日书面股东决定,政府向公司注资,公司吸收投资所收到的现金6.00亿元。公司筹资活动产生的现金流入量为28.55亿元。筹资活动现金流出主要体现为偿还债务支付的现金7.19亿元和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金2.71亿元;公司筹资活动现金流量净额为18.45亿元。

总体看,公司收入以一级土地开发及市政基础设施建设为主,其现金流入的稳定性取决于整治土地的招拍挂进度及政府财政支出的统筹安排,公司市政建设投资规模的扩大,导致经营活动净现金流大幅下降;同时,财政补贴资金、银行借款及债券融资成为公司滚动发展所需资金的主要来源。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看,由于公司将在建市政工程开发成本及土地计入存货,导致公司流动资产规模大,相应地,账面反映的公司流动比率和速动比率较高,近三年均值分别为797.29%和92.72%,2013年底分别为947.76%和74.97%;在公司新发行债券资金到位的带动下,截至2014年9月底,上述指标分别增长至1534.46%和95.94%。2013年,公司经营活动现金流量净额下降幅度大,经营现金流动负债比为-76.14%,经营活动现金流对公司流动负债保障程度弱,总体上,公司短期债务虽增长较快,但规模较小,综合考虑公司货币资金量较大,公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债能力指标看,2011~2013年,公司净利润持续下降,利息支出全部为资本化利息支出,EBITDA规模相应持续下降,全部债务保持增长,导致公司2013年长期偿债指标快速弱化,2013年全部债务/EBITDA倍数为13.03倍,考虑到公司未来有望实现稳定的市政建设收入及赣州市开发区管委会在资本金注

入、财政补贴、土地出让收益返还等方面对公司的持续支持,公司整体偿债能力尚可。

或有负债方面,截至2014年9月底,公司无对外担保。

截至2014年9月底,公司共获得各家银行授信总额21.91亿元,尚未使用额度为5.69亿元,公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 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:G1036070200100530I),截至2014年6月16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。

8. 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资本金注入、资产划拨、财政补贴等方面的支持,公司整体抗风险能力较强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司计划于2015年注册并发行额度为8亿元的中期票据。本期中期票据拟发行额度8亿元占公司2014年9月底长期债务的15.95%,全部债务的13.60%,对公司现有债务负担影响较大。

截至2014年9月底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为29.63%和28.04%,不考虑其他因素,本期中期票据发行后,上述指标将分别升至32.16%和30.69%。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还金融机构借款和融资利息,公司实际债务指标可能低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿债能力分析

2011~2013年,公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量加权均值分别为23.17

亿元和-7.76亿元，对本期中期票据的保障倍数分别为2.90倍和-0.97倍，2013年上述指标分别为2.67倍和-1.87倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据具有一定保障能力。

2011~2013年，公司EBITDA加权平均值为3.97亿元，为本期中期票据发行额度的0.50倍，其中2013年公司EBITDA为3.34亿元，为本期中期票据发行额度的0.42倍。公司EBITDA对本期中期票据覆盖能力弱。

联合资信关注到，公司目前存续债券包括“12赣开债”、“13赣开债01”、“13赣开债02”和“14赣开债”。本期中期票据附第5年末投资者回售选择权，假设本期中期票据于2015年发行，若投资者于第5年末行使回售权，则本期中期票据将于2020年集中偿付本金8亿元，

若投资者于第5年末未行使回售权，则本期中期票据将于2022年集中偿付本金8亿元。综合考虑公司目前存续债券设置的分期偿还安排，公司集中偿付将发生于2019年13.50亿元或2021年11.00亿元（见下表，与“12赣开债”无重合）。公司近三年EBITDA、经营活动现金流入量及净流量加权均值分别为3.97亿元、23.17亿元和-7.76亿元，分别为13.50亿元本金的0.29倍、1.72倍和-0.57倍，2013年上述指标分别为0.25倍、1.58倍和-1.11倍；上述指标加权均值分别为11.00亿元本金的0.36倍、2.11倍和-0.71倍，2013年分别为0.30倍、1.94倍和-1.36倍。总体看，公司经营活动现金流入量对公司所发行债券及本期中期票据集中偿付本金具有一定保障能力。

表10 本期中期票据、13赣开债01、13赣开债02和14赣开债综合偿付安排（单位：亿元）

年度	13 赣开债 01	13 赣开债 02	14 赣开债	本期中期票据	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		4.50
2020 年		1.25	2.00	8.00	11.25
2021 年			2.00		2.00
2022 年				8.00	8.00
合计	5.00	5.00	10.00	8.00	28.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

注：假定本期债券于2015年发行，且假设本期中期票据集中偿付期为2020年或2022年。

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“13赣开债01”、“13赣开债02”和“14赣开债”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，对上述债券本金的覆盖程度好。从经营性资产分期到位情况看，对各年度待偿本金的覆盖程度较好。联合资信同时关注到，对于2020年或2022年包含本期中期票据在内的集中偿付额度，上述经营性资产注入在偿还公司目前存续债券本金后存在一定的资金缺口（自2021年起，各年资产注入额度尚未明确，此处分析出于谨慎原则），尚需通过公司日常经营收入予以弥补。

表11 经营性资产注入计划

年度	金额（万元）
2013 年	3719
2014 年	30989
2015 年	73356
2016 年	113046
2017 年	108584
2018 年	115525
2019 年	84412
2020 年	73752
以后年度	164890
合计	768272

资料来源：公司提供

注：表中2013年和2014年经营性资产注入额度已于2014年3月由赣州开发区管委会以向公司货币注资6亿元的形式完成。

总体看，公司经营活动现金流入量对包含本期中期票据及存续债券在内的集中偿付额

度具备一定的保障能力；赣州开发区管委会对公司的经营性资产注入计划对“13 赣开债 01”、“13 赣开债 02”和“14 赣开债”各年应付本金覆盖程度较好，但对于包含本期中期票据本金在内的集中偿付额度存在一定资金缺口，尚需通过公司日常经营收入予以弥补。同时，联合资信关注到，本期中期票据发行额度大，未来公司存在一定的集中偿付风险。公司现有收入以土地出让为主，该类收入受国家宏观调控政策及土地出让进度影响较大，未来收益实现存在一定不确定性。

十、结论

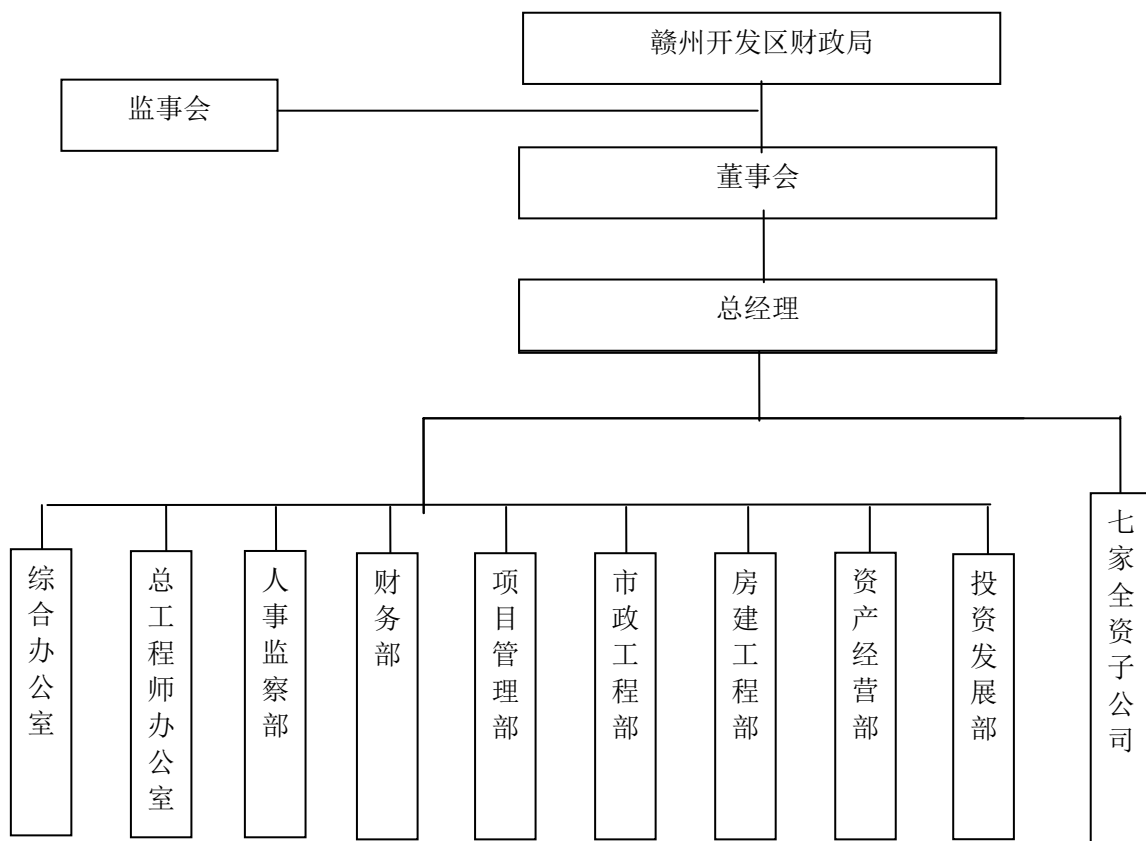
赣州市作为赣南苏区的核心城市，受政策支持力度大，未来发展前景向好，赣州开发区财政实力稳步增长，区域经济增长质量良好，为公司的发展提供了良好的外部环境。公司作为赣州开发区城市基础设施建设的唯一主体，受到政府的支持力度大。

公司土地资产规模较大，未来增值潜力较大，但变现能力有限，整体资产质量一般；公司债务负担较轻，财务弹性良好，整体偿债能力较强，但未来投资规模大，面临持续的资金压力。

公司经营活动现金流入量对包含本期中期票据及存续债券在内的集中偿付额度具备一定的保障能力；赣州开发区管委会对公司的经营性资产注入计划对目前存续债券各年应付本金覆盖程度较好，但对于包含本期中期票据本金在内的集中偿付额度存在一定资金缺口，尚需通过公司日常经营收入予以弥补。

总体看，本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 截至 2014 年 9 月底公司股权结构



附件 1-2 截至 2014 年 9 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	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	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	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	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	1000	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	赣州鑫泰资产有限公司	2000	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

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.74	22.13	4.51	2.91
资产总额(亿元)	105.19	209.27	195.01	214.47
所有者权益(亿元)	82.06	139.21	142.02	150.93
短期债务(亿元)	1.00	2.97	10.14	8.66
长期债务(亿元)	8.34	36.94	33.32	50.16
全部债务(亿元)	9.33	39.91	43.46	58.82
主营业务收入(亿元)	6.91	7.60	15.28	12.93
利润总额(亿元)	4.97	4.20	3.23	2.97
EBITDA(亿元)	5.01	4.32	3.34	--
经营性净现金流(亿元)	1.89	-2.18	-14.97	-19.14
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	2261.31	--
存货周转次数(次)	0.10	0.05	0.08	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.05	0.08	--
现金收入比(%)	103.42	97.02	100.77	100.06
主营业务利润率(%)	31.91	18.89	12.28	10.75
总资本收益率(%)	4.85	2.19	1.51	--
净资产收益率(%)	5.40	2.81	1.98	--
长期债务资本化比率(%)	9.22	20.97	19.00	24.94
全部债务资本化比率(%)	10.21	22.28	23.43	28.04
资产负债率(%)	21.99	33.48	27.17	29.63
流动比率(%)	695.89	614.12	947.76	1534.46
速动比率(%)	97.47	119.14	74.97	95.94
经营现金流动负债比(%)	12.80	-6.58	-76.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.86	9.23	13.03	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.63	3.45	2.67	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.24	-0.27	-1.87	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.63	0.54	0.42	--

注：公司 2014 年三季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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	
主营业务收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 + 一年内到期的长期负债 + 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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

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 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

赣州开发区建设投资（集团）有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。赣州开发区建设投资（集团）有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，赣州开发区建设投资（集团）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赣州开发区建设投资（集团）有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现赣州开发区建设投资（集团）有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如赣州开发区建设投资（集团）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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送赣州开发区建设投资（集团）有限公司、主管部门、交易机构等。

