

跟踪评级公告

联合[2016] 2824 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持高安市城市建设投资有限责任公司主体长期信用等级为 AA-,评级展望为稳定,并维持“14 高安 01/14 高安城投债 01”和“14 高安 02/14 高安城投债 02”的信用等级为 AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年十二月十三日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

高安市城市建设投资有限责任公司

公司债券跟踪评级报告

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	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 高安 01/14 高安城投债 01	7 亿元	2014/09/16 ~2021/09/16	AA	AA
14 高安 02/14 高安城投债 02	8 亿元	2014/12/30 ~2021/12/30	AA	AA

跟踪评级时间: 2016 年 12 月 13 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	2.17	5.88	7.96
资产总额(亿元)	100.96	108.18	112.09
所有者权益(亿元)	86.58	87.24	87.20
长期债务(亿元)	4.35	9.47	16.07
全部债务(亿元)	8.25	11.52	18.47
主营业务收入(亿元)	7.62	6.15	1.30
利润总额(亿元)	2.84	2.22	0.17
EBITDA(亿元)	3.45	2.38	0.18
经营性净现金流(亿元)	-1.68	-1.02	-7.85
主营业务利润率(%)	12.56	6.17	10.30
净资产收益率(%)	3.04	2.48	0.14
资产负债率(%)	14.24	19.36	22.20
全部债务资本化比率(%)	8.70	11.67	17.48
流动比率(%)	931.79	879.32	1192.01
全部债务/EBITDA(倍)	2.39	4.85	100.60
经营现金流动负债比(%)	-16.77	-8.90	-89.09

分析师

陈茜 于芷崧

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
 中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

2015 年高安市经济较快发展, 财政实力不断增强, 高安市城市建设投资有限责任公司(以下简称“公司”)外部环境良好。公司作为高安市城市基础设施开发建设的重要主体, 在政府支持等方面具备一定优势。跟踪期内, 公司主营业务收入大幅下降, 盈利能力有所下滑。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 公司在建项目规模较大、未来将面临一定的外部融资压力、公司资产流动性弱、收现质量差等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司以其合法拥有的土地使用权为“14 高安 01/14 高安城投债 01”和“14 高安 02/14 高安城投债 02”提供抵押担保, 同时设置分期偿还条款, 在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。“14 高安 01/14 高安城投债 01”和“14 高安 02/14 高安城投债 02”偿债资金来源系募投项目运营收入和用于平衡募投项目投资的土地出让收益, 募投项目运营收入和用于平衡募投项目的土地出让收益对上述债券本息覆盖程度较高, 有助于上述债券本息的偿还。

综合考虑, 联合资信确定维持高安市城市建设投资有限责任公司主体长期信用等级为 AA⁻, 评级展望为稳定, 并维持“14 高安 01/14 高安城投债 01”和“14 高安 02/14 高安城投债 02”的信用等级为 AA。

优势

- 2015 年, 高安市经济发展较快, 地方可控财力持续增长, 为公司的发展提供了良好的外部环境。
- 跟踪期内, 公司获得了较大规模的政府债务置换资金投入, 为公司的经营提供了有

力支持。

3. “14 高安 01/14 高安城投债 01”和“14 高安 02/14 高安城投债 02”的偿还均以公司自有土地作为抵押担保，同时两期债券设置分期偿付条款，有助于降低集中偿付风险。

关注

1. 跟踪期内，公司代建规模缩减，盈利能力明显下滑。
2. 高安市政府对公司的应付款项未能按照偿还计划如期支付。
3. 跟踪期内，公司在建项目投资规模较大，存在一定的外部融资压力。
4. 公司资产以应收款项和存货为主，应收款项回款情况差；土地资产中抵押比率高，变现能力弱；公司资产整体质量差。

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）与高安市城市建设投资有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与高安市城市建设投资有限责任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，未因高安市城市建设投资有限责任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高安市城市建设投资有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至相关债券到期兑付日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

高安市城市建设投资有限责任公司

公司债券跟踪评级报告

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高安市城市建设投资有限责任公司主体长期信用及存续期内相关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

高安市城市建设投资有限责任公司（以下简称“公司”）成立于2010年8月9日，初始注册资本为3000万元，由高安市国有资产监督管理委员会（以下简称“高安市国资办”）全资持有股权；高安市国资办于2012年4月27日对公司增资27000万元，截至2015年底，公司注册资本合计30000万元。

公司经营范围：土地综合开发经营，城市基础设施及其他政府授权项目的投资、建设、经营、管理，房地产投资开发，园林绿化、房屋建筑工程施工，物业管理、停车场、信息咨询服务。

截至2015年底，公司下设办公室、财务部、工程管理部、投资项目部、综合管理部5个职能部门（公司组织结构图见附件1-2）。

截至2015年底，公司资产总额112.09亿元，所有者权益87.20亿元。2015年，公司实现主营业务收入1.30亿元，利润总额0.17亿元。

公司注册地址：江西省高安市赤土板路（老武装部）；法定代表人：左海龙。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推

动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，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，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009

年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落0.8个百分点，较1-8月回升0.1个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长3.1%、2.5%，较去年同期分别下降5.2、7.9个百分点，但较今年1-8月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长10.4%，保持稳健增长，对GDP增长的贡献率达到71%，是2009年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016年前三季度，我国进出口

总值17.53万亿元人民币，较上年同期下降1.9%，降幅比上半年收窄1.7个百分点；其中，出口下降1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在2016年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度GDP将保持稳定增长。

四、行业及区域环境

1. 行业分析

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。

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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。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财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

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。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。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050号文，支持“债贷组合”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。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。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。

2014年10月初，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“《43号文》”）。《43号文》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：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府性债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，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；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②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，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；③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。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望

增强，流动性风险将得以缓释。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2015年,全年全社会固定资产投资562000亿元,比上年增长9.8%,扣除价格因素,实际增长11.8%。其中,固定资产投资(不含农户)551590亿元,增长10.0%。东部地区投资232107亿元,比上年增长12.4%;中部地区投资143118亿元,增长15.2%;西部地区投资140416亿元,增长8.7%;东北地区投资40806亿元,下降11.1%。在固定资产投资(不含农户)中,第一产业投资15561亿元,比上年增长31.8%;第二产业投资224090亿元,增长8.0%;第三产业投资311939亿元,增长10.6%。基础设施投资101271亿元,增长17.2%,占固定资产投资(不含农户)的比重为18.4%。

截至2015年底,中国城镇化率为53.10%,较上年提高1.33个百分点,未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则,遵循城市发展客观规律,以大城市为依托,以中小城市为重点,逐步成辐射作用大的城市群,促进大中小城市和小城镇协调发展,是中国现有城市化发展的主要思路。

整体看,基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证,是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件,全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体,承担着政府投资融资功能,将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权,拓宽平台企业的融资渠道,为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济

公司作为江西省高安市的基础设施建设及国有资产运营的主体,负责市内基础设施以

及重大项目的开发建设以及瑞阳新区的开发建设。目前公司的主要业务为城市基础设施的代建和土地出让,公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受高安市经济增长、财政收支状况的影响,并与高安市发展规划密切相关。

高安市位于江西省会南昌西部,距南昌仅39公里,素有“赣中明珠”美誉。全市国土面积2439.33平方公里,人口86万,1993年撤县设市,下辖20个乡镇、2个街道办事处、1个省级风景名胜管委会、是全国粮食生产先进县市、全国生猪调出大县、全国无公害蔬菜生产基地、全国汽运大市、中国建筑陶瓷产业基地、中国书法之乡,境内华林山—上游湖风景区被评为国家AAA级景区。

根据《高安市2016年政府工作报告》,2015年度高安市实现地区生产总值190.2亿元,同比增长9.6%,比上年上升0.6个百分点;500万以上项目固定资产投资完成191.8亿元,同比增长14.7%;社会消费品零售总额66.1亿元,增长12.7%;实现规模以上工业增加值108亿元,增长9.1%。产业结构进一步优化,三次产业结构调整为17.8:50.8:31.4。2015年,高安市城镇居民人均可支配收入为26088元,农村居民人均可支配收入为12859元。

2013~2015年,高安市财政收入呈逐年增长态势,年均复合增长15.37%。近三年高安市地方可控财力分别为49.53亿元、57.52亿元和65.92亿元。

从财政收入结构看,2015年一般公共预算收入、上级补助收入和政府性基金收入占地方可支配收入比例分别为39.91%、33.06%和26.21%。2015年,高安市税收收入为21.47亿元,占当年地方一般公共预算收入81.60%,为其主要来源。政府性基金收入主要由国有土地使用权出让金构成。

表1 高安市本级2013~2015年财政收入构成情况
(单位: 亿元)

项目	2013年	2014年	2015年
(一) 地方一般预算收入	18.00	22.79	26.31
1、税收收入	13.92	18.54	21.47
2、非税收入	4.08	4.25	4.84
(二) 政府性基金收入	12.32	15.33	17.28
1、国有土地使用权出让金	10.55	13.06	16.37
2、其他	1.76	2.27	0.91
(三) 上级补助收入	18.66	18.91	21.79
1、税收返还收入	0.42	11.21	0.42
2、一般性转移支付收入	10.40	7.28	13.01
3、专项转移支付收入	7.84	0.42	8.36
(四) 预算外财政专户收入	0.55	0.49	0.54
地方可控财力	49.53	57.52	65.91

资料来源: 公司提供

2015年, 高安市财政实力进一步增强, 当年实现一般预算收入 26.31 亿元, 同比增长 15.45%; 地方综合财力为 65.91 亿元, 同比增长 14.59%。跟踪期内, 高安市一般预算收入和上级补助收入仍为地方可控财力的主要来源, 占比分别为 39.91% 和 33.06%。

高安市地方政府债务主要为直接债务, 截至 2015 年底全部债务余额合计 38.76 亿元(直接债务余额+担保债务余额*50%)。高安市政府债务率为 58.81% (采用 2015 年地方综合财力数据进行计算), 地方政府债务负担尚可。

表 2 高安市本级地方可支配收入及地方政府债务 (单位: 万元)

地方债务 (截至 2015 年 12 月底)	金额	地方财力 (2015 年度)	金额
(一) 直接债务余额	387482.87	(一) 地方一般预算本级收入	263071.00
1、外国政府贷款		1、税收收入	214656.00
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	48415.00
(1) 世界银行贷款		(二) 转移支付和税收返还收入	217901.00
(2) 亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	130049.00
(3) 国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	83607.00
(4) 其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	4245.00
3、国债转贷资金		(三) 国有土地使用权出让收入	172765.43
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	163752.09
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	6811.00
6、国内金融机构借款	129201.07	3、农业土地开发资金	873.00
(1) 政府直接借款	118551.07	4、其他	1329.34
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	10650	(四) 预算外财政专户收入	5400.00
7、债券融资	215351		
(1) 中央代发地方政府债券	65351		
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	150000		
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款	16845.66		
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	26085.14		
(二) 担保债务余额	326.89		
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款	313.26		
(1) 世界银行贷款	313.26		
(2) 亚洲开发银行贷款			
(3) 国际农业发展基金会贷款			
(4) 其他国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款	13.63		
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	387646.32	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	659137.43
债务率=(地方政府债务余额-地方综合财力)×100%		58.81%	

资料来源: 高安市财政局

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年底，公司注册资本合计 3.00 亿元，高安市国资办持股 100%。公司实际控制人为高安市国资办。

2. 企业规模

公司是高安市重要城市开发建设主体，负责市内基础设施以及重大项目的建设。目前公司的主要业务为城市基础设施的代建。

3. 政府支持

2014 年度根据高安市人民政府办公室抄告单高府办抄字[2014]850 号文件，公司承担的民生建设项目收到补贴收入 2.00 亿元，计入营业外收入科目。

2015 年度根据《高安市财政局关于拨付民生建设项目补贴收入的函》，公司承担的民生建设项目收到补贴收入 537.37 万元，计入营业外收入，资金已全部到位。

2015 年度，根据高财字[2016]12 号文《关于将债券置换（新增债券）资金冲抵财政往来款项或列入财政补助资金的函》，高安市政府对部分政府债务进行了置换和偿还，涉及公司项目合计金额约 4.68 亿元。2016 年度，截至报告出具日，公司已获得政府债务置换资金 0.59 亿元。上述债务置换后，公司原有债务期限得以延长，债务成本有所降低。

根据高财字[2016]12 号文《关于将债券置换（新增债券）资金冲抵财政往来款项或列入

财政补助资金的函》和高府办抄字[2015]479 号抄告单，2015 年度和 2016 年度，高安市人民政府分别将新增债券转贷资金 1.20 亿元和 3.10 亿元拨付公司，全部用于支付在建公益项目的工程款项。

综合来看，跟踪期内，公司得到了高安市政府的持续支持，为公司的稳定经营提供了保障。

六、管理分析

2015 年度，公司法人治理结构、相关管理制度及高管无变更。截至 2015 年底，公司拥有员工 51 人，其中本科及以上学历占 49.02%，大专学历占 39.22%，高中学学历占 11.76%；从年龄结构看，30 岁及以下人员 16 人，30~50 岁员工 33 人，50 岁以上员工 2 人。

总体看，跟踪期内公司人员结构稳定，员工素质较高，公司法人治理结构及相关管理制度均未发生变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是高安市国资办出资成立的市内重要的开发建设主体和资产运营实体，负责高安市范围内基础设施建设和瑞阳新区开发建设的任务，主营业务收入全部来源于代建项目收入。

表 3 2013~2015 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
代建项目收入	76207.95	100.00	13.00	61482.45	100.00	6.39	12967.80	100.00	10.71
合计	76207.95	100.00	13.00	61482.45	100.00	6.39	12967.80	100.00	10.71

资料来源：公司审计报告

2015 年，公司实现主营业务收入 1.30 亿元，受跟踪期内结算项目规模缩减影响同比大

幅下降；根据委托代建合同，跟踪期内公司结算的八角亭安置房工程和火车站站前综合体

(一期)工程项目按照 12% 的投资回报率及代建款利息加成确定回购金额(2014 年结算项目投资回报率及代建款利息加成比例为 9.40%), 当期公司毛利率水平同比明显上升, 2015 年公司主营业务毛利率为 10.71%。

2. 业务分析

公司主营业务收入全部来源于基础设施代建收入, 包括各类市政基础设施代建项目回购款。高安市人民政府委托公司负责高安市范围内基础设施建设和瑞阳新区开发建设的任务, 项目前期资金主要由公司负责筹集, 项目竣工验收合格后, 公司将其移交给高安市人民政府及其指定的单位, 公司按照经高安市审计部门审定的工程项目决算金额及管理费与高安市财政局进行结算。

公司与高安市政府签署《高安市八角亭路安置房建设项目回购及代建资金还款协议》和《高安市火车站站前综合体(一期)工程回购及代建资金还款协议》。其具体运营模式为: 公司与高安市人民政府签订建设项目回购及代建资金还款协议, 高安市财政局向公司支付代建项目代建款(发生的代建成本)。代建项目的回购金额为高安市人民政府根据协议约定的代建款加上公司应得的投资回报及未偿付的代建项目款应计利息。根据代建协议, 八角亭路安置房建设项目代建项目款为人民币 1622.21 万元, 公司应得的投资回报及代建款利息按审计审定的代建项目款的 12% 计算为 194.59 万元(以项目完工后双方确认的回购金额为准), 回购金额合计为 1816.8 万元。根据代建协议, 火车站站前综合体(一期)工程项目代建项目款为人民币 9956.56 万元, 公司应得的投资回报及代建款利息按审计审定的代建项目款的 12% 计算为 1194.44 万元(以项目完工后双方确认的回购金额为准), 回购金额合

计为 11151.00 万元。公司负责项目招投标、征地拆迁和现场管理等工作, 其中项目成本包括但不限于前期费用(勘察、造价、招标等)、征地拆迁费用、基础设施建设费用及公共设施配套费用、因建设需要公司向银行及其他金融机构支付的利息及融资间接费用(按实际发生额计入成本)、其他因项目建设需要发生的合理费用。账务处理方面, 前期投入费用在存货中核算, 公司根据财政每年根据项目建设进度确认收入并结转成本, 代建收入结算后尚未收到的返还款项在应收账款中体现。

截至 2015 年底, 公司已完工代建项目包括安置房建设工程、府前大道八角亭路建设项目及高安市西环路桥建设项目等项目。

2015 年度, 公司实现基础设施代建收入共计 1.30 亿元, 其中八角亭路安置房建设项目和火车站站前综合体(一期)工程分别确认收入 0.18 亿元和 1.12 亿元。因上述项目尚未进行最终审计决算, 相关收入为暂估值, 相应工程代建款项待审计决算后由财政部门安排拨付, 2015 年公司未收到工程代建款项, 代建业务回款质量差。

表 4 公司代建工程年度结算情况(单位: 万元)

项目	2013 年	2014 年	2015 年
年度结算额(收入)	76207.95	61482.45	12967.80
投入成本	66300.65	57552.22	11578.77

资料来源: 公司提供

公司目前主要承揽的在建项目有城西物流园建设项目、货运汽车交易市场建设项目和店上组团城中村改造项目等, 以上项目预计未来几年内陆续完工, 项目总投资 33.03 亿元, 截至报告出具日, 已投资金额为 13.51 亿元(反映在在建工程科目中), 仍需投资额 19.52 亿元。

表 5 公司主要在建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	建设周期	总投资额	已投资额	尚需投资额
货运汽车交易市场建设项目	开工: 2015 年 1 月 竣工: 2019 年 8 月	7.60	3.15	4.45
城西物流园建设项目	开工: 2015 年 5 月 竣工: 2022 年 8 月	10.00	2.91	7.09
店上组团城中村改造项目	开工: 2015 年 9 月 竣工: 2020 年 8 月	13.05	6.60	6.45
瑞阳湖广场及瑞阳湖、连锦河景观工程	开工: 2015 年 1 月 竣工: 2016 年 12 月	1.01	0.23	0.78
高安市文化宫、青少年宫	开工: 2014 年 4 月 竣工: 2016 年 12 月	0.52	0.27	0.25
高安市图书馆、档案馆	开工: 2014 年 4 月 竣工: 2016 年 12 月	0.51	0.26	0.25
绿筠路、规划一路两条道路	开工: 2015 年 4 月 竣工: 2017 年 5 月	0.34	0.09	0.25
合计	--	33.03	13.51	19.52

资料来源: 公司提供

注: 公司在建项目中不含已建设完毕但尚未决算部分。

货运汽车交易市场建设项目拟建于高安工业园以西, 新 320 国道以北, 沪昆高速铁路高安站以南, 高安市瑞阳新区以东, 总建筑面积 30 万平方米。主要建设内容包括: 汽车整车展销馆、二手车交易大厅、自选式零配件经营商铺、汽车检测用房、综合服务用房及其他配套附属设施。根据赣发改经贸字[2010]2214 号文所示, 项目总投资额为 7.60 亿元, 资金来源为公司自筹和银行贷款, 后续偿债资金来源为项目自身经营收益。

物流园项目拟建于昌栗高速高安出口处, 总建筑面积约 70 万平方米, 建成后年货物吞吐量将达 1500 万吨。根据高发改备字[2013]72 号文所示, 高安城西物流园建设项目总投资额为 10.00 亿元, 资金来源于为公司自筹和银行贷款, 后续偿债资金来源为项目自身经营收益。

店上组团城中村改造项目将整合瑞阳新区内土地资源, 建设两个安置区及配套市政道路, 致力于打造现代化综合性住宅小区。项目建设内容主要包括多层建筑物、商铺、活动中心、幼儿园、公共配套建筑等, 总建筑面积约为 59.47 万平方米, 项目总用地面积 40.52 万平方米 (约 607.8 亩), 其中安置区占地面积 33.26 万平方米。项目总投资 13.05 亿元, 资金来源为市财政拨款及公司自筹。

根据《高安市人民政府关于同意高安市城市建设投资有限责任公司以土地出让收益平衡高安市货运汽车交易市场建设项目、城西物流园建设项目和店上组团城中村改造项目投资的批复》(高府字[2014]38 号), 高安市人民政府同意将瑞阳新区范围内的部分土地出让收益用于平衡高安市货运汽车交易市场建设项目、城西物流园建设项目和店上组团城中村改造项目投资。高安市人民政府计划出让用于平衡上述项目投资的土地包括二块地块, 合计 2045.606 亩, 预计公司 2016~2021 年可获得的土地出让净收益为 351883 万元。截至 2015 年底, 该部分地块尚未对外出让, 公司未取得相关收益。

政府土地配置可为项目投资支出提供有力的资金支持, 但配置地块出让进度及收益实现受出让进度及土地市场影响大, 短期内公司仍需对外筹资以保障项目建设进度。综合看, 公司主要在建项目投资金额较大, 公司未来资本支出压力较大, 对外部融资渠道存在较强的依赖。

八、存续期债券及募集资金使用情况

公司分别于 2014 年 9 月 16 日和 2014 年 12 月 30 日发行“14 高安 01/14 高安城投债 01”

和“14 高安 02/14 高安城投债 02”两期债券，合计募集资金 15 亿元，募集资金将全部用于货运汽车交易市场建设项目、城西物流园建设项目和店上组团城中村改造项目等三个项目建设。公司于 2015 年 9 月支付“14 高安 01/14 高安城投债 01”利息 5845 万元，于 2015 年 12 月支付“14 高安 02/14 高安城投债 02”利

息 6560 万元。

截至报告出具日，两期债券募投项目已使用募集资金 8.86 亿元，其中“14 高安 01/14 高安城投债 01”募集资金投入 4.14 亿元，“14 高安 02/14 高安城投债 02”募集资金投入 4.72 亿元（详见下表）。

表 6 募投项目的投资情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投入资金	募集资金使用额	“14 高安 01/14 高安城投债 01”募集资金投入金额	“14 高安 02/14 高安城投债 02”募集资金投入金额
货运汽车交易市场建设项目	7.60	3.15	2.20	1.03	1.17
城西物流园建设项目	10.00	2.91	2.04	0.95	1.09
店上组团城中村改造项目	13.05	6.60	4.62	2.16	2.46
合计	30.65	12.66	8.86	4.14	4.72

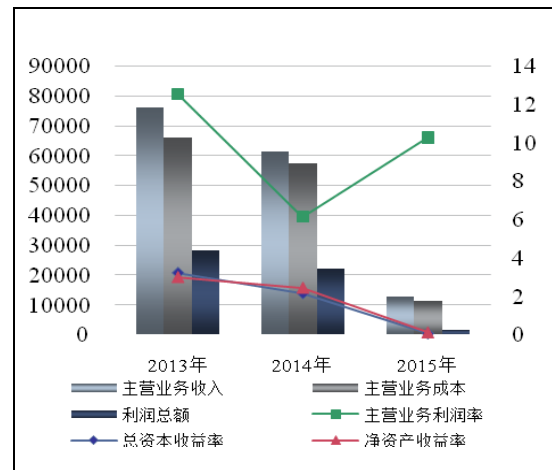
资料来源：公司提供

截至报告出具日，货运汽车交易市场建设项目、城西物流园建设项目和店上组团城中村改造项目的建设进度分别为 41.45%、29.10% 和 50.57%，预计将分别于 2019 年 8 月、2022 年 8 月和 2020 年 8 月竣工。

较低，毛利率水平较 2014 年有所增加，跟踪期内公司主营业务利润率同比增长 4.13 个百分点至 10.30%。

图1 2013~2015年公司盈利能力情况

（单位：万元、%）



资料来源：根据公司审计报告整理

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2015 年财务报表经大华会计师事务所(特殊普通合伙)审计，审计机构出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 112.09 亿元，所有者权益 87.20 亿元；2015 年公司（合并）实现主营业务收入 1.30 亿元，利润总额 0.17 亿元。

2. 盈利能力

公司的主营业务收入全部来自代建业务。2015 年度，公司实现主营业务收入 1.30 亿元，同比大幅下降 78.91%。同期利润总额为 0.17 亿元，受营业收入下降影响，利润总额明显缩减；但由于当年代建业务结算项目的成本相对

随着跟踪期内结算项目的减少，公司主营业务成本亦有所下降，大幅下降 79.88%。公司期间费用主要系管理费用，近年来保持稳定，财务费用持续表现为利息收益，受 2015 年公司银行结算存款增加的影响，跟踪期内公司利息收入大幅增加，期间费用较 2014 年快速下

降。但由于跟踪期内公司主营业务收入下降幅度较大,2015年度公司的期间费用率快速上升至15.02%。

公司作为高安市重要基础设施建设的主体,每年可获得一定数额的政府补贴资金,公司将其计入补贴收入。2015年度公司获得政府专项补贴537.37万元,较上年明显减少;2015年度公司实现利润总额1667.54万元,专项补助对公司利润总额的贡献较大。

从盈利指标来看,2015年公司主营业务利润率为10.30%,较2014年度的6.17%明显增长;同期,公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.12%和0.14%,较2014年度的2.19%和2.48%有所下降,公司的盈利能力进一步减弱。

总体来看,跟踪期内,公司主营业务收入仍全部来源于代建业务收入,2015年度受结算项目规模缩减影响,公司收入和成本都大幅下降,公司整体盈利能力明显下滑,同时,公司获得一定数额的专项补助,公司利润总额对其依赖性较大。

3. 现金流

经营活动方面,2015年随着公司业务规模的缩减,公司经营活动现金流入明显减小。2015年,公司销售商品、提供劳务收到的现金为0.15亿元,较2014年度大幅减少;同期公司收到的其他与经营活动有关的现金为1.88亿元,较2014年度有所减少,主要系收到的银行存款利息、政府专项补贴款、各项保证金和与其他公司的往来款。公司经营活动现金流出主要为来自项目建设投入和往来款项支出,跟踪期内公司项目建设投入较大,2015年购买商品、接受劳务支付的现金为6.71亿元,较2014年的3.45亿元大幅增加;同期支付的其他与经营活动有关的现金为3.15亿元,较2014年也快速增长。2015年度,公司经营活动现金净流出7.85亿元,较2014年度净流出1.02亿元明显扩大。2015年度公司现金收入比为11.23%,较

2014年度的33.24%下降明显,整体现金收入质量差。

投资活动方面,公司投资活动现金流量较小,为处置固定资产和无形资产获得的现金175.00万元;投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金,2015年为7.89万元。2015年,公司投资活动现金流净额为167.11万元。

筹资活动方面,公司筹资活动现金流入主要为银行借款(8.85亿元)和收到的高安市财政局归还项目建设融资款(4.67亿元),2015年度为13.52亿元;公司筹资活动现金流出3.60亿元,主要为来自偿还债务本息;公司2015年度筹资活动现金流净额为9.91亿元。

综合来看,跟踪期内,公司经营活动现金净流出规模有所扩大,主要通过筹资活动来平衡。未来随着业务投资规模的扩大,公司对外融资压力将上升。

4. 资产质量

截至2015年底,公司资产总额112.09亿元,其中流动资产占93.73%,固定资产占0.51%,无形资产及其他资产占5.74%,公司资产仍以流动资产为主。

截至2015年底,公司流动资产主要由货币资金(占7.58%)、应收账款(占15.54%)、其他应收款(占6.28%)和存货(占70.61%)构成。

跟踪期内,公司货币资金同比快速增加35.33%,主要系“14高安02/14高安城投债02”的成功发行所致。截至2015年底,公司货币资金为7.96亿元,其中银行存款占比为99.99%,期末无资金使用受限的情况。

跟踪期内,公司应收账款变动不大。截至2015年底,公司应收账款合计16.33亿元,公司应收账款全部系应收高安市财政局的土地出让收益款和代建项目回购款,其中应收高安市财政局的代建项目款为14.90亿元,主要为瑞阳新区安置房BT项目、西环路桥BT项目、

火车站（一期）工程和八角亭安置房等项目的回购款；应收高安市财政局土地出让收益 1.43 亿元，分别为公司 2011 年和 2012 年出让的高安市环城南路以南地块（面积 68234.35 平方米）和高安市大道以北地块（面积 68470.09 平方米）。公司对应收账款不计提坏账准备。其中账龄在 1 年以内占比 7.94%，1~2 年的占比 37.66%，4~5 年占比为 10.13%。

跟踪期内，公司其他应收款保持稳定。公司其他应收款主要是应收高安市财政局、高安市瑞阳新区管理委员会和高安市市政工程处瑞阳新区项目部等单位的项目融资款和装修借款等。截至 2015 年底，公司其他应收款合计 6.60 亿元，其中账龄在 1 年以内占 18.38%，1~2 年的占 16.37%，2~3 年的占 2.55%，3~5 年的占 62.70%。其中前五名欠款总额合计占其他应收款总额 92.01%，详细情况见下表：

表 7 截至 2015 年底公司其他应收款余额较大明细
(单位：万元)

单位名称	金额	款项内容
高安市财政局	35558.76	项目融资款
高安市瑞阳新区管理委员会	10677.97	项目融资款
高安市市政工程处瑞阳新区项目部	6500.00	项目融资款
高安市机关事务管理局	4300.87	新区办公楼装修借款
高安市国有资产营运有限公司	3655.54	项目融资款
合计	60693.14	--

资料来源：公司审计报告

根据《高安市人民政府关于高安市城市建设投资有限责任公司对市政府应收账款情况及解决措施的说明》，截至 2013 年 12 月底，高安市政府应支付公司款项 19.09 亿元，该款项系为高安市政府财政局应向公司支付的代建项目款项和往来款等，其款项均为实际业务活动中产生，不存在政府部门长期占用公司资金的情况，对于以上款项，特安排如下解决措施：

(1) 加快财政审批进度，确保及时还款。市政府适当加快对公司应收款项的财政审批

速度，确保及时支付当年度款项。公司期末应收账款余额约 70% 款项账龄在一年以内。

(2) 为防止对公司应付账款偿还不及时的情况，市政府将 1186.33 亩土地出让收益（土地收入扣除规费和相关成本）专项用于偿还公司应收款项，作为对公司应付款项的偿还保障。

高安市政府计划于 2015 年至 2021 年，分 7 期偿还上述对公司的欠款 19.09 亿元，2015 年~2017 年计划每年均偿还金额为 3.50 亿元，2018 年~2021 年计划每年均偿还金额为 2.15 亿元。2015 年公司未收到偿还款项，还款计划未能执行。

总体看，公司应收类款项规模大，欠款单位为高安市财政局及高安市瑞阳新区管理委员会等单位，坏账风险小。高安市政府对公司的欠付款项未能按照偿还计划如期支付，相关款项的实际偿付时间存在不确定性，联合资信将持续关注公司应收账款的回款情况。

跟踪期内，公司存货保持稳定。截至 2015 年底，公司存货账面价值为 74.18 亿元，同比增长 1.50%，公司的存货为开发成本（占 4.15%）和政府注入土地使用权（占 95.85%）。其中，土地使用权为 71.10 亿元，系政府于 2010 年、2011 年、2012 年陆续注入公司，公司用于抵押的土地使用权 53.73 亿元，抵押率为 75.57%；开发成本合计 3.08 亿元，主要为高安市东环路桥建设项目（0.57 亿元）、高安市瑞泰广场六条区间路项目（0.55 亿元）和高安市永安大道改建工程建设项目（0.24 亿元）等。公司对存货不计提跌价准备。总体看，公司整体土地抵押率高，存货资产变现能力弱，同时影响公司未来融资的开展。

截至 2015 年底，公司固定资产略有下降，同比下降 3.79%，主要系根据高安市人民政府办公室抄告单高府办抄字[2015]794 号，将原划拨入公司的 1391.18 平方米的房屋无偿划拨给高安市中医院所致。截至 2015 年底，公司固定资产净额为 0.59 亿元。公司固定资产主要

为公司的房屋及建筑物，截至 2015 年底累计计提折旧 0.06 亿元。

跟踪期内，公司无形资产同比小幅下降 4.51%，主要系根据高安市人民政府办公室抄告单高府办抄字[2015]794 号，将原划入公司的 1623.95 平方米土地使用权无偿划拨给高安市中医院所致。截至 2015 年底，公司无形资产 6.44 亿元，主要为划拨入公司的土地使用权，其中无受限部分。

总体来看，跟踪期内，公司资产仍以流动资产为主，其中存货和应收账款占比大，应收账款的回收和存货的变现时限较长，资产流动性较弱，资产质量一般。

5. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 87.20 亿元，较 2014 年底保持稳定，其中实收资本占 3.44%、资本公积占 92.26%、未分配利润占 3.52%和盈余公积占 0.77%。

公司的资本公积主要为高安市国资办向公司注入的土地资产。截至 2015 年底，公司资本公积为 80.45 亿元，同比小幅下降，主要系 1623.95 平方米土地使用权和 1391.18 平方米的房屋无偿划拨给高安市中医院所致。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益仍主要为资本公积，整体权益稳定性仍较好。

负债

截至 2015 年底，公司负债为 24.89 亿元，其中流动负债占 35.42%，长期负债占 64.58%，公司负债结构仍以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 8.81 亿元，主要为应付账款（占比 12.11%）、其他应付款（占比 51.36%）和一年内到期的长期负债（占比 27.23%）。

跟踪期内，公司应付账款同比大幅下降 81.05%，主要系跟踪期内公司支付高安市瑞阳新区安置房及锦绣大道等八条道路项目工程款所致。截至 2015 年底，公司应付账款为 1.07

亿元，主要为应付施工单位的工程款；其中账龄在 1 年以内占 32.24%，账龄在 1~2 年占 66.81%。

跟踪期内，公司其他应付款同比增加 50.27%，主要系当年公司收到高安市瑞阳新区棚户区改造项目部往来款 1.84 亿元所致。截至 2015 年底，公司其他应付款为 4.53 亿元，主要为往来款，其中金额较大的为应付高安市财政局的往来款 2.71 亿元和应付高安市国有资产营运有限公司往来款 1.31 亿元；账龄在 1 年以内占 42.94%，账龄在 1~2 年占 38.49%，2~3 年占 18.41%。

跟踪期内，公司一年内到期的长期负债同比增加 17.07%。截至 2015 年底，公司一年内到期的长期负债 2.40 亿元，为一年内到期的信托借款 2.30 亿元和抵押借款 0.10 亿元。

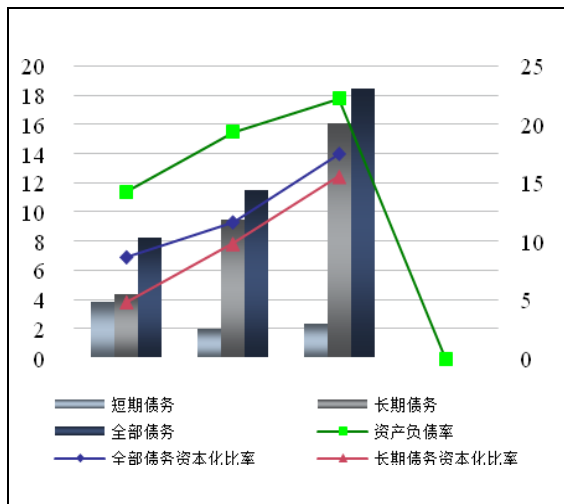
跟踪期内，公司长期借款同比大幅下降 60.87%，截至 2015 年底，公司长期借款为 0.90 亿元，全部为土地使用权抵押借款。

跟踪期内，公司应付债券同比大幅增长 8.00 亿元，为 2014 年底发行的“14 高安 02/14 高安城投债 02”。截至 2015 年底，公司应付债券 15.17 亿元，系公司于 2014 年 9 月和 12 月公开发行的公司债券“14 高安 01/14 高安城投债 01”和“14 高安 02/14 高安城投债 02”，其中债券本金合计 15.00 亿元，利息 0.17 亿元。

截至 2015 年底，公司全部债务为 18.47 亿元，同比增加 6.95 亿元，主要系 2014 年底发行的公司债券“14 高安 02/14 高安城投债 02”资金到位所致，其中短期债务占比 12.99%，长期债务占比 87.01%，公司债务结构仍以长期债务为主。

从债务指标来看，跟踪期内，受“14 高安 02/14 高安城投债 02”8 亿元公司债券的成功发行影响，公司债务负担有所上升，截至 2015 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 22.20%、17.48%和 15.56%，较 2014 年底的 19.36%、11.67%和 9.80%均有所上升。

图2 2013~2015年底公司偿债能力情况
(单位: 亿元、%)



资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

总体看,跟踪期内,公司债务结构仍以长期债务为主,同时受应付债券的增加影响,公司债务负担有所加重,但整体债务负担不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,由于公司流动资产占比仍高,流动比率和速动比率值均较高,2015年分别为1192.01%和350.39%,但由于流动资产中存货和应收账款占比大,且存货科目的土地资产抵押率高,实际保障能力将低于上述指标值。2015年,公司现金类资产为7.96亿元,同比有所增加,主要系“14高安02/14高安城投债02”债券发行所致,对同期流动负债的覆盖倍数为0.90倍。2015年,公司经营现金流流动负债比为-89.09%。总体看,公司货币资金规模相对较大且公司短期债务规模小,公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标来看,2015年,公司EBITDA为0.18亿元,同比大幅减少2.20亿元。2015年全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为100.60倍和0.11倍,公司EBITDA对全部债务的保障程度显著下降。整体看,考虑高安市政府对公司的持续支持,公司长期偿债能力一般。

截至2015年底,公司共获得银行授信9.00

亿元,已使用额度9.00亿元。公司融资渠道有待进一步拓宽。

截至2016年8月24日,公司对外担保4.07亿元,担保比率4.67%(以2015年底公司净资产为计算基础)。被担保单位为宜春交通投资集团有限公司和高安市瑞泰投资有限责任公司。总体看,公司或有负债风险较小。

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(机构信用代码:G1036098300051670W),截至2016年8月24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,以及高安市经济发展及财力水平的综合分析,并考虑到高安市政府对于公司生产经营中提供的支持,公司整体抗风险能力较强。

十、存续期债券偿债能力分析

1. 存续期债券偿还能力

公司存续的债券为“14高安01/14高安城投债01”和“14高安02/14高安城投债02”,发行额度分别为7.00亿元和8.00亿元,存续期分别为2014年9月16日至2021年9月16日和2014年12月30日至2021年12月30日。截至2015年底,公司经营活动现金流入量为2.02亿元,为两期债券本金的0.13倍;经营活动现金流净额为-7.85亿元,对两期债券无保障;EBITDA为0.18亿元,为两期债券本金的0.01倍。两期债券在存续期第3年至第7年每年分期偿还债券本金的20%,2015年公司经营活动现金流入量为两期债券单年最大偿还本金(3亿元)的0.67倍,经营活动现金流净额对本期债券单年最大偿还本金(3亿元)无保障,EBITDA为两期债券单年最大偿还本金(3亿元)的0.06倍。整体看,跟踪期内,公司长

期偿债能力快速下滑，EBITDA 和经营活动现金流对存续期两期债券保障能力较弱。

2. 偿债资金情况

“14 高安 01/14 高安城投债 01”和“14 高安 02/14 高安城投债 02”偿债资金来源包含公司日常经营收益，同时为满足募投项目建设需要，根据《高安市人民政府关于同意高安市城市建设投资有限责任公司以土地出让收益平衡高安市货运汽车交易市场建设项目、城西物流园建设项目和店上组团城中村改造项目投资的批复》（高府字[2014]38 号），高安市人民政府同意将瑞阳新区范围内的部分土地出让收益用于平衡高安市货运汽车交易市场建设项目、城西物流园建设项目和店上组团城中村改造项目投资。高安市人民政府计划出让用于平衡上述项目投资的土地包括瑞阳新区范围内、沪昆高铁客运专线高安站以南土地和瑞阳新区范围内、沪昆高铁客运专线高安站以南土地，合计 2045.606 亩，预计公司 2015~2021 年可获得的土地出让净收益为 351883 万元。2015 年相关地块未对外出让，公司未取得相应土地出让收益。

地块一为瑞阳新区范围内、沪昆高铁客运专线高安站以南土地，规划单元位于高安市环城西路以西，平安大道以南，四至范围：北至平安大道、南至 320 国道、西至城区北用地、东至环城西路，规划总用地面积 1350.714 亩，土地类型为商住用地。该地块由公司全权负责开发整理，同时，高安市人民政府同意将该商住用地在 2015~2021 年逐年出让，所得收入

扣除相关费用及其他成本后全额返还给公司。根据上述宗地地理区位及近期高安市土地出让市场成交价情况综合测算，预计该地块出让总收入为 384953 万元；扣除相关规费和其他成本后（总扣除比例以 40% 估算），预计公司 2015~2021 年可获得返还金额 230972 万元。

地块二为瑞阳新区范围内、沪昆高铁客运专线高安站以南土地，规划单元位于平安大道以南、华林北路以西，四至范围：北至平安大道、南至德清路、西至锦惠北路、东至华林北路，规划总用地面积 694.892 亩，土地类型为商住用地。该地块由公司全权负责开发整理，同时，高安市人民政府同意将该商住用地在 2015~2021 年逐年出让，所得收入扣除相关费用及其他成本后全额返还给公司。根据上述宗地地理区位及近期高安市土地出让市场成交价情况综合测算，预计该地块出让总收入为 201518 万元；扣除相关规费和其他成本后（总扣除比例以 40% 估算），预计公司 2015~2021 年可获得返还金额 120911 万元。

上述土地的出让收入按国家规定提取专项资金后，全部支付给公司，预计归属于公司的土地出让收入返还为 351883 万元。根据国家土地审批政策和高安市土地出让总体规划，计划分批完成该区域土地的出让。高安市政府拟将土地净收益从 2015~2021 年逐年安排拨付至公司，以保障货运汽车交易市场建设项目、城西物流园建设项目和店上组团城中村改造项目投资和开发建设。截至 2015 年底，上述地块均未对外出让。

表 8 预计土地出让收益和项目运营收益对本金保障表（单位：亿元）

年度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
土地出让收益	5.03	5.03	5.03	5.03	5.03
募投项目运营收入	4.04	4.04	4.04	4.04	4.04
合计	9.07	9.07	9.07	9.07	9.07

资料来源：公司提供

总体看，募投项目运营收入和用于平衡募投项目投资的土地出让收益对本期债券本息覆盖程度高，但联合资信关注到两期债券偿债资金来源对项目运营收入依赖程度较高，项目建成后是否能如期实现收入将很大程度上影响公司对两期债券本息的偿还能力。此外，用于平衡项目投资的土地出让收益实现受土地出让进度及土地市场影响存在不确定性，收益返还时点对两期债券偿还具有影响。

3. 增信措施

“14高安01/14高安城投债01”和“14高安02/14高安城投债02”均采用土地使用权抵押担保的方式增信，通过适当的法律程序将土地

使用权作为抵押资产进行抵押，以保障两期债券的本息按照约定如期兑付，一旦公司出现偿债困难，则可通过处置抵押资产以清偿债务。

经具有证券从业资格的江苏苏信房地产评估咨询有限公司评估并出具（江苏）苏信（2016）（估）江西字第 010058 号评估报告（土地评估报告出具日 2016 年 9 月 5 日），两期债券抵押物为 20 宗土地使用权，评估价值合计 36.61 亿元，为两期债券本金 15 亿元的 2.44 倍，有效提升了两期债券的保障能力。抵押土地具体情况如下表：

表 9 “14 高安 01/14 高安城投债 01”和“14 高安 02/14 高安城投债 02”公司抵押土地资产情况

（单位：平方米、元/平方米、万元）

路段	土地证号	位置	用途	使用权面积	单位地价	评估价值
瑞州西路	高国用（2011）第 3803 号	瑞州西路以南	商业、住宅	46940.35	5341.00	25070.84
薛家山路	高国用（2011）第 3801 号	薛家山路以西、环卫处以南	商业、住宅	18898.14	5538.00	10465.79
高安大道以南	高国用（2011）第 4173 号	高安大道以南、黄泥岗村以西	商业、住宅	39095.53	3897.00	15235.53
高安大道以南	高国用（2011）第 4174 号	瑞办新周村以西、筠阳粮油管理所以东	商业、住宅	41704.12	4272.00	17816.00
文教二路	高国用（2011）第 3802 号	文教二路以东、高安中学以南	商业、住宅	19869.66	4344.00	8631.38
瑞州东路	高国用（2012）第 4025 号	瑞州东路以南	商业、住宅	130777.37	5547.00	72542.21
高胡公路	高国用（2011）第 3825 号	筠办高胡公路以东	商业、住宅	8035.28	2454.00	1971.86
瑞州东路	高国用（2011）第 3831 号	西湖路以南、瑞州东路以北	商业、住宅	51960.66	5541.00	28791.40
丁家路	高国用（2012）第 4363 号	丁家路以西、凤仪路以南	商业、住宅	17729.40	5547.00	9834.50
环城东路	高国用（2011）第 4172 号	连锦溪以东、环城东路以西	商业、住宅	42870.07	4077.00	17478.13
高胡公路	高国用（2011）第 3824 号	筠办高胡公路以西	商业、住宅	8114.19	2363.00	1917.38
丁家路	高国用（2012）第 4364 号	锦绣新村以北、丁家路以东	商业、住宅	32614.25	5349.00	17445.36
薛家山路	高国用（2012）第 4023 号	薛家山路以东	商业、住宅	65111.53	4846.00	31553.05
环城西路	高国用（2011）第 4211 号	市环城西路以北	商业、住宅	38311.45	4197.00	16079.32
凤仪路	高国用（2012）第 4365 号	凤仪路以南、锦江河堤以北	商业、住宅	27601.46	5151.00	14217.51
高安大道	高国用（2010）第 3714 号	威尼斯陶瓷以北	商业、住宅	57647.67	2452.00	14135.21
丁家路	高国用（2012）第 4024 号	丁家路以西、凤仪路以北	商业、住宅	10872.38	5349.00	5815.64
高伍公路	高国用（2010）第 3672 号	高伍公路以西	商业、住宅	50662.9	2406.00	12189.49
广安路	高国用（2012）第 4373 号	锦江河堤以北	商业、住宅	48000.00	2545.00	12216.00
320 国道	高国用（2010）第 3681 号	320 国道以南	商业、住宅	128661.54	2542.00	32705.76
合计				885477.95	4134.63	366112.36

资料来源：土地评估报告

“14 高安 01/14 高安城投债 01”和“14

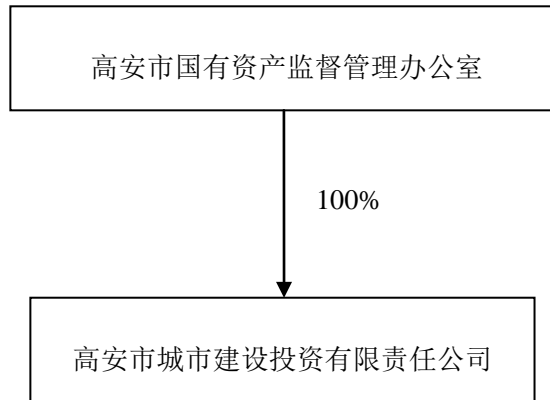
高安 02/14 高安城投债 02”用于抵押的土地

资产位于县级市，目前高安市整体土地出让收入规模偏小，用于抵押的土地未来一次性大规模变现的可能性低。同时，上述土地评估价值高于近年来当地土地成交平均价格，评估结果偏乐观。另一方面，房地产市场受国家宏观调控影响大，土地市场价格稳定性较差，未来公司用于抵押土地的价格存在波动风险。

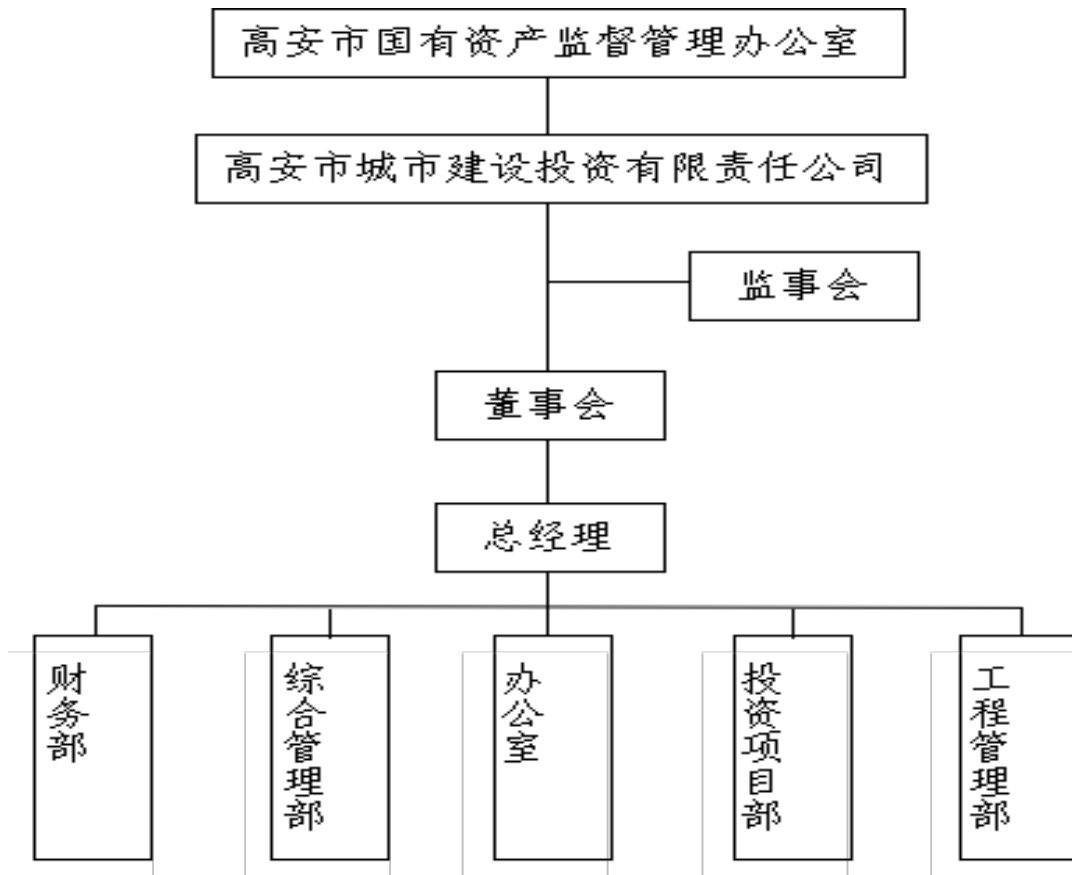
十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持高安市城市建设投资有限责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14 高安 01/14 高安城投债 01”和“14 高安 02/14 高安城投债 02”的信用等级为AA。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.17	5.88	7.96
资产总额(亿元)	100.96	108.18	112.09
所有者权益(亿元)	86.58	87.24	87.20
短期债务(亿元)	3.90	2.05	2.40
长期债务(亿元)	4.35	9.47	16.07
全部债务(亿元)	8.25	11.52	18.47
主营业务收入(亿元)	7.62	6.15	1.30
利润总额(亿元)	2.84	2.22	0.17
EBITDA(亿元)	3.45	2.38	0.18
经营性净现金流(亿元)	-1.68	-1.02	-7.85
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.06	0.47	0.08
存货周转次数(次)	0.09	0.08	0.02
总资产周转次数(次)	0.08	0.06	0.01
现金收入比(%)	7.45	33.24	11.23
主营业务利润率(%)	12.56	6.17	10.30
总资本收益率(%)	3.25	2.19	0.12
净资产收益率(%)	3.04	2.48	0.14
长期债务资本化比率(%)	4.78	9.80	15.56
全部债务资本化比率(%)	8.70	11.67	17.48
资产负债率(%)	14.24	19.36	22.20
流动比率(%)	931.79	879.32	1192.01
速动比率(%)	212.20	241.94	350.39
经营现金流动负债比(%)	-16.77	-8.90	-89.09
全部债务/EBITDA(倍)	2.39	4.85	100.60

附件 3 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%
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 4-1 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。