信用等级公告

联合[2018] 1356 号

联合资信评估有限公司通过对德兴市投资控股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，确定维持德兴市投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“16 德兴城经债/16 德兴债”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

二零一八年六月二十六日

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
网址：www.lhratings.com

德兴市投资控股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	发行额度	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 德兴城经债/16 德兴债	8 亿元	2023/3/21	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	4.05	15.13	22.56
资产总额(亿元)	83.82	122.83	155.18
所有者权益(亿元)	65.53	80.56	89.30
短期债务(亿元)	0.17	4.59	4.29
长期债务(亿元)	13.36	28.25	44.96
全部债务(亿元)	13.53	32.84	49.25
营业收入(亿元)	4.69	5.35	6.26
利润总额 (亿元)	2.14	2.28	2.31
EBITDA(亿元)	2.16	2.31	2.77
经营性净现金流(亿元)	-16.05	-12.52	-15.99
营业利润率(%)	6.37	8.84	2.74
净资产收益率(%)	3.12	2.69	2.52
资产负债率(%)	21.82	34.41	42.45
全部债务资本化比率(%)	17.11	28.96	35.55
流动比率(%)	1670.51	727.36	1023.93
经营现金流动负债比(%)	-325.80	-89.32	-123.82
全部债务/EBITDA(倍)	6.26	14.24	17.78
EBITDA 利息倍数(倍)	3.26	3.48	4.17

注：长期债务中包含长期应付款中有息部分。

分析师

李海宸　　文 中

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

德兴市投资控股集团有限公司（以下简称“德投集团”或“公司”）是德兴市主要的基础设施开发建设主体，跟踪期内继续保持区域垄断经营的显著优势。跟踪期内，德兴市政府在资本金注入、财政补助等方面对公司给予持续支持；公司基础设施建设规模快速扩大，收入和资产规模稳定增长。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司应收类款项和基建投入对资金形成占用、未来投资压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司承担的德兴市基建项目的逐步推进和代建项目的陆续移交，公司整体收入水平有望得到提升；通过对国有企业资源深化整合，公司在德兴市基础设施建设方面的战略地位将有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司以其合法拥有的十宗土地使用权为“16 德兴城经债/16 德兴债”提供抵押担保。跟踪期内，公司抵押担保土地未发生减值。公司“16 德兴城经债/16 德兴债”设置分期偿还条款，有效缓解了公司未来的集中偿付压力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“16德兴城经债/16德兴债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，德兴市经济持续增长，一般预算收入稳定增长，为公司发展提供了良好的经营环境。
2. 跟踪期内，德兴市政府在资本金注入、股权划入和财政补助等方面持续给予公司较大支持。

关注

1. 公司资产以土地存货为主，抵押比率高，存

货变现能力弱，整体资产流动性弱。

2. 跟踪期内，公司经营活动现金净流量持续表现为净流出，公司未来拟建项目投资规模较大，对外融资压力较大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由德兴市投资控股集团有限公司（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。

德兴市投资控股集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于德兴市投资控股集团有限公司主体长期信用及“16 德兴城经债/16 德兴债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

2017年9月14日，德兴市投资控股集团有限公司（以下简称“德投集团”或“公司”）公司名称有德兴市投资控股有限公司变更为现名，企业类型变更为有限责任公司（国有独资），同时法定代表人由潘华变更为顾树榕。

2018年2月28日，公司经营范围新增“投资融资管理；扶贫和产业发展扶持”，对公司实际业务经营影响不大；2018年3月29日，公司股东情况变更为德兴市国有资产监督管理办公室（以下简称“德兴市国资办”）出资9.60亿元，持股比例96.00%，中国农发重点建设基金有限公司出资0.40亿元，持股比例4.00%。公司类型由有限责任公司(国有独资)变更为有限责任公司(国有控股)。截至2018年3月底，公司注册资本和实缴资本为10.00亿元。公司实际控制人为德兴市国资办。

公司本部内设党政办公室、监察审计和法务部、计划财务部、人力资源部、资产管理部、投资管理部和项目管理部等7个职能部门；合并范围内拥有子公司11家。

截至 2017 年底，公司资产总额 155.18 亿元，所有者权益 89.30 亿元（含少数股东权益 0.22 亿元）；2017 年公司实现营业收入 6.26 亿元，利润总额 2.31 亿元。

公司注册地址：德兴市银城镇南门新区金山大道建设局三楼；法定代表人：顾树榕。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评估的存续债券 “16 德兴城经债/16 德兴债”余额 8.00 亿元。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
16 德兴城经债/16 德兴债	8 亿元	2023/3/21	5.99%

资料来源：联合资信整理

公司于 2016 年发行“16 德兴城经债/16 德兴债”募集资金 8 亿元，期限 7 年，并附债券本金分期偿付条款，即在债券存续期第 3~7 年等额偿付本金 20%。跟踪期内，公司已按期支付债券利息。

“16 德兴城经债/16 德兴债”募集资金全部用于“三清山—婺源养老生态旅游示范区”项目（以下简称“募投项目”）建设。募投项目总投资金额 19.62 亿元，截至 2017 年底募投项目已投资 9.42 亿元。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业

形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，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（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口

保持快速增长。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，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

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

（2）行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城

投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来

城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

2. 区域经济

公司是德兴市基础设施开发建设的重要主体。目前公司的主要业务为城市基础设施的代建和土地开发，公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受德兴市经济发展、财政收支状况的影响，并与德兴市发展规划密切相关。

根据《德兴市 2017 年国民经济和社会发展统计报告》，2017 年，德兴市完成生产总值 126.51 亿元，按可比价比上年增长 8.2%。；人均生产总值 42140 元，比上年增长 9.46%；三次产业比例结构为 8.5：41.8：49.7。全市规模以上固定资产投资完成 167.2 亿元，同比增长 12.1%，共有投资项目 186 个。

2017 年，德兴市财政总收入 34.31 亿元，增长 3.64%。其中，地方一般预算收入为 29.48 亿元，同比基本保持一致。

跟踪期内，德兴市经济发展和财政实力均保持增长，固定资产投资额增速较高，为公司提供了良好的发展环境。

六、基础素质分析

公司是德兴市主要的城市开发建设主体和国有资产运营实体，主要负责德兴市区内基础设施、重大项目的开发建设以及国有资产经营。

跟踪期内，公司在资金注入和政府补贴等方面持续获得外部支持。2017 年，公司股东德兴市国资办以货币形式向公司增资 2.00 亿元，并同意以资本公积转增资本 4.00 亿元；2017 年，公司收到基础设施建设等政府运营补助合计 2.40 亿元，计入“其他收益”科目。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1036118100005030O），截至 2018 年 3 月 12 日，公司有已结清 6 笔关注类贷款，主要系按照银行资产质量分类标准，该项目资产质量分类划分为关注类贷款管理。公司无其他未结清和已结清的不良信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司名称变更为德兴市投资控股集团有限公司，企业类型由全民所有制变更为有限责任公司（国有控股），公司法定代表人、董事长和总经理人员均有所调整。

顾树榕，男，汉族，1962 年 10 月出生，江苏扬州人，1981 年 9 月参加工作，2000 年 7 月加入中国共产党，大学学历，曾任德兴市财政局副局长，现任公司党委书记、董事长。

李曙光，男，汉族，1969 年 6 月出生，浙江常山人，大学学历，曾任中共德兴市第二纪工委书记，现任公司总经理。

根据公司章程修正案，公司不设股东会，由德兴市国资办履行股东会职权。公司董事会由五人组成，董事由德兴市国资办委派和更换，董事长由德兴市国资办在董事中指定。公

司监事会由五人组成，设（非职工）监事三名、职工代表监事两名。监事由德兴市国资办委派和更换，监事会主席，由德兴市国资办在建设中指定。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是德兴市主要的城市开发建设主体和国有资产运营实体，负责德兴市范围内基础设施建设和土地整理的任务，跟踪期内公司营业收入主要来源于基础设施代建收入。

2017 年，公司实现营业收入 6.26 亿元，同比增长 17.01%；其中基础设施建设实现收入 5.59 亿元，新增房屋出租实现收入 0.44 亿元。基建业务收入持续增长。

毛利率方面，2017 年公司基础设施建设毛利率为 5.93%，较 2016 年下降 2.07 个百分点，系“营改增”所致。受此影响， 2017 年公司综合毛利率下降至 6.92%。

表 3　2016~2017 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	51603.84	96.50	8.00	55896.26	96.50	5.93
房屋出租	--	--	--	4428.35	7.07	1.65
其他	1869.05	3.50	51.48	2306.60	3.68	40.93
合计	**53472.89**	**100.00**	**9.52**	**62631.21**	**100.00**	**6.92**

资料来源：公司提供
注：公司其他业务收入主要来自少量房屋和宾馆出租。

2. 业务经营分析

基础设施建设

根据公司和德兴市人民政府签订《委托建设合同》，德兴市人民政府委托公司实施道路桥梁等市内的基础设施和安置房建设工程以及土地拆迁、补偿、安置、土地平整等开发工程。德兴市人民政府按公司承建工程的实际成本加成 12%的管理费结算工程款，确认每年度的基础设施建设收入。

2017 年，公司基础设施建设板块对棚户区改造工程项目结算成本 5.26 亿元，公司确认基础设施建设收入 5.59 亿元。2017 年，公司收到政府的代建项目款为 2.81 亿元，该业务板块收入回款情况较差。

2017 年底，公司主要的在建项目有棚户改造、新型产业园二期和三清山-婺源养老生态旅游示范区项目等工程，合计总投资金额 86.89 亿元，已投资金额为 38.06 亿元，未来需投资金额为 48.82 亿元。同时，公司拟建项目较多，合计总投资为 57.05 亿元。

表 4　2017 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目	建设内容	总投资	建设周期	工程完工进度	已投资	未来需投入资金
棚户改造	棚户改造	17.55	2016-2017 年	40.00	7.00	10.54
硫化工产业基地	3 平方公里的硫化工及精深加工产业基地	8.00	2012-2020 年	20.00	1.60	6.40
生态工业园道路	20 余千米	6.00	2012-2020 年	25.00	1.50	4.50
新型产业园二期工程	2.6 平方公里	16.00	2012-2020 年	11.00	1.76	14.24
香屯生态工业园建设项目	园区标准化厂房及基础设施建设	11.10	2014-2017 年	90.00	9.99	1.11
公租房	一期 970 套，二期 498 套	0.60	2012-2017 年	90.00	0.54	0.06
遮阳产业交易博览中心项目	功能区域建设	8.02	2014-2017 年	78.00	6.25	1.77
三清山-婺源养老生态旅游示范	养老示范区块、乡村集市区块、度假酒店区块、郊	19.62	2015-2017 年	48.00	9.42	10.20

区建设项目	野公园区块基础设施建设、经营类项目建设等					
合计	--	**86.89**	--	--	**38.06**	**48.82**

资料来源：公司提供

注：总计金额加总不一致系四舍五入所致。

表 5　公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	建设周期	项目建设内容
返乡农民工创业国开行标准厂房项目	95000.00	5 年	占地面积约 700 余亩，建筑面积约 60 万平方米。
垃圾发电项目	35000.00	--	600T 生活垃圾焚烧发电厂，建成后预计年发电量 6837 万千瓦时，年消耗垃圾量 219 万吨。
万村乡废花岗岩石材制砂项目	5000.00	1 年	主要有土地征用、机械设备购置、市政设施配套。
20 兆瓦光伏发电项目	15000.00	1 年	占用山地面积约 700 亩，主要以购置多晶硅光伏电池板生产设备为主。
红山片区房地产建设项目二期工程项目	18000.00	2 年	总占地面积 45 亩，总建筑面积约 8 万平方米，住宅户数共 500 套，棚改回迁安置房与商品房分配比例各为 50%。
胜利亭片区房地产建设项目	32000.00	2 年	总占地面积 80 亩，总建筑面积约 13 万平方米，住宅户数共 800 套，棚改回迁安置房与商品房分配比例各为 50%。
红山片区房地产开发项目	19300.00	2 年	该项目占地面积 32029 平方米，总建筑面积 92549 平方米。机动车停车位 675 个。共 548 户。
德兴市贫困村基础设施提升工程项目	30000.00	3 年	用于 6 个贫困村基础设施建设及其他乡镇秀美乡村建设.
人防疏散基地建设	6200.00	2 年	建设用地面积 19980 平方米（合 30 亩），总建筑面积为 9000 平方米，地面建筑主楼为 7 层，辅楼为 3 层，地下工程为 2 层建筑，室内外建有相关配套设施。
山川之保障馆基础设施建设	10000.00	2 年	总占地面积 65000 平方米，总建筑面积 15000 平方米。总项目投资约 1 亿元。
中医温泉文旅康养特色小镇项目	300000.00	3 年	将盘石山电站家属楼及原办公楼改为游客住宿和接待中心，周边道路硬化、亮化、绿化等工程。
三清快道炉口“山路人家”风情特色街项目	5000.00	--	项目占地面积：100 亩，分二期建设。一期概况：占地面积 50 亩，投资 2800 万元。
合 计	**570500.00**	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司基础设施建设投的收入确认受项目结算进度影响较大，政府回款支付效率较低，对公司资金形成占用。公司现阶段在建项目和拟建项目剩余投资金额较大，公司未来建设任务较重，对外融资压力较大。

土地开发业务

跟踪期内，公司未开展土地开发业务，未结算相关收入。总体看，公司土地开发业务受政府调整及土地市场波动影响较大，业务持续性较弱。

3. 未来发展

未来，公司将按照市政府的要求，公司将切实发挥城市基础设施投资建设的主体职能，拓展以城市基础建设为主导的核心产业。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年度合并财务报表，江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2017 年底，公司合并范围内包括 11 家子公司。跟踪期内，公司合并范围新增子公司规模不大，对财务可比性影响较小。

截至 2017 年底，公司资产总额 155.18 亿元，所有者权益 89.30 亿元（含少数股东权益 0.22 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 6.26 亿元，利润总额 2.31 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 155.18 亿元，同比大幅增长 26.33%，公司资产结构以流动资

产（占比 85.24%）为主，主要资产构成详见表 6。

表 6　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科　目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.13	12.32	22.56	14.54
应收账款	8.91	7.25	13.23	8.52
其他应收款	18.81	15.31	32.40	20.88
存货	58.86	47.92	63.33	40.81
流动资产	**101.97**	**83.02**	**132.27**	**85.24**
投资性房地产	17.00	13.84	17.26	11.12
非流动资产	**20.86**	**16.98**	**22.91**	**14.76**
资产总额	**122.83**	**100.00**	**155.18**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 132.27 亿元，同比增长 29.71%。2017 年底，公司货币资金 22.56 亿元，主要为银行存款 20.84 亿元（占比 92.38%），其他货币资金 1.72 亿元为定期存单质押资金，使用受限。公司应收账款 13.23 亿元，同比增长 50.11%，主要为应收德兴市财政局的款项（占比 99.59%）。2017 年底，公司其他应收款 32.40 亿元，同比增长 72.26%，主要主要为应收德兴市财政局款项，未来不能收回的风险较小，但对公司的资金形成占用。

表 7　2017 年底公司其他应收款欠款金额前五大客户情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	账龄	占其他应收款总额的比例	款项性质
德兴市财政局	237925.66	1 年/1-2 年/2~3 年/3~4 年	73.26	往来款
德兴市国有资产监督管理办公室	55000.00	1~2 年	16.93	关联方往来款
德兴市三木源口至龙头山公路建设指挥部	11457.91	2~3 年	3.53	往来款
德兴市保障性住房投资建设有限公司	8100.00	1 年以内	2.49	往来款
江西大茅山集团有限责任公司	3500.00	1 年以内	1.08	往来款
合计	**315983.57**	--	**97.29**	--

数据来源：公司审计报告

2017 年底，公司存货 63.33 亿元，同比增长 7.59%，主要系开发成本增长所致。存货中开发成本 8.04 亿元，开发用土地 55.24 亿元。截至 2017 年底，公司已抵押的土地使用权为 30.22 亿元，公司土地资产抵押比率高，对资产流动性产生负面影响。

2017 年底，公司非流动资产为 22.91 亿元，同比增长 9.83%。2017 年底，公司投资性房地产 17.26 亿元，同比增长 1.53%。

总体看，跟踪期内公司资产规模有所增长，资产结构以流动资产为主，存货中开发成本和应收类款项对资金形成占用，土地资产受限比例高；公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益 89.30 亿元，同比增长 10.85%，主要系公司收到股东增资所致。公司所有者权益主要由实收资本（占 11.20%）、资本公积（占 75.42%）和未分配利润（占 11.83%）构成。

2017 年底，公司实收资本 10.00 亿元，较上年底增加 6.00 亿元，包括收到德兴市国资办注资 2.00 亿元，资本公积转增实收资本 4.00 亿元。2017 年底，公司资本公积 67.35 亿元，较上年底增加 0.55 亿元，其中江西铜都园区管理有限责任公司资本性投入增加 4.35 亿元，同时转增实收资本 4 亿元。2017 年底，公司未分配利润 10.56 亿元，同比增长 23.80%。

跟踪期内，公司所有者权益规模持续增长，主要以实收资本和资本公积为主，权益稳定性较好。

负债

2017 年底，公司负债总额 65.88 亿元，同比大幅增长 55.83%，其中流动负债和非流动负债分别占比 19.61%和 80.39%，公司负债结构以非流动负债为主。

2017 年底，公司流动负债 12.92 亿元，同比下降 7.86%，主要系短期借款下降所致。2017 年底，公司预收账款为 1.98 亿元，同比增长 63.01%，主要为公司预收德兴市财政局代建项目款。公司其他应付款为 4.29 亿元，同比下降 32.30%，主要系往来款规模下降所致。公司一年内到期的非流动负债为 3.49 亿元，主要为一年内到期的长期借款 1.89 亿元和“14 德兴债/14 德兴城经债”分期支付本金 1.60 亿元。

2017 年底，公司非流动负债 52.96 亿元，同比大幅增长 87.44%。2017 年底，公司长期借款为 28.42 亿元，同比增长 168.95%；公司应付债券 12.80 亿元，为公司 2014 年 10 月发行的企业债 8 亿元“PR 德兴债/14 德兴城经债”（其中 1.60 亿元分期偿付本金已调整至一年内到期的非流动负债）和 2016 年 3 月公司发行的 8 亿元“16 德兴城经债/16 德兴债”。公司长期应付款为 11.74 亿元，同比大幅增长，主要系江西金控投资管理中心（有限合伙）将所持有的子公司德兴市城市发展投资有限公司的股权（8.00 亿元）对应的表决权交由公司行使。公司长期应付款中付息部分已调整至公司长期债务中。

表 8　2016~2017 年公司债务情况

（单位：亿元、%）

项　目	2016 年	2017 年
短期债务	4.59	4.29
长期债务	28.25	44.96
全部债务	32.84	49.25
资产负债率	34.41	42.45
全部债务资本化比率	28.96	35.55
长期债务资本化比率	25.96	33.49

资料来源：公司提供

从有息债务看，2017 年底，公司全部债务为 49.25 亿元，同比大幅增长 49.95%，公司整体债务规模大幅上升。其中，长期债务占 91.29%，短期债务占 8.71%，公司债务结构以长期债务为主。

从债务指标来看，跟踪期内，公司债务负担大幅上升，2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 42.45%、35.55%和 33.49%。

跟踪期内，公司债务规模增幅较大，债务结构较为合理，整体债务负担处于一般。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司基础设施代建业务规模有所增长，2017 年公司营业收入为 6.26 亿元，同比增长 17.13%；2017 年公司的营业利润率为 2.74%，较 2016 年大幅下降 6.10 个百分点，主要系成本增幅较快所致。

期间费用方面，2017 年公司期间费用 0.24 亿元，主要由管理费用构成，期间费用占营业收入比重为 3.71%；2017 年，公司其他收益 2.40 亿元，全部为政府对基础设施建设等运营补助。2107 年，公司利润总额为 2.31 亿元，同比小幅增长。

表 9　2016~2017 年公司盈利能力情况

（单位：亿元、%）

项　目	2016 年	2017 年
营业收入	5.35	6.26
政府补助	5.96	2.07
利润总额	2.28	2.31
营业利润率	8.84	2.74
总资本收益率	1.97	2.10
净资产收益率	2.69	2.52

资料来源：公司提供

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.10%和 2.52%，均较 2016 年有所下降。

总体看，跟踪期内，公司收入规模增长，利润总额对补贴收入依赖大，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，2017 年，公司销售商品提供劳务收到的现金 3.25 亿元，同比增长 25.26%；同期，公司现金收入比为 51.82%，

公司收入实现质量较差。2017 年，公司收到的其他与经营活动有关的现金为 5.74 亿元，主要为收到的政府补助 2.40 亿元和资金往来款 3.29 亿元。2017 年，公司经营活动现金流出量为 24.98 亿元，同比增长 43.05%；2017 年公司购买商品、接受劳务支付的现金 10.27 亿元，同比增幅较大，主要系年公司项目投入较大所致；2017 年，公司支付的其他与经营活动有关的现金 14.37 亿元，主要系支付往来款所致；同期，公司经营活动现金流净额为-15.99 亿元。

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流入量全部为取得投资收益收到的现金 60.96 万元；投资活动现金流出量规模大幅增长，其中购建固定资产、无形资产支付的现金 1.12 亿元。2017 年公司投资活动现金流净额为 -2.51 亿元。

筹资活动方面，2017 年公司持续加大筹资力度，筹资活动现金流入量为 33.36 亿元，主要为吸收投资 2.14 亿元、取得借款收到的现金 22.50 亿元；收到其他与筹资活动有关的现金为 8.71 亿元，主要为江西金控明股实债的投入款 8.00 亿元。2017 年，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金和分配股利及利息支，筹资活动现金流净额 25.92 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金持续净流出，公司收现质量差，融资规模大幅增长；未来随着在建及拟建项目的推进，公司融资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司资产中流动资产占比高，公司流动比率和速动比率高，2017 年底分别为 1023.93%和 533.63%，较 2016 年底增幅较大。2017 年底，公司可用货币资金充裕，可完全覆盖公司短期债务。总体看，考虑到公司现金类资产较为充足且短期债务规模较小，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 2.77 亿元，同比小幅上升。2017 年全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 17.78 倍和 4.17 倍，考虑德兴市政府对公司的持续支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2017 年底，公司及子公司分别对江西省德兴市人民医院有一笔担保，担保余额 1.00 亿元，担保比率为 1.12%。德兴市人民医院为二级甲等医院，目前经营状况良好。公司或有负债风险较小。

截至 2017 年底，公司授信额度合计 32.71 亿元，已全部使用完毕。公司融资渠道亟待拓宽。

十、存续期债券偿债能力分析

“16 德兴城经债/16 德兴债”余额为 8.00 亿元。2017 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 2.77 亿元和 8.98 亿元，分别为“16 德兴城经债/16 德兴债”本金 8.00 亿元的 0.35 倍和 1.12 倍。“16 德兴城经债/16 德兴债”设置了分期偿还条款，在债券存续期内第 3 年至第 7 年每年偿还本金的 20%，即 1.60 亿元，2017 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对其保障倍数分别为 1.73 倍和 5.61 倍。2017 年底，公司现金类资产 22.56 亿元，是“16 德兴城经债/16 德兴债”一年内兑付余额的 14.10 倍。

“16德兴城经债/16德兴债”采用土地使用权抵押担保方式增信，公司将10宗土地使用权作为抵押资产进行抵押担保。根据2017年11月6日，博文房地产评估造价集团有限公司出具的土地评估报告，10宗土地使用权评估价值合计20.21亿元，为“16德兴城经债/16德兴债”本金8.00亿元的2.53倍，还本付息保障程度较高。

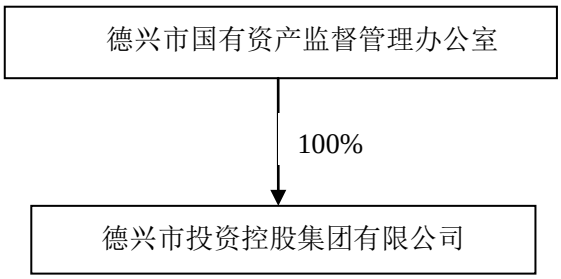
总体看，公司现金类资产、EBITDA 和经营活动现金流入量对“16 德兴城经债/16 德兴债”的分期偿付本金的保障能力较强，本金分期偿还条款的设置有效提升了“16 德兴城经债/16 德兴债”本息偿付的安全性。“16 德兴城经

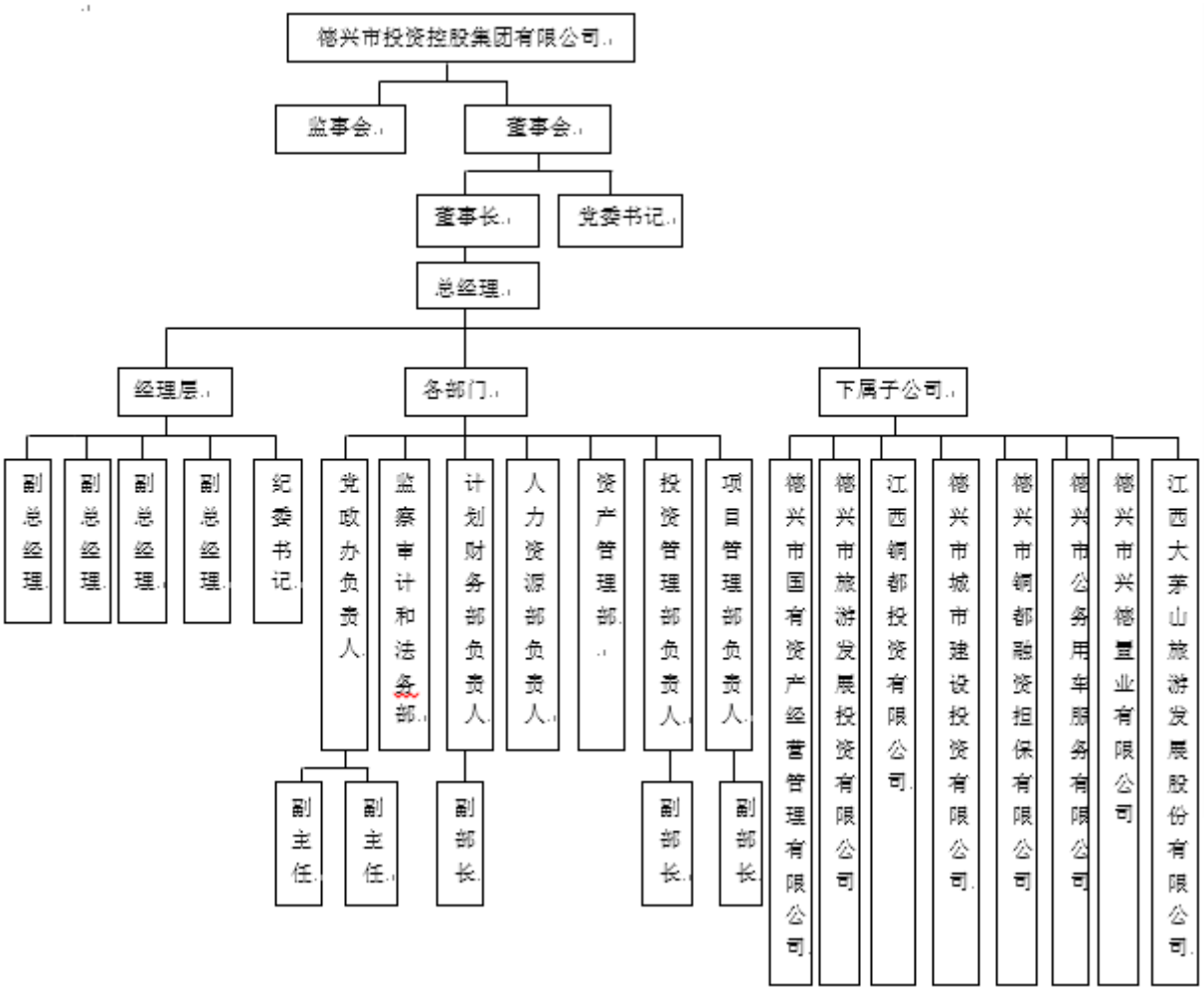
债/16 德兴债”抵押土地评估价值较高，对本期债券本息兑付提供良好保障。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“16德兴城经债/16德兴债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2017 年底公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.05	15.13	22.56
资产总额(亿元)	83.82	122.83	155.18
所有者权益(亿元)	65.53	80.56	89.30
短期债务(亿元)	0.17	4.59	4.29
长期债务(亿元)	13.36	28.25	44.96
全部债务(亿元)	13.53	32.84	49.25
营业收入(亿元)	4.69	5.35	6.26
利润总额(亿元)	2.14	2.28	2.31
EBITDA(亿元)	2.16	2.31	2.77
经营性净现金流(亿元)	-16.05	-12.52	-15.99
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.06	0.78	0.57
存货周转次数(次)	0.07	0.08	0.10
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.05
现金收入比(%)	102.66	48.41	51.82
营业利润率(%)	6.37	8.84	2.74
总资本收益率(%)	3.43	2.50	2.10
净资产收益率(%)	3.12	2.69	2.52
长期债务资本化比率(%)	16.94	25.96	33.49
全部债务资本化比率(%)	17.11	28.96	35.55
资产负债率(%)	21.82	34.41	42.45
流动比率(%)	1670.51	727.36	1023.93
速动比率(%)	388.25	307.50	533.63
经营现金流动负债比(%)	-325.80	-89.32	-123.82
全部债务/EBITDA(倍)	6.26	14.24	17.78
EBITDA 利息倍数(倍)	3.26	3.48	4.17

注：长期债务中包含长期应付款中有息部分。

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%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。