跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1127 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持德兴市城市建设经营总公司主体长期信用等级为AA^{-}，评级展望为稳定，并维持“14德兴债/14德兴城经债”和“16德兴债/16德兴城经债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十七日

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

德兴市城市建设经营总公司企业债跟踪评级报告

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 德兴债/14 德兴城经债	8 亿元	2014/10/17-2021/10/17	AA	AA
16 德兴债/16 德兴城经债	8 亿元	2016/3/21-2023/3/21	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	2.97	5.27	4.05
资产总额(亿元)	53.96	82.11	83.82
所有者权益(亿元)	44.65	65.23	65.53
短期债务(亿元)	1.14	1.27	0.17
全部债务(亿元)	5.74	14.12	13.53
营业收入(亿元)	3.41	4.95	4.69
利润总额 (亿元)	1.46	2.21	2.14
EBITDA(亿元)	1.46	2.22	2.16
经营性净现金流(亿元)	1.19	-4.70	-16.05
营业利润率(%)	3.49	5.08	6.37
净资产收益率(%)	3.21	3.30	3.12
资产负债率(%)	17.25	20.55	21.82
全部债务资本化比率(%)	11.38	17.79	17.11
流动比率(%)	1104.19	1959.78	1670.51
全部债务/EBITDA(倍)	3.92	6.36	6.26
EBITDA 利息倍数(倍)	1.51	37.35	3.26
经营现金流动负债比(%)	25.17	-116.47	-325.80

注：2015 年长期应付款中政府债券置换资金已调整至长期债务。

分析师

于芷崧 陈 茜
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

德兴市城市建设经营总公司（以下简称“公司”）是德兴市城市基础设施开发建设的重要主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级，反映了公司在业务区域垄断性、政府支持等方面具备一定优势。跟踪期内，公司基础设施建设规模快速扩大，收现质量提升。同时联合资信也关注到，德兴市目前经济总量及财力偏小，公司跟踪期资本性支出压力较大、资产流动性较差等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着德兴市项目进度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；德兴市逐步增强的财政实力及其对公司持续的支持也有助于支撑公司的整体信用水平。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司以其合法拥有的五宗土地使用权为“14 德兴债/14 德兴城经债”提供抵押担保，以其合法拥有的十宗土地使用权为“16 德兴债/16 德兴城经债” 提供抵押担保，并由中国工商银行有限公司德兴支行作为抵押资产监管人、偿债账户监管人，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 德兴债/14 德兴城经债”和“16 德兴债/16 德兴城经债”到期不能偿还的风险低。

综合考虑，联合资信维持德兴市城市建设经营总公司AA⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14德兴债/14德兴城经债”和“16德兴债/16德兴城经债”AA的信用等级。

优势

1. 近年来德兴市经济和财政实力逐年增长，为公司发展提供了良好的经营环境。
2. 作为德兴市城市开发建设的重要主体，跟踪期内，公司获得的财政补贴规模较大。

关注

1. 跟踪期内，公司在建和拟建项目投资规模较大，存在一定的融资压力。
2. 公司资产以土地存货为主，抵押比率较高，存货变现能力较弱，整体资产流动性一般。
3. 公司现金流入对基础设施代建收入回款依赖度高，回款时间存在一定的不确定性。

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）与德兴市城市建设经营总公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与德兴市城市建设经营总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，未因德兴市城市建设经营总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德兴市城市建设经营总公司提供，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 12 个月内有效；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。

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城市建设经营总公司主体长期信用及“14 德兴债/14 德兴城经债”和“16 德兴债/16 德兴城经债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

德兴市城市建设经营总公司（以下简称“公司”）成立于2003年3月21日，初始注册资本为1000万元，由德兴市财政局全资持有股权；2006年4月，德兴市财政局对公司增资9000万元；2013年12月30日，德兴市人民政府办公室下发德府办抄字【2013】号文，确定德兴市国有资产监督管理办公室（以下简称“德兴市国资办”）对公司履行出资人职责；截至2015年底，公司注册资本合计1亿元，德兴市国资办为公司唯一股东。

经营范围：城市开发建设；政府投资项目代建；城市市政公用基础设施项目投资建设；防洪工程投资建设；国有资产经营管理；土地委托经营与交易；房地产开发及投资服务；安居工程、棚户区改造、保障性住房建设；城乡道（公）路投资建设；新农村建设投资（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2015年底，公司下设办公室、财务审计部、工程项目部、市场融资部4个职能部门，公司目前拥有三家全资子公司：江西铜都投资有限公司（以下简称“江西铜都”）、德兴市九都投资发展有限公司（以下简称“九都投资”）和德兴市国有资产经营有限责任公司（以下简称“国资公司”）；一家控股子公司：江西大茅山旅游发展股份有限公司（以下简称“大茅山”）（公司组织结构图见附件1）。

截至2015年底，公司（合并）资产总额83.82亿元，所有者权益65.53亿元（含少数股东权益0.47亿元）；2015年公司实现营业收入4.69亿元，利润总额2.14亿元。

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：潘华。

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。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 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。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

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发展重点。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

公司是德兴市主要城市开发建设主体和国有资产运营实体，负责市内基础设施以及重大项目的开发建设。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增长、财政收支状况的影响，并与德兴市发展规划密切相关。

德兴市位于江西东北部，赣、浙、皖三省交界处，取“山川之宝，惟德乃兴”之意而定名，地处长三角经济带区和海西经济区区域内，区位优势明显。总面积 2101 平方公里，辖 11 个乡镇、3 个街道、大茅山集团公司和大茅山省级经济开发区，总人口 32 万，1990 年 12 月撤县设市。

近年来，德兴市国民经济持续快速增长。根据《德兴市 2016 年政府工作报告》，2015 年，德兴市全年完成生产总值 115 亿元（不含德兴铜矿主业），按可比价增长 9.8%；财政总收入 33.10 亿元，增长 6.8%(其中一般公共预算收入 27.73 亿元，增长 13.1%)；规模以上工业增加值 30.00 亿元，增长 11.0%；全社会固定资产投资 138.00 亿元，增长 10.4%；社会消费品零售总额 43.10 亿元，增长 12.9%；农村居民人均可支配收入达 1.17 万元，增长 10.9%；城镇居民人均可支配收入 2.68 万元，增长 9.8%。

随着德昌高速、景婺黄（常）高速、上武高速德兴延伸段、建成通车和京福高铁、景婺常铁路、乐德铁路支线等线路相继开工建设，德兴交通设施逐渐完备。德兴市优良的区位，快速增长的区域经济为公司提供了优越的经营环境。

政府财力

2013~2015 年，德兴市财政收入呈逐年增长态势。近三年德兴市地方可控财力分别为 35.22 亿元、40.31 亿元和 58.53 亿元，跟踪期内德兴市政府性基金收入大幅增长，为地方可控财力的主要增长来源。

从财政收入结构看，2015 年一般预算收入、上级补助收入和政府性基金收入占地方可控财力比例分别为 47.38%、18.33%和 34.20%，一般预算收入为德兴市本级可控财力的主要组成部分。

表1 德兴市2013~2015年财政收入构成情况

（单位：亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	增长率（%）
（一）地方一般预算收入	20.23	24.52	27.73	17.08
1、税收收入	12.37	14.74	15.76	12.87
2、非税收入	7.86	9.78	11.97	23.41
（二）政府性基金收入	3.96	5.13	20.02	124.85
1、国有土地使用权出让金	3.58	4.71	18.80	129.16
2、其他	0.38	0.42	1.21	78.44
（三）上级补助收入	10.99	10.60	10.73	-1.19
1、税收返还收入	0.58	0.57	0.54	-3.51
2、一般性转移支付收入	6.26	6.20	7.10	6.50
3、专项转移支付收入	4.15	3.83	3.09	-13.71
（四）预算外财政专户收入	0.04	0.06	0.06	22.47
地方可控财力	**35.22**	**40.31**	**58.53**	**28.91**

资料来源：公司提供

德兴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 23.73 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%）。德兴市政府债务率为 40.53%（采用 2015 年地方综合财力数据进行计算），地方政府债务负担适宜。

表 2　德兴市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	226832	（一）地方一般预算本级收入	277311
1、外国政府贷款		1、税收收入	157609
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	119702
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	107308
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	70955
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	30915
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	5438
3、国债转贷资金	321	（三）国有土地使用权出让收入	200121
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	187959
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	11437
6、国内金融机构借款	27032	3、农业土地开发资金	725
（1）政府直接借款	7232	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	19800	（四）预算外财政专户收入	600
7、债券融资	106509		
（1）中央代发地方政府债券	24496		
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	82013		
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款	79458		
11、其他	13512		
（二）担保债务余额	20862		
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	6654		
（1）世界银行贷款	4678		
（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	1976		
3、政府担保的国内金融机构借款	10610		
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	262		
6、其他	3336		
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	237263	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	585340
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		40.53%	

资料来源：德兴市财政局

总体看，近年来德兴市可控财力持续增长，但总体规模仍偏小，一般预算收入和政府性基金收入为地方可控财力的主要来源；德兴市政府债务主要为直接债务，政府整体债务负担适宜。

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 1 亿元，德兴市国资办持股 100%。公司实际控制

人为德兴市国资办。

2. 企业规模

目前德兴市与公司具有相类似职能的企业有德兴市国有资产管理公司（以下简称“国资管理公司”），主要负责国有商铺租赁等业务，与公司无业务交叉。

公司是德兴市重要城市开发建设主体和国有资产运营实体，负责市内基础设施以及重大项目的开发建设。目前公司的主要业务为城市基础设施的代建和土地整理。

3. 政府支持

公司作为德兴市基础设施投资和建设的重要主体，跟踪期内，在财政补贴和业务支持方面获得了德兴市政府的持续支持。

税收优惠及补贴收入

根据德兴市地方税务局《关于对德兴市城市建设经营总公司及所属子公司财政补贴不计算缴纳企业所得税的函》（德地税字【2013】36 号）明确鉴于公司主要承担德兴市基础设施建设和土地整理，其收入主要来源于财政为城市基础设施建设和土地开发专项安排的各项补贴资金，为更好地完成市政府安排的各项基础设施建设任务，促进德兴市经济持续较快发展，经研究同意对公司自成立以来取得的财政补贴收入，在计算企业所得税时从应纳税所得额中扣除。

根据德财字【2014】295 号《关于同意将政府补助列作营业外收入的批示》明确政府补助专项用于弥补公司受政府委托的开发建设支出，均与收益相关，同意列入相应 2014 年度“营业外收入”，2014 年收到政府补贴 2.00 亿元，计入“营业外收入”科目。2015 年收到政府补贴 1.90 亿元，计入“营业外收入”科目。

业务支持

公司是德兴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，目前公司的主要业务为城市基础设施的代建和土地整理。

公司与德兴市人民政府签订委托建设协合同，明确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一定比例的管理费结算工程款。公司完工项目经决算审计向甲方移交、发生拆迁补偿等支出经德兴市人民政府确认后按结算工程款确认收入。2015 年公司确认基础设施建设收入 4.58 亿元，回款 4.55 亿元。

回款保障

为保障公司的健康运营和资金充足，跟踪期内，德兴市政府出台了相关文件，对公司与政府部门间的应收款项回款进行了安排。

2015 年，德兴市人民政府出具了《关于德兴市城市建设经营总公司对市政府应收款项情况及解决措施的说明》（德府字【2015】98 号），同意将德兴市凤凰湖片区、新营片区和银城片区的四宗地块（含三零八地块），合计 860.20 亩土地出让收入按照 40%的比例扣除“六金”以及开发成本后所得的土地出让净收益 10.47 亿元专项作为对城经公司应付款项的偿还保障。其中 2015 年和 2016 年均已分别偿还 2.12 亿元（冲减公司应收账款），2017～2019 年每年将分别偿还 1.64 亿元。

2016 年 3 月 1 日，德兴市人民政府办公室下发【2016】259 号文，将拟用 2016～2020 年的一般预算收入作为公司基础设施建设、土地整理开发等业务形成的应收账款及其他应收款偿还资金的保证，在 2016～2020 年分 5 年逐年偿还。

总体看，跟踪期内，德兴市对公司的支持力度大，联合资信认为，德兴市政府对公司的持续有效支持，是公司可持续发展的重要保障。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制及法人治理结

构方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是德兴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，负责德兴市范围内基础设施建设和土地整理的任务，主营业务收入主要来源于代建项目收入和土地整治。

2013~2014 年，公司营业收入分别为 3.41 亿元、4.95 亿元，收入来源于基础设施建设和土地开发业务。 2015 年公司取得营业收入 4.69 亿元，其中土地开发业务未取得收入，公司收入主要来自基础设施建设。2015 年度公司承接的总部经济大楼项目和会展演艺中心项目规模较大，带来当年基础设施建设业务收入同比大幅增加 114.58%。

毛利率方面， 2013 年，受公司按照工程项目建设协议确认收入和结转成本影响，公司毛利率均为 9.09%。2014 年起，公司代建协议约定加成比例增加至 12%，加之 2015 年子公司国资公司新增少量房屋和宾馆出租业务，该板块毛利率水平较高。受益于此，公司 2015 年综合毛利率上升至 11.93%。

表 3 2013~2015 年公司营业收入分类情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	34074.70	100.00	9.09	21323.02	43.11	10.71	45754.09	97.50	10.71
土地开发	--	--	--	28134.27	56.89	10.71	--	--	--
其他	--	--	--	--	--	--	1172.01	2.50	59.27
合计	**34074.70**	**100.00**	**9.09**	**49457.29**	**100.00**	**10.71**	**46926.11**	**100**	**11.93**

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。

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一定比例的管理费结算工程款。公司根据所承揽项目的建设进度（尚未约定具体的工程进度）与德兴市人民政府每年进行一次结算，并根据政府和公司盖章的项目结算单结转基础设施建设成本，同时加成比例为 10%，确认每年度的基础设施建设收入。

2014 年度开始，根据公司与德兴市人民政府签订签订的《委托建设合同之补充协议》加成比例由 10%调整为 12%，其他约定条款不变。

基础设施建设方面，2013 年公司主要完成了银城南大道、河西沿河路和女儿路等工程；2014 年公司主要完成了凤凰大道、新东线工程和九都土地整理等工程；2015 年公司完成了总部经济大楼工程和会展演艺中心工程。

2013～2015 年分别确认结算收入 3.41 亿元、2.13 亿元和 4.58 亿元，同期结转成本分别为 3.10 亿元、1.90 亿元和 4.09 亿元。

表 4 公司 2013～2015 年完工项目结算情况表

（单位：万元）

建设工程名称	结算成本	结算收入
女儿路	1800.82	1980.90
银城南大道东端	1315.33	1446.86
河西沿河路工程	1985.37	2183.91
银城南大道	9576.16	10533.78

其他项目	6002.47	17929.25
2013 年度小计	**30977.00**	**34074.70**
凤凰大道工程	5331.66	5971.46
新东线工程	6240.70	6989.59
园区其他零星工程	822.87	921.61
硫化工基地首都场平土方工程-C 标段	891.06	997.99
硫化工基地首都场平土方工程-A 标段	785.00	879.19
九都防洪堤	575.79	644.89
九都土地整理项目	1830.80	2050.50
九都行道树绿化项目	65.12	72.94
九都 35KV 线路	86.81	97.23
九都-银九路项目	1036.93	1161.36
九都二三四路项目	570.61	639.08
九都 110KV 线路	531.00	594.72
九都排水渠	87.22	97.69
九都公共设施	1.43	1.60
九都董家便桥	7.87	8.82
九都挡土墙	173.53	194.35
2014 年度小计	**19038.41**	**21323.02**
总部经济大楼项目	24339.69	27260.46
会展演艺中心项目	16512.18	18493.64
2015 年度小计	**40851.87**	**45754.09**

资料来源：公司提供

公司 2013～2015 年收到政府的代建项目款分别为 1.51 亿元、1.29 亿元和 4.55 亿元，其中 2013 年和 2014 年基础设施建设收入回款情况较差。该类款项在预收账款和销售商品、提供劳务收到的现金科目内体现。截至 2015 年底公司有应收财政局 4.84 亿元基础设施建设款项。受财政拨付效率影响，公司代建业务回款周期具有不确定性。根据德兴市人民政府办公室【2016】259 号文，德兴市政府将拟用 2016～2020 年的一般预算收入作为公司基础设施建设、土地整理开发等业务形成的应收账款及其他应收款偿还资金的保证，在 2016～2020 年分 5 年逐年偿还。

公司目前主要代建项目有硫化工产业基地、新型产业园二期、遮阳产业交易博览中心和三清山-婺源养老生态旅游示范区等工程，目前合计总投资为 72.34 亿元，已投资金额为 6.28 亿元，未来需投资金额为 66.06 亿元，公司外部融资压力较大。

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。

表 5　公司目前主要在建项目情况（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
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	60.00	0.34	7.66
生态工业园道路	20 余千米	6.00	2012－2020 年	65.00	0.38	5.62
新型产业园二期工程	2.6 平方公里	16.00	2012－2020 年	30.00	0.24	15.76
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	2013－2016 年	41.77	1.12	9.98
公租房	一期 970 套，二期 498 套	0.60	2012－2017 年	60.00	0.35	0.25
遮阳产业交易博览中心项目	功能区域建设及配套设施建设	8.02	2014--2017 年	7.63	0.61	7.41
现代综合物流园建设项目	园区物流设施建设、园区通道建设和物流信息系统建设	3.00	2014--2016 年	8.14	0.24	2.76
三清山-婺源养老生态旅游示	养老示范区块、乡村集市	19.62	2015-2017 年	15.29	3.00	16.62

范区建设项目	区块、度假酒店区块、郊野公园区块基础设施建设、经营类项目建设等					
合计	--	**72.34**	--	--	**6.28**	**66.06**

资料来源：公司提供

土地开发业务

公司土地开发业务模式与公司代建项目运营模式类似：德兴市人民政府按公司承建工程的实际成本加成一定比例的管理费结算工程款。公司根据每年度所承揽项目的进度（尚未约定具体的工程进度）与德兴市人民政府进行结算，根据政府和公司盖章的项目结算单结转土地开发业务成本，同时加成比例为 10%，确认每年度的土地开发业务收入。2014 年度开始，根据公司与德兴市人民政府签订签订的《委托建设合同之补充协议》加成比例由 10%调整为 12%，其他约定条款不变。

2013 年度因未开展土地开发业务，未结算相关收入。2014 年度公司按照项目进度结转成本 2.51 亿元，按照管理费用的 12%，确认土地开发收入 2.81 亿元；实际收到回款为 1.50 亿元，其中同期预收账款科目减少 0.80 亿元和销售商品、提供劳务收到的现金体现 0.70 亿元。2015 年公司未开展土地开发业务。总体看，公司土地开发业务规模较小，回款质量一般。

2. 未来发展

未来，公司将按照市政府的要求，公司将抓好各项工作的落实，紧紧围绕做强、做实，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。

以矿产资源、政策资源为依托，通过市场化运作，化资源优势为资金优势。以公司为平台，大力发展混合型所有制经济，引入优质民间资本，借助资本市场进行项目融资和公司融资，重点以推进德兴市物流园区、遮阳产业交易博览中心等三产服务业为抓手，不断优化公司资本结构。

八、募集资金使用情况

公司于 2014 年发行的“14 德兴债/14 德兴城经债”募集资金 8 亿元，截至本次跟踪评级日，已全部用于德兴市现代综合物流园建设项目、中国遮阳产业交易博览中心项目及香屯生态工业园建设项目。

截至目前，德兴市现代综合物流园建设项目土地征迁、土地平整和园区道路建设工作已完成，正在进行仓储、办公楼的建设；中国遮阳产业交易博览中心项目土地征迁、土地平整和园区道路建设工作已完成，正在进行厂区、厂房的建设；香屯生态工业园建设项目土地征迁、土地平整、园区道路建设和部分厂房建设工作已完成，已有部分企业入驻经营。

公司于 2016 年发行的“16 德兴债/16 德兴城经债”募集资金 8 亿元。截至本次跟踪评级日，其中 3.00 亿元已用于募投项目“三清山—婺源养老生态旅游示范区”建设。“三清山—婺源养老生态旅游示范区”项目总投资为 19.62 亿元，目前已完成投资额 3.00 亿元，项目完工进度为 15.29%。

九、财务分析

公司提供的 2015 年审计报告经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告。

跟踪期内，公司合并报表范围较上年无变动。截至 2015 年底，公司合并范围内共江西铜都、九都投资、大茅山和国资公司 4 家子公司。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 83.82 亿元，所有者权益 65.53 亿元（含少数股

东权益 0.47 亿元）；2015 年公司实现营业收入 4.69 亿元，利润总额 2.14 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司基础设施代建业务规模有所增长，但当年公司未开展土地开发业务，受此影响，2015 年公司营业收入为 4.69 亿元，同比小幅下降 5.13%；同时，营业成本也同步下降，2015 年同比下降 6.45%，为 4.42 亿元；2015 年公司的营业利润率为 6.37%，较 2014 年增长 1.29 个百分点，主要系基础设施建设业务约定加成比例调整所致。

期间费用方面，主要由管理费用构成，2015 年公司期间费用 577.19 万元，同比下降 12.93%，期间费用率为 1.23%，公司期间费用仍控制较好；2015 年，公司营业外收入为 1.90 亿元，均为政府补贴收入；同期，公司实现利润总额为 2.14 亿元。

跟踪期内，公司盈利规模保持稳定，公司盈利指标略有变动，2015 年总资本收益率和净资产收益率分别为 3.43%和 3.12%，总资本收益率较 2014 年增加了 0.64 个百分点，净资产收益率较 2014 年下降了 0.18 个百分点。

总体来看，跟踪期内，公司收入规模保持稳定，但收入结构变动较大，利润总额对补贴收入依赖大，公司自身盈利能力弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面， 2015 年公司回款情况较好，销售商品提供劳务收到的现金同比大幅增长 237.50%，为 4.82 亿元；受益于此，同期公司现金收入比为 102.66%，同比增长 73.80 个百分点，公司收现质量明显提升；2015 年，公司收到的其他与经营活动有关的现金为 4.43 亿元，同比增长 38.06%，主要为收到的政府补助和资金往来款。受公司 2015 年代建项目的增多，公司经营活动现金流出规模大幅增长，同比增长 171.08%，为 25.30 亿元；2015 年公司摘得 10 宗土地，总金额约 18.00 亿元，带来当期购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅增长 597.21%，为 19.91 亿元；2015 年公司支付的其他与经营活动有关的现金为 5.29 亿元，主要为资金往来款项；同期，公司经营活动现金流净额为-16.05 亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金规模较小，为购建固定资产、无形资产支付的现金 0.27 亿元。2015 年公司投资活动现金流净额为 -0.27 亿元。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入为吸收德兴市政府投入资本公积和取得借款收到的现金，分别为 16.50 亿元和 1.20 亿元。2015 年公司筹资活动现金流出主要为偿还债务及支付利息支出，为 3.00 亿元；同期，公司筹资活动现金流净额为 15.10 亿元。

综合来看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模和流出规模都快速增长，经营现金流为负，公司收现质量明显提升；但目前公司应收政府单位款项回款速度较慢，未来随着在建及拟建项目的推进及土地开发业务的开展，公司融资压力较大。

3. 资本及债务结构

资产

跟踪期内公司资产总额较为稳定，2015 年底资产总额为 83.82 亿元，同比增长 2.08 %。其中，流动资产 82.31 亿元（占比 98.20%），公司资产以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产为 82.31 亿元，同比增长 4.17%。公司流动资产主要由货币资金（占比 4.92%）、应收账款（占比 5.91%）、其他应收款（占比 11.98%）和存货（占比 76.76%）构成。

跟踪期内，公司货币资金快速下降，同比下降 23.15%；截至 2015 年底，公司货币资金为 4.05 亿元，主要为银行存款（2015 年底占比 99.99%），公司货币资金中无受限资金。

跟踪期内，公司应收账款快速增长 22.19%；截至 2015 年底，公司应收账款为 4.86

亿元，主要为应收德兴市财政局的款项（占比99.54%）。公司对应收财政局的款项未计提坏账准备。

跟踪期内，公司其他应收款快速增长35.52%；截至2015年底，公司其他应收款为9.86亿元，主要为公司与德兴市财政局（占比85.24%）、德兴市三木源口至龙头山公路建设指挥部（占比12.17%）等单位的往来款项。2015年公司计提了684.52万元坏账准备。从集中度来看，公司前五大客户欠款金额为9.83元，占其他应收账款总额的99.73%，集中度较高。欠款单位主要为德兴市财政局，未来不能收回的风险较小，但回款易受政府部分拨付资金时效的影响，回款时间存在不确定性，同时对公司的资金形成占用。

表6　2015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	84053.99	1年/1-2年	85.24	往来款
德兴市三木源口至龙头山公路建设指挥部	12000.00	1年以内	12.17	往来款
德兴市人民政府	1500.00	5年以上	1.52	往来款
江西省万隆商贸投资开发有限公司	489.00	5年以上	0.50	往来款
德兴市祝梧公路建设指挥部	300.00	2-3年	10.30	往来款
合计	**98342.99**	--	**99.73**	--

数据来源：公司审计报告

2015年，公司存货中主要为开发成本和待开发土地，均保持稳定，公司存货同比增长1.17%。跟踪期内，德兴市人民政府收回原注入子公司国资公司的土地18.25亿元。与此同时，公司注入资本公积16.42亿元货币现金，公司利用该部分资金及自有资金摘得土地18.00亿元。截至2015年底，公司存货为63.18亿元，其中开发成本5.73亿元（详见表7）、待开发土地57.39亿元。截至2015年底，公司已抵押的土地使用权为36.76亿元，抵押比率为58.18%，在一定程度上减弱了公司资产流动性。

表7　截至2015年底公司开发成本明细表

（单位：亿元）

项目名称	金额
香屯生态工业园	1.20
硫化工产业基地	0.58
公租房	0.37
新型产业园二期工程	0.26
城北新区南岸污水管网	0.21
西园安置房二期工程	0.17
入孵企业创业中心建设项目	0.13
南门新区主干道路网工程	0.13
明渠三标段及聚远大道延伸段工程款	0.10
合计	**3.15**

资料来源：公司提供

2015年，公司非流动资产为1.51亿元，同比大幅下降51.24%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比6.21%）、固定资产（占比22.441%）和在建工程（占比69.17%）构成。

截至2015年底，公司固定资产为0.34亿元，同比增长32.60%，主要包括房屋和运输设备等。

截至2015年底，公司在建工程为1.04亿元，同比大幅下降61.51%，主要系总部经济大楼完工转出所致。公司在建工程主要包括公司旅游公路项目0.30亿元、梧风迎楼宾馆迎宾楼0.21亿元和峡谷水景游步道0.17亿元。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持稳定，公司资产以流动资产为主，尤其是以土地为主的存货占比较高，土地抵押率较高，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益为65.53亿元，较2014年底变动不大。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构

成，2015 年底占比分别为 1.54%、87.27%和 10.09%。

2015 年，公司实收资本未发生变动。2015 年，根据德兴市人民政府办公室【2015】866 号文，德兴市政府对公司新增资本公积 16.42 亿元，同期，德兴市人民政府收回原注入子公司国资公司的土地 18.25 亿元，带来公司资本公积小幅下降 3.51%。截至 2015 年底，公司资本公积为 56.78 亿元。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益保持稳定，权益主要以资本公积为主，权益稳定性较好。

负债

截至 2015 年底公司负债总额为 18.29 亿元，同比增长 8.36%，其中流动负债和非流动负债占比分别为 26.94%和 73.06%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债为 4.93 亿元，同比快速增长 22.21%，主要系预收账款和应交税费的增加；2015 年底公司流动负债主要为预收款项（占比 24.39%）、应交税费（占比 38.02%）和其他应付款（占比 22.90%）。

截至 2015 年底，公司预收账款为 1.20 亿元，大幅增加 1.01 亿元，主要系公司预收德兴市财政局代建项目款所致。公司预收代建项目款占比为 99.99%。

2015 年，公司应交税费大幅增长 133.79%，主要系公司当年营业收入激增所致；截至 2015 年底，应交税费为 1.87 亿元。

2015 年，公司其他应付款同比下降 18.50%；截至 2015 年底，公司其他应付款为 1.13 亿元，主要包括应付往来款 0.99 亿元和保证金 0.10 亿元。从账款看，一年以内的占 87.16%，偿付期较为集中。

2015 年，公司非流动负债为 13.36 亿元，同比增长 4.01%。公司非流动负债主要由长期借款（占比 37.13%）和应付债券（占比 59.88%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款为 4.96 亿元，同比增长 2.37%。公司长期借款全部为抵押借款，抵押物主要为公司的土地使用权。

截至 2015 年底，公司应付债券为 8.00 亿元，为公司 2014 年 10 月发行的企业债“14 德兴债/14 德兴城经债”。2016 年 3 月公司发行了 8 亿元的“16 德兴债/16 德兴城经债”。

截至 2015 年底，公司全部债务为 13.53 亿元，同比小幅下降 4.14%，主要来自短期债务的减少。其中，长期债务占 98.74%，短期债务占 1.26%。公司有息债务以长期债务为主。

从债务指标来看，跟踪期内，公司债务负担变动不大，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 21.82%、17.11%和 16.94%。

总体看，跟踪期内，公司债务以长期债务为主，2015 年公司债务规模变化不大，整体债务压力较小。

4. 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，2015 年底分别为 1670.51%和 388.25%，由于公司预收款项增加较快，2015 年公司流动比率和速动比率同比有所下降。2015 年，公司经营净现金流为负，对流动负债不具有保障能力。总体看，公司现金类资产较为充足，且公司短期债务规模小，公司具备较强的短期偿债能力。

从长期偿债能力指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为 2.16 亿元，同比下降 2.62%。2015 年全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 6.26 倍和 3.26 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障程度略有上升。整体看，考虑德兴市政府对公司的持续支持，公司长期偿债能力尚可。

截至 2015 年底，公司无对外担保。

截至 2015 年底，公司获得银行授予信用额度 1.50 亿元，已使用授信额度 0.44 亿元，未使用授信额度 1.06 亿元，公司融资渠道有待

拓宽。

5. 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：G10361181000050300），截至 2016 年 6 月 15 日，公司有 6 笔关注类贷款。其中，南门新区基础设施建设道路工程项目贷款采用应收账款质押的担保方式，按照国家开发银行江西省分行资产质量分类标准，该项目资产质量分类为关注二级；德兴市会展及演艺中心建设项目采用土地抵押的担保方式，按照国家开发银行江西省分行资产质量分类标准，该项目资产质量分类为关注四级；另根据工商银行股份有限公司德兴支行证明公司有三笔贷款在到期之前办理了贷款展期，且公司已在贷款展期到期日按时归还，因按照贷款管理要求信贷台账系统自动划分为关注类贷款管理，实际上仍归类为正常类贷款。目前公司以上六笔关注类贷款还本付息正常，未发生本息拖欠现象。公司无其他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。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及德兴市经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到德兴市政府对公司在资产注入、补贴收入等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期债券偿债能力分析

1. 债券偿还能力

公司存续的企业债为“14 德兴债/14 德兴城经债”和“16 德兴债/16 德兴城经债”，发行额度均为 8.00 亿元，存续期分别为 2014 年 10 月 17 日至 2021 年 10 月 17 日和 2016 年 3 月 21 日至 2023 年 3 月 21 日。2015 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 2.16 亿元和 9.25 亿元，分别为目前存续期内待偿还企业债合计本金 16.00 亿元的 0.14 倍和 0.58 倍。考虑到“14 德兴债/14 德兴城经债” 和“16 德兴债/16 德兴城经债”均设置了分期偿还条款，在债券存续期内第 3 年至第 7 年末每年分期偿还本金的 20%，存续期内最高单年偿付本金 3.20 亿元，2015 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对其保障倍数分别为 0.68 倍和 2.89 倍。2015 年经营活动净流量为负，对存续期企业债没有保障能力。公司 EBITDA 和经营现金流入量对“14 德兴债/14 德兴城经债” 和“16 德兴债/16 德兴城经债”的还本付息保障能力较差，对其分期偿付本金的保障能力一般。

2. 增信措施

“14德兴债/14德兴城经债” 和“16德兴债/16德兴城经债”均采用土地使用权抵押担保方式增信，公司将其部分土地使用权作为抵押资产进行抵押，保障“14德兴债/14德兴城经债”和“16德兴债/16德兴城经债”的本息按照约定如期偿付，一旦公司出现偿债困难，则可通过处置抵押资产清偿债务。

“14德兴债/14德兴城经债”抵押物为5宗土地使用权，根据具有土地评估A类资质的博文房地产土地造价咨询评估有限公司以2014年3月20日为评估基准日出具的《土地估价结果报告》（（东莞）苏博文【2014】（估）001号-005号），评估价值合计24.65亿元。“16德兴债/16德兴城经债”抵押物为10宗土地使用权，根据土地评估A类资质的博文房地产土地造价咨询评估有限公司以2015年6月30日为评估基准日出具的《土地估价报告》（（苏）苏博文【2015】（估）字第1784号和1785号），评估价值合计24.63亿元。两期债券抵押土地评估价值合计为49.28亿元，为“14德兴债/14德兴城经债” 和“16德兴债/16德兴城经债” 合计本金16.00亿元的3.08倍， 还本付息保障程度较好。上述土地在此之后，未进行后续评估，评估价值与最新土地市场价值可能存在一定差异。抵押土地具体情况如下表：

表 8 “14 德兴债/14 德兴城经债” 和“16 德兴债/16 德兴城经债”抵押土地资产情况(单位：平方米、万元)

土地证号	位置	用途	土地评估面积	评估价值
德国用(2011)第 84、85、86、87、89 号	德兴市南门新区	商住	144667.39	78510.99
德国用(2003 国)第 201 号	德兴市南门新区	住宅	141934.04	77041.80
德国用(2012)第 226 号	德兴市南门新区	住宅	118981.00	64535.29
德国用(2008)第 309 号	德兴市南门新区	商住	28709.00	15855.98
德国用(2008)第 310 号	德兴市南门新区	商住	21666.00	10568.67
德国用（2015）第 108 号	德兴市饶二镇重溪原大茅山纸箱厂	商用	8847.00	1707.00
德国用（2015）第 111 号	德兴市饶二镇原大茅山活性炭厂	商用	15933.00	3074.00
德国用（2015）第 112 号	德兴市占村（原大茅山工艺美术厂）	商住	31147.00	6009.00
德国用（2015）第 113 号	德兴市花桥镇黄柏洋	商住	28800.00	5557.00
德国用（2015）第 114 号	德兴市花桥镇黄柏洋	商住	13820.00	2666.00
德国用（2015）第 109 号	德兴市饶二镇重溪观山	商住	5140.00	992.00
德国用（2015）第 110 号	德兴市原大茅山轧钢厂地块	商住	5400.00	1042.00
德国用（2015）第 105 号	德兴市女儿田地块	商住	267065.00	106986.00
德国用（2015）第 107 号	德兴市香屯生态工业园区	商住	257112.00	102999.00
德国用（2015）第 106 号	德兴市原大茅山造纸厂地块	商住	78984.00	15239.00
合计			**1168205.43**	**492783.73**

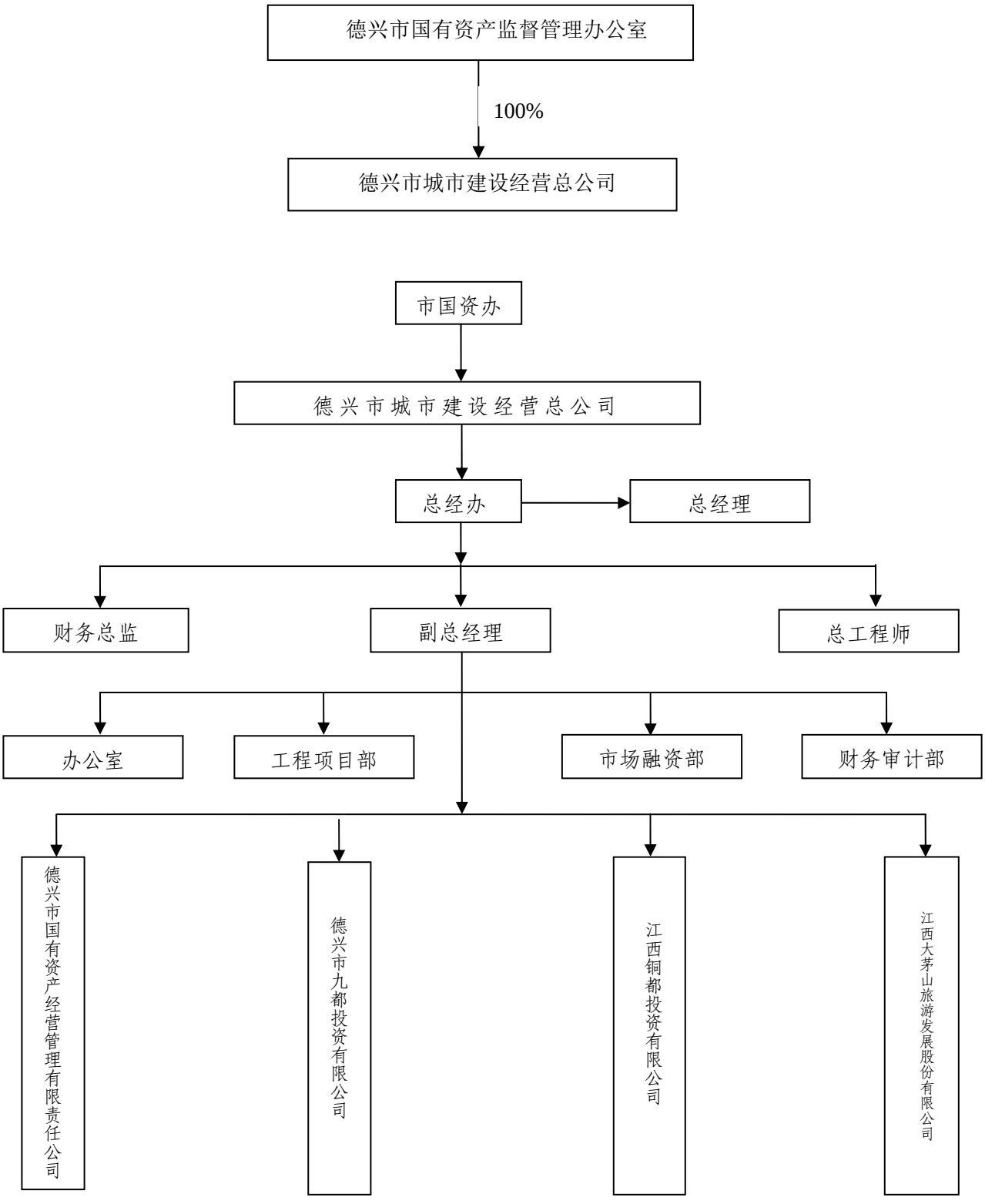
资料来源：土地估价报告

“14 德兴债/14 德兴城经债”和“16 德兴债/16 德兴城经债”用于抵押的土地资产位于县级市，目前德兴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，房地产市场受国家宏观调控影响大，使得土地市场价格稳定性较差，未来公司用于抵押的土地价格具有波动风险。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持德兴市城市建设经营总公司AA$^-$的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14德兴债/14德兴城经债”和“16德兴债/16德兴城经债”AA的信用等级。

附件 1　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	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.97	5.27	4.05
资产总额(亿元)	53.96	82.11	83.82
所有者权益(亿元)	44.65	65.23	65.53
短期债务(亿元)	1.14	1.27	0.17
长期债务(亿元)	4.60	12.85	13.36
全部债务(亿元)	5.74	14.12	13.53
营业收入(亿元)	3.41	4.95	4.69
利润总额(亿元)	1.46	2.21	2.14
EBITDA(亿元)	1.46	2.22	2.16
经营性净现金流(亿元)	1.19	-4.70	-16.05
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.78	1.71	1.06
存货周转次数(次)	0.08	0.08	0.07
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.06
现金收入比(%)	11.67	28.86	102.66
营业利润率(%)	3.49	5.08	6.37
总资本收益率(%)	2.84	2.72	3.43
净资产收益率(%)	3.21	3.30	3.12
长期债务资本化比率(%)	9.33	16.45	16.94
全部债务资本化比率(%)	11.38	17.79	17.11
资产负债率(%)	17.25	20.55	21.82
流动比率(%)	1104.19	1959.78	1670.51
速动比率(%)	111.41	410.92	388.25
经营现金流动负债比(%)	25.17	-116.47	-325.80
EBITDA 利息倍数(倍)	1.51	37.35	3.26
全部债务/EBITDA(倍)	3.92	6.36	6.26

注：2015 年长期应付款中政府债券置换资金已调整至长期债务。

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	
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　主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。