跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1018 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将德兴市城市建设经营总公司主体长期信用等级由AA-调整为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

二零一七年六月二十三日

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

德兴市城市建设经营总公司跟踪评级报告

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	发行额度	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：2017 年 6 月 23 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	5.27	4.05	15.13
资产总额(亿元)	82.11	83.82	122.83
所有者权益(亿元)	65.23	65.53	80.56
短期债务(亿元)	1.27	0.17	4.59
全部债务(亿元)	14.12	13.13	29.56
调整后全部债务(亿元)	14.12	13.53	32.84
营业收入(亿元)	4.95	4.69	5.35
利润总额 (亿元)	2.21	2.14	2.28
EBITDA(亿元)	2.22	2.16	2.31
经营性净现金流(亿元)	-4.70	-16.05	-12.52
营业利润率(%)	5.08	6.37	8.84
净资产收益率(%)	3.30	3.12	2.69
资产负债率(%)	20.55	21.82	34.41
全部债务资本化比率(%)	17.79	16.69	26.84
调整后全部债务资本化比率(%)	17.79	17.11	28.96
流动比率(%)	1959.78	1670.51	727.36
全部债务/EBITDA(倍)	6.36	6.07	12.82
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.36	6.26	14.24
EBITDA 利息倍数(倍)	37.35	3.26	3.48
经营现金流动负债比(%)	-116.47	-325.80	-89.32

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款。

分析师

陈 茜　李海宸

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，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、股权划入、财政补助以及应收类账款回款保障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，德兴市经济总量（不含德兴铜矿主业）较小，公司资产流动性较弱、经营活动现金净流量持续为负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；公司作为德兴市投资控股集团有限公司组建主体，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。跟踪期内，经德兴市周华德源土地估价有限公司证明，公司抵押担保土地未发生减值。公司“14 德兴债/14 德兴城经债”和“16 德兴债/16 德兴城经债”均设置分期偿还条款，在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA⁻调整至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。

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。
3. 2017 年 6 月，德兴市政府会议原则通过以公司为主体组建德兴市投资控股集团有限公司，将进一步提升公司在德兴市城市基础设施开发建设方面的地位。

关注

1. 跟踪期内，受德兴市土地出让面积下降影响，德兴市地方综合财力略有下降，当期公司未开展土地出让业务。
2. 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。
3. 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城市建设经营总公司（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。

德兴市城市建设经营总公司跟踪评级报告

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。2016年，公司注册资本有1亿元变更为10亿元，德兴市国资办以货币形式实缴资本金3亿元，公司已完成工商变更。截至2016年底，公司注册资本合计10亿元，实收资本4亿元，德兴市国资办为公司唯一股东。

公司经营范围：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2016年底，公司本部下设办公室、财务审计部、工程项目部、市场融资部4个职能部门，公司拥有四家全资子公司：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”）、德兴市国有资产经营有限责任公司（以下简称“国资公司”）和德兴市公务用车服务有限公司（以下简称“公务车公司”）；四家家控股子公司：江西大茅山旅游发展股份有限公司（以下简称“大茅山”）、德兴市银鹿宾馆有限公司（以下简称“银鹿宾馆”）、德兴市梧风银河宾馆有限公司（以下简称“梧风银河宾馆”）和江西铜都园区管理有限责任公司（以下简称“铜都园区公司”）。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 122.83 亿元，所有者权益 80.56 亿元（含少数股东权益 0.19 亿元）；2016 年公司实现营业收入 5.35 亿元，利润总额 2.28 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、存续债券概况及募集资金使用情况

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。

“14 德兴债/14 德兴城经债”募集资金已经全部投入使用。德兴市现代综合物流园建设项目已基本完工；遮阳产业交易博览中心项目正进行厂区、厂房建设，完工进度约 60%；德兴香屯生态工业园建设项目完工进度为 75%左右，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，全部用于募投项目“三清山—婺源养老生态旅游示范区”建设。截至 2016 年底，已使用 4 亿元。“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 6.87 亿元，项

目完工进度为 35%。

跟踪期内，公司已按期支付债券利息。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

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。近些年，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国

家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

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。

4. 德兴市经济及财力情况

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。

德兴市位于江西东北部，赣、浙、皖三省交界处，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，下辖 11 个乡镇、3 个街道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，德兴市经济持续快速增长。根据《德兴市 2016 年国民经济和社会发展统计报告》，2016 年，德兴市全年完成生产总值 126.51 亿元（不含德兴铜矿主业），按可比价增长 8.2%；其中第一产业增加值 10.76 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 52.88 亿元，增长 8.9%；第三产业增加值 62.87 亿元，增长 8.5%。财政总收入 34.31 亿元，增长 3.64%。全社会固定资产投资 151.8 亿元，增长 10.0 %。社会消费品零售总额 49.1 亿元，增长 13.4%。外贸出口 13255 万美元，增长 4.75%。规模以上工业增加值 34.37 亿元，增长 9.81%。

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，德兴市交通设施逐渐完备。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。

2014~2016 年，德兴市地方可控财力呈波动增长态势。近三年德兴市地方可控财力分别为 40.31 亿元、58.53 亿元和 56.86 亿元，跟踪期内德兴市政府性基金收入下降，地方可控财力同比小幅下降 2.85%。

从财政收入结构看，2016 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 52.30%、21.56%和 26.03%，一般预算收入为德兴市可控财力的主要组成部分。

表1　德兴市2014~2016年财政收入构成情况

（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
（一）地方一般预算收入	24.52	27.73	29.74
1、税收收入	14.74	15.76	16.00
2、非税收入	9.78	11.97	13.74
（二）政府性基金收入	5.13	20.02	14.80
1、国有土地使用权出让金	4.71	18.80	13.93
2、其他	0.42	1.21	0.87
（三）上级补助收入	10.60	10.73	12.26
1、税收返还收入	0.57	0.54	-0.10
2、一般性转移支付收入	6.20	7.10	7.70
3、专项转移支付收入	3.83	3.09	4.65
（四）预算外财政专户收入	0.06	0.06	0.06
地方可控财力	**40.31**	**58.53**	**56.86**

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 2016 年底全部债务余额合计 26.67 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%）。德兴市政府债务率为 46.97%，地方政府债务负担适宜。

表 2　2016 年德兴市债务余额（单位：万元）

地方债务（截至 2016 年 12 月底）	金额	地方财力（2016 年度）	金额
（一）直接债务余额	256034	（一）地方一般预算本级收入	297443
1、外国政府贷款		1、税收收入	159954
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	137489
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	122584
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	77043
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	46533
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	-992
3、国债转贷资金	321.46	（三）国有土地使用权出让收入	147227
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	139332
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	7380
6、国内金融机构借款	36056.65	3、农业土地开发资金	515
（1）政府直接借款	36056.65	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		（四）预算外财政专户收入	600
7、债券融资	139518.81		
（1）中央代发地方政府债券			
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资			
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	79237.08		
11、其他	900		

（二）担保债务余额	21387.43		
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	7179.40		
（1）世界银行贷款			
（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	10610.00		
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	261.92		
6、其他	3336.11		
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	266727.72	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	567854
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**46.97%**	

资料来源：德兴市财政局

跟踪期内，德兴市可控财力受基金收入下滑影响略有下降，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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年底，公司注册资本合计 10 亿元，实收资本 4 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为德兴市国有资产管理公司（以下简称“国资管理公司”），该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，公司在资本金注入、股权划入、财政补贴和业务支持等方面获得了德兴市政府的持续支持。

资本金注入

2016 年，公司收到德兴市国资办货币增资 3 亿元，增资后公司实收资本变更为 4 亿元。

股权划入

2016 年，为整合德兴市的国有资产，德兴市政府将德兴铜都园区管理有限公司股权 10.47 亿元划入公司，将市政府对江西黄金股份有限公司（以下简称“江西黄金股份”）1.16 亿元出资和对江西省德兴润泉供水有限公司（以下简称“润泉供水”）0.10 亿元出资转入公司。

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），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。

2016 年，公司计入当期损益的政府补助合计 2.02 亿元，其中财政拨付受托代建项目业务补助为 2.01 亿元，财政贴息 0.01 亿元。

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德兴市人民政府移交、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。2016 年公司确认基础设施建设收入 5.16 亿元，回款 2.34 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。2016 年度，公司收到拨付款 1.39 亿元。

总体看，跟踪期内，德兴市对公司的支持力度大，是公司可持续发展的重要保障。

七、管理分析

跟踪期内，公司注册资本由 1 亿元变更为 10 亿元，同时变更统一社会信用代码。此外，公司在管理体制及法人治理结构方面无重大变化。

八、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，跟踪期内公司营业收入主要来源于代建项目收入。

2016 年，公司实现营业收入 5.35 亿元，其中基础设施建设实现收入 5.16 亿元。2016 年度公司结转收入项目较多、涉及资金规模较大，带动当年基础设施建设业务收入同比增长 12.79%。

毛利率方面，2016 年公司基础设施建设板块毛利率为 8.00%，较 2015 年下降 2.71 个百分点，主要系“营改增”后部分销项税无法抵消导致成本上升所致。公司 2016 年综合毛利率下降至 9.52%。

表 3　2014~2016 年公司营业收入分类和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 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	21323.02	43.11	10.71	45754.09	97.50	10.71	51603.84	96.50	8.00
土地开发	28134.27	56.89	10.71	--	--	--	--	--	--
其他	--	--	--	1172.01	2.50	59.27	1869.05	3.50	51.48
合计	**49457.29**	**100.00**	**10.71**	**46926.11**	**100**	**11.93**	**53472.89**	**100.00**	**9.52**

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，2016 年公司完成了生态工业园道路建设工程、香屯生态园上乐路道路工程等。2016 年确认结算收入 5.16 亿元，同期结转成本为 4.75 亿元。

表 4　公司 2014～2016 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
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**
香屯生态工业园基础设施建设工程	7293.38	7930.66
总部经济大楼建设工程	6470.89	7036.31
生态工业园道路建设工程	5657.74	6152.10
硫化工产业基地基础设施建设工程	5443.66	5919.31
香屯生态园上乐路道路工程	4233.77	4603.71
生态园区林地恢复建设工程	2558.38	2781.93
西园安置房建设工程	1974.08	2146.57
入孵企业创业中心建设工程	1462.04	1589.79
凤凰大道、金山大道延伸段工程款	397.78	432.54
会展中心配套工程	2885.82	3137.98
南门新区明渠工程	1395.91	1517.88
南门新区主干道路网工程	1327.81	1443.83
其他零星工程	254.87	277.29
铜都北大道绿化工程	274.54	298.53
火车站配套项目	5826.32	6335.41
2016 年度小计	47456.99	51603.84

资料来源：公司提供

公司 2016 年收到政府的代建项目款为 2.34 亿元，2016 年基础设施建设收入回款情况较差。该类款项在销售商品、提供劳务收到的现金科目内体现。截至 2016 年底公司有应收财政局 8.78 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。2016 年收到偿还资金 1.39 亿元。

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、三清山-婺源养老生态旅游示范区和棚户区改造等工程，合计总投资为 86.89 亿元，已投资金额为 22.73 亿元，未来需投资金额为 64.16 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　截至 2016 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
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	9.25	0.74	7.26
生态工业园道路	20 余千米	6.00	2012－2020 年	9.50	0.57	5.43
新型产业园二期工程	2.6 平方公里	16.00	2012－2020 年	1.75	0.28	15.72
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	75.00	8.33	2.77
公租房	一期 970 套，二期 498 套	0.60	2012－2017 年	75.00	0.45	0.15
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	60.00	4.81	3.21
三清山-婺源养老生态旅游示范区建设项目	养老示范区块、乡村集市区块、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	19.62	2015-2017 年	35.00	6.87	12.75
棚户区改造	项目区域内拆迁户的安置，拆迁总户数 3510 户，拆迁总面积 38.87 万平方米	17.55	2016-2017 年	3.87	0.68	16.87
合计	--	**86.89**	--	--	**22.73**	**64.16**

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。

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，业务无持续性。

2.　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。

2017 年，德兴市政府会议原则通过以公司为主体组建德兴市投资控股集团有限公司，进一步提升了公司在德兴市的重要地位。

九、财务分析

公司提供了 2016 年审计报告，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报告。

截至 2016 年底，公司合并范围内新增全资设立的德兴市公务用车服务有限公司（公司尚未出资），和政府划入的江西铜都园区管理有限责任公司及德兴市梧风银河宾馆有限公司全部股权。公司新增子公司规模不大，对财务可比性影响较小。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 122.83 亿元，所有者权益 80.56 亿元（含少数股东权益 0.19 亿元）；2016 年公司实现营业收入 5.35 亿元，利润总额 2.28 亿元。

1.　资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 122.83 亿元，同比大幅增长 46.55%。其中，流动资产 101.97 亿元（占比 83.02%），公司资产以流动

资产为主。

截至 2016 年底，公司流动资产为 101.97 亿元，同比增长 23.90%。公司流动资产主要由货币资金（占比 14.84%）、应收账款（占比 8.64%）、其他应收款（占比 18.44%）和存货（占比 57.72%）构成。

跟踪期内，公司货币资金快速上升，同比增长 273.81%，主要系公司跟踪期内扩大融资规模及收到股东注资所致；截至 2016 年底，公司货币资金为 15.13 亿元，主要为银行存款 13.43 亿元（占比 88.76%），公司其他货币资金 1.70 亿元为定期存单质押资金，使用受限。

跟踪期内，公司应收账款大幅增长 81.31%，截至 2016 年底，公司应收账款为 8.81 亿元，主要为应收德兴市财政局的款项 8.78（占比 99.48%,1 年及 1~2 年）。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 90.71%，截至 2016 年底，公司其他应收款为 18.81 亿元，主要系公司与德兴市财政局及国资办的往来款项增长所致。2016 年公司计提了 755.08 万元坏账准备。从集中度来看，公司前五大客户欠款金额为 18.67 亿元，占其他应收账款总额的 98.90%，集中度高。欠款单位主要为德兴市财政局等政府部门，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，对公司的资金形成占用。

表 6　2016 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	142294.94	1 年/1-2 年	75.36	往来款
德兴市国有资产监督管理办公室	30000.00	1 年以内	15.89	关联方往来款
德兴市三木源口至龙头山公路建设指挥部	12457.91	1 年/1-2 年	6.60	往来款
德兴市人民政府	1500.00	5 年以上	0.79	关联方往来款
德兴市祝梧公路建设指挥部	489.00	2-3 年	0.26	往来款
合计	**186741.85**	--	**98.90**	--

数据来源：公司审计报告

公司存货中主要为开发成本和待开发土地，2016 年公司存货同比下降 6.83%，主要系德兴市人民政府收回原注入子公司江西铜都投资有限公司的 2 宗土地合计 2.17 亿元。截至 2016 年底，公司存货为 58.86 亿元，其中开发成本 3.57 亿元、待开发土地 55.24 亿元。截至 2016 年底，公司已抵押的土地使用权为 48.06 亿元，抵押比率为 87.00%，公司土地资产抵押比率高，资产流动性弱。

截至 2016 年底，公司非流动资产为 20.86 亿元，同比大幅增长，主要系划入公司导致投资性房地产大幅增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占比 6.07%）、投资性房地产（占比 81.48%）、固定资产（占比 5.36%）和在建工程（占比 6.20%）构成。

截至 2016 年底，公司新增长期股权投资 1.27 亿元，主要为政府对润泉供水和江西黄金股份出资转入公司所致。

截至 2016 年底，公司新增投资性房地产 17.00 亿元，主要系政府划入江西铜都园区管理有限公司股权转入的房屋和建筑。

截至 2016 年底，公司固定资产为 1.12 亿元，同比增长 230.85%，主要包括房屋和运输设备等。

截至 2016 年底，公司在建工程为 1.29 亿元，同比增长 24.03%。公司在建工程主要包括公司旅游公路项目 0.32 亿元、梧风迎楼宾馆迎宾楼 0.22 亿元和峡谷水景游步道 0.22 亿元等项目。

总体看，跟踪期内，公司资产规模随着政府注资和股权划入大幅增长，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，土地抵押率高，应收类款项规模大，公司资产流动性弱，资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益为 80.56 亿元，同比增长 22.94%。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，2016 年底占比分别为 4.97%、83.05%和 10.59%。

2016 年，公司收到德兴市国资办增资 3 亿元，实收资本增长至 4 亿元。截至 2016 年底，公司资本公积为 66.91 亿元，同比增长 17.83%，2016 年，德兴市政府通过股权划入对公司新增资本公积 12.07 亿元，同期，德兴市人民政府收回原注入子公司的土地 2.17 亿元。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益规模大幅增长，权益主要以实收资本和资本公积为主，权益稳定性较好。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额为 42.27 亿元，同比大幅增长 131.16%，其中流动负债和非流动负债占比分别为 33.16%和 66.84%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债为 14.02 亿元，同比大幅增长 184.54%，主要系新增短期借款及其他应付款和一年内到期的非流动负债的增加所致；2016 年底公司流动负债主要为短期借款（占比 8.13%）、预收款项（占比 8.68%）、应交税费（占比 6.47%）和其他应付款（占比 45.24%）。

截至 2016 年底，公司新增短期借款 1.14 亿元，其中保证借款 1.10 亿元，信用借款 0.04 亿元。

截至 2016 年底，公司预收账款为 1.22 亿元，同比增长 1.24%，主要为公司预收德兴市财政局代建项目款。

截至 2016 年底，公司其他应付款为 6.34 亿元，同比大幅增长 462.08%，主要系 2016 年并表的铜管园区管理公司挂账的“德兴市经济开发区管理委员会”往来款所致。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 3.45 亿元，主要为到期的长期借款 1.85 亿元和“14 德兴债/14 德兴城经债”分期支付本金 1.60 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 28.25 亿元，同比大幅增长 111.48%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 37.41%）、应付债券（占比 50.97%）、一年内到期的非流动负债（占比 24.61%）和长期应付款（占比 11.62%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款为 10.57 亿元，同比增长 113.07%，主要系公司新增质押借款 7.58 亿元所致。

截至 2016 年底，公司应付债券为 14.40 亿元，为公司 2014 年 10 月发行的企业债 8 亿元“14 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 德兴债/16 德兴城经债”。

截至 2016 年底，公司长期应付款为 3.29 亿元，同比大幅增长，主要系公司收到中国农发重点建设基金有限公司的 2.89 亿元投入款和政府债券置换资金 0.40 亿元所致。公司长期应付款已调整至公司长期债务中。

截至 2016 年底，公司调整后全部债务为 32.84 亿元，同比大幅增长 142.74%，公司整体债务规模大幅上升。其中，长期债务占 86.02%，短期债务占 13.98%。公司有息债务以长期债务为主。

从债务指标来看，跟踪期内，公司债务负担大幅上升，截至 2016 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 34.41%、28.96%和 25.96%。

总体看，跟踪期内，公司债务以长期债务为主，2016 年公司债务规模快速增长，但整体债务水平仍较低。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司基础设施代建业务规模有

所增长，2016 年公司营业收入为 5.35 亿元，同比增长 13.95%；同时，营业成本也同步增长，2016 年同比增长 17.07%，为 4.84 亿元，涨幅大于营业收入；2016 年公司的营业利润率为 8.84%，较 2015 年增长 2.46 个百分点，主要系税金及附加减少所致。

期间费用方面，主要由管理费用构成，2016 年公司期间费用 0.18 亿元，期间费用率为 3.32%；2016 年，公司营业外收入为 2.03 亿元，其中政府补贴收入 2.02 亿元；同期，公司实现利润总额为 2.28 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，2016 年总资本收益率和净资产收益率分别为 2.50%和 2.69%，分别较 2015 年下降 0.17 个和 0.43 个百分点，主要系公司所有者权益及有息债务快速增长所。

总体来看，跟踪期内，公司收入规模增长，利润总额对补贴收入依赖大，公司自身盈利能力弱。

5. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年公司回款情况较差，销售商品提供劳务收到的现金同比下降 46.22%，为 2.59 亿元；同期，公司现金收入比为 48.41%，同比下降 54.25 个百分点，公司收现质量波动性大；2016 年，公司收到的其他与经营活动有关的现金为 2.35 亿元，主要为收到的政府补助和资金往来款。2016 年，公司经营活动现金流出量为 17.46 亿元，同比下降 30.99%，但仍维持较高规模；2016 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 2.60 亿元，同比大幅下降 86.94%，主要系 2015 年公司购买 10 宗土地导致支付现金较大所致；2016 年公司支付的其他与经营活动有关的现金为 13.51 亿元，同比增长 155.44%，主要系公司资金往来款项大幅增长所致；同期，公司经营活动现金流净额为-12.52 亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流入量为 2.39 亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金 2.39 亿元主要为跟踪期股权划入公司划入时的现金；投资活动现金流出量规模较小，全部为购建固定资产、无形资产支付的现金 0.55 亿元。2016 年公司投资活动现金流净额为 1.84 亿元。

筹资活动方面，2016 年公司加大了筹资力度，筹资活动现金流入量为 22.92 亿元，主要为吸收德兴市国资办投入资本 3.00 亿元、取得借款收到的现金 8.82 亿元、2016 年公司发行的 8 亿元“16 德兴债/16 德兴城经债”和农发基金投入款 2.84 亿元。2016 年公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金、分配股利及利息支出和支付其他与筹资活动有关的现金，分别为 0.39 亿元、0.74 亿元和 1.70 亿元；同期，公司筹资活动现金流净额为 20.09 亿元。

综合来看，跟踪期内，公司经营活动现金流持续为负，公司收现质量差且波动大，融资规模较大；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，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，2016 年底分别为 727.36%和 307.50%。2016 年，公司经营性净现金流为负，对流动负债不具有保障能力。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好。

从长期偿债能力指标来看，2016 年，公司 EBITDA 为 2.31 亿元，同比增长 6.65%。2016 年调整后全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 14.24 倍和 3.48 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障程度快速下降。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。

7. 存续期债券偿债能力

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、2016年3月21日至2023年3月21日。2016年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为2.31亿元和4.94亿元，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0.31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，2016年公司EBITDA和经营活动现金流入量对其保障倍数分别为 0.72 倍和1.54倍。2016年经营活动净流量持续为负，对存续期企业债没有保障能力。公司EBITDA和经营活动现金流入量对“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，对其单年最高偿付本金的保障能力一般。

“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。2017年经德兴市周华德源土地估价有限公司出具的土地价值评估说明，抵押担保所涉及的土地未发生减值。抵押土地具体情况如下表：

表7 “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；估价说明

“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均位于县级市，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。

截至 2016 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，合计担保金额 1.75 亿元，担保比率为 2.17%。德兴市人民医院为二级甲等医院，目前经营状况良好。公司或有负债风险低。

截至 2016 年底，公司授信额度合计 11.71 亿元，已全部使用完毕。公司融资渠道亟待拓宽。

8. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10361181000050300），截至 2017 年 4 月 12 日，公司有已结清 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。公司有 5 笔已结清的欠息记录。公司无其他未结清和已结清的不良信贷信息记录。

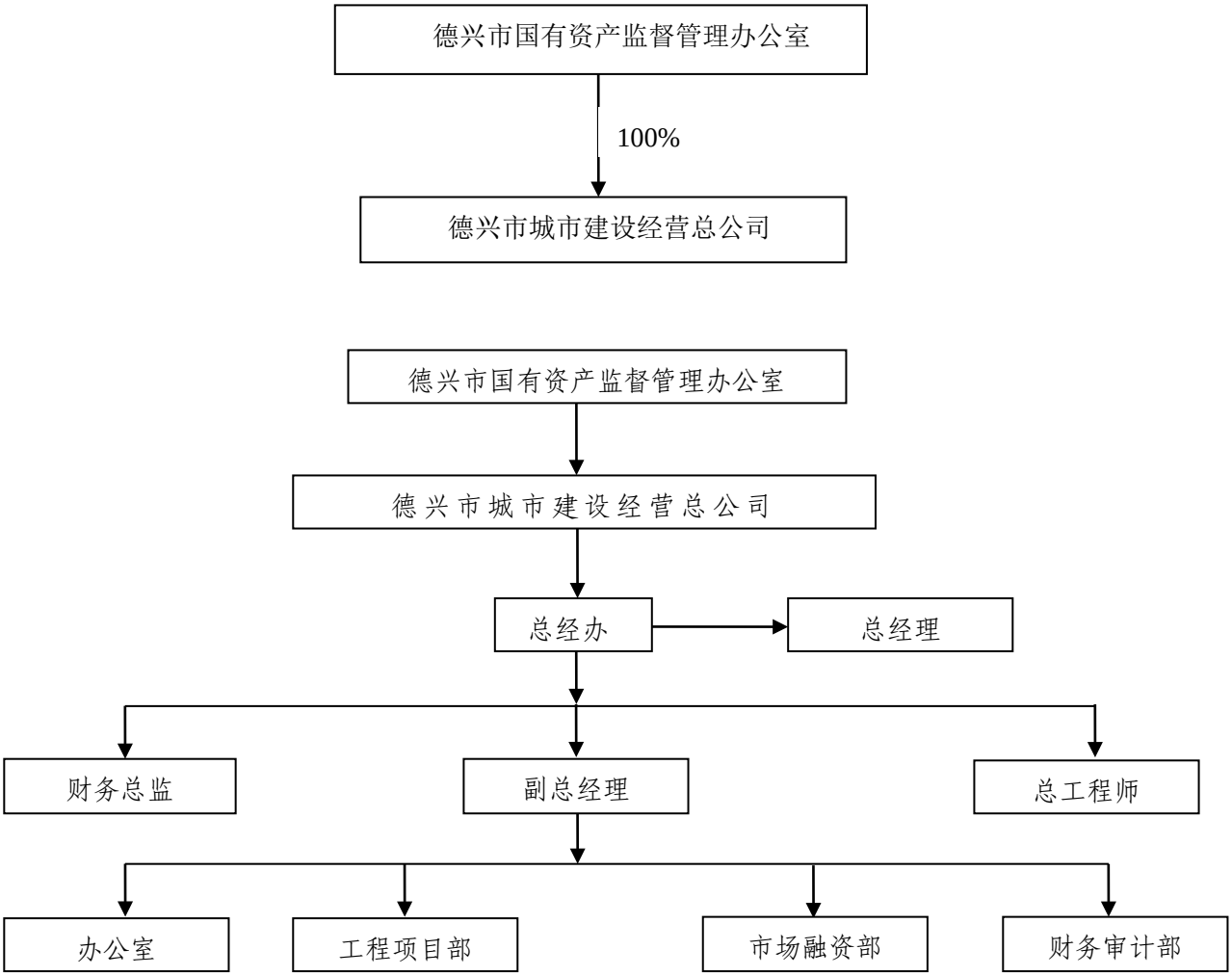
9. 抗风险能力

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。

十二、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA-调整至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。

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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.27	4.05	15.13
资产总额(亿元)	82.11	83.82	122.83
所有者权益(亿元)	65.23	65.53	80.56
短期债务(亿元)	1.27	0.17	4.59
长期债务(亿元)	12.85	12.96	24.97
调整后长期债务(亿元)	12.85	13.36	28.25
全部债务(亿元)	14.12	13.13	29.56
调整后全部债务(亿元)	14.12	13.53	32.84
营业收入(亿元)	4.95	4.69	5.35
利润总额(亿元)	2.21	2.14	2.28
EBITDA(亿元)	2.22	2.16	2.31
经营性净现金流(亿元)	-4.70	-16.05	-12.52
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.71	1.06	0.78
存货周转次数(次)	0.08	0.07	0.08
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.05
现金收入比(%)	28.86	102.66	48.41
营业利润率(%)	5.08	6.37	8.84
总资本收益率(%)	2.72	3.43	2.50
净资产收益率(%)	3.30	3.12	2.69
长期债务资本化比率(%)	16.45	16.51	23.66
调整后长期债务资本化比率(%)	16.45	16.94	25.96
全部债务资本化比率(%)	17.79	16.69	26.84
调整后全部债务资本化比率(%)	17.79	17.11	28.96
资产负债率(%)	20.55	21.82	34.41
流动比率(%)	1959.78	1670.51	727.36
速动比率(%)	410.92	388.25	307.50
经营现金流动负债比(%)	-116.47	-325.80	-89.32
全部债务/EBITDA(倍)	6.36	6.07	12.82
调整后全部债务/EBITDA(倍)	6.36	6.26	14.24
EBITDA 利息倍数(倍)	37.35	3.26	3.48

注：调整后长期/全部债务=长期/全部债务+长期应付款。

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。