

信用等级公告

联合[2014]278 号

德兴市城市建设经营总公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2014 年企业债券进行了主动评级，确定：

德兴市城市建设经营总公司主体长期信用等级为 AA-Pi

德兴市城市建设经营总公司拟发行的 2014 年企业债券信用等级为 AA_{Pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一四年九月廿日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

德兴市城市建设经营总公司

2014 年度 8 亿元企业债券信用评级报告

本期企业债券信用等级: AA₊

公司主体信用等级: AA₊

评级展望: 稳定

本次发行规模: 8 亿元

债券期限: 九年

还本付息方式: 按年付息, 存续期内第 3 年至第 7 年末每年分期偿还本金的 20%

评级时间: 2014 年 9 月 22 日

财务数据:

项目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	27.15	31.86	53.96
所有者权益(亿元)	21.60	27.86	44.65
长期债务(亿元)	1.49	1.55	4.60
全部债务(亿元)	2.00	1.99	5.74
营业收入(亿元)	1.46	2.44	3.41
净利润(亿元)	0.63	1.01	1.43
EBITDA(亿元)	0.65	1.03	1.46
经营性净现金流(亿元)	0.78	1.43	1.19
营业利润率(%)	3.49	3.49	3.49
净资产收益率(%)	2.94	4.08	3.95
资产负债率(%)	20.46	12.56	17.25
全部债务资本化比率(%)	8.48	6.67	11.38
流动比率(%)	667.67	1,299.12	1,104.19
EBITDA/全部债务(倍)	0.32	0.52	0.25
EBITDA/本期发债额(倍)	0.08	0.13	0.18

分析师

张兆新

电话: 010-85172818

邮箱: zhangzx@unitedratings.com.cn

刘晓亮

电话: 010-85172818

邮箱: liuxl@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.lianhecreditratings.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”) 对德兴市城市建设经营总公司(以下简称“公司”) 的评级, 反映了公司作为德兴市城市基础设施开发建设的重要主体, 在业务区域垄断性、政府支持等方面具备一定优势。同时联合评级也关注到, 德兴市目前经济总量及财力偏小, 公司已完成的基建投资业务相对较少、未来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。

未来随着德兴市市政建设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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券以公司土地使用权作为抵押担保(当抵押比率低于 1.8 倍时, 公司会追加抵押资产以弥补价值差额部分), 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为偿债资金的主要来源, 募投项目运营收入和相关土地出让收益对本期债券本息覆盖程度较高。同时针对本期债券, 公司设置专项偿债账户, 并由中国工商银行股份有限公司德兴支行进行监管; 设立了本金提前分期等额偿还条款, 这有助于减轻公司的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 公司本期债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司是德兴市城市开发建设的重要主体, 得到政府在土地资产注入、财政补贴等方面的大力支持。

2. 本期债券以公司土地使用权作为抵押担保, 有效地降低了本期债券信用风险。

3. 对于本期债券的偿还，公司制定了多项有效保障措施，本期债券设置分期偿付，有助于降低集中偿付风险。

关注

1. 德兴市为县级市，目前经济总量及财力偏弱。

2. 公司在建和拟建项目投资规模较大，存在一定的融资压力。公司资产以存货为主，土地资产占比大，抵押比率较高，存货变现能力较弱，整体资产流动性一般。

3. 本期债券发行规模大，对公司现有债务影响大。本期债券偿付依赖募投项目预期收益，预期收益的实现具有一定的不确定性。

4. 本期债券用于抵押的资产全部为土地资产，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。国家对房地产市场宏观调控使土地市场价格波动较大，未来公司用于抵押的土地价格具有下行风险。

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以“pi”后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由德兴市城市建设经营总公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级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。联合评级、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。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对德兴市城市建设经营总公司主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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 1,000 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 9,000 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委员会（以下简称“德兴市国资办”）对公司履行出资人职责；截至 2013 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。

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。（以上项目国家有专项规定凭许可证或资质证经营）。

截至 2013 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，公司目前拥有两家全资子公司：江西铜都投资有限公司和德兴市九都投资发展有限公司（以下简称“九都投资”）；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 1-2）。

截至 2013 年底，公司资产总额 53.96 亿元，负债合计 9.31 亿元，所有者权益 44.65 亿元。2013 年公司实现营业收入 3.41 亿元，净利润 1.43 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.19 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.20 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：张正坤。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 8 亿元企业债券（以下简称“本期债券”），期限为 7 年，采用固定利率形式。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券设立提前偿还条款，在存续期内每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%，当期利息随本金一起支付。

本期债券采用国有土地使用权抵押担保，公司以其合法拥有的 5 宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，根据博文房地产土地造价咨询评估有限公司出具的《土地估价报告》（（东莞）苏博文【2014】（估）001 号-005 号），上述国有土地使用权价值约为 24.65 亿元，为本期债券发行额度的 3.08 倍。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金总额为 8 亿元，全部用于德兴市现代综合物流园建设项目、香屯生态工业园建设项目及中国遮阳产业交易博览中心项目（以下简称“本期募投项目”）。

表 1 募集资金投向明细表（单位：亿元，%）

项目名称	项目总投资	募集资金分配	募集资金占总投资的比例
德兴市现代综合物流园建设项目	3.01	1.50	49.91
中国遮阳产业交易博览中心项目	8.02	2.50	31.17

香屯生态工业园建设项目	11.10	4.00	36.04
合计	22.12	8.00	36.16

资料来源：公司提供

德兴市现代综合物流园建设项目

(1) 项目建设内容

本次规划物流园拟在德兴市新营高速出口处规划建设，建设内容包括园区物流设施建设、园区通道建设和物流信息系统建设三大主要任务，项目总用地面积 199,999.8 平方米，总建筑面积 152,000 平方米，建设内容如下：物流综合服务楼 22,000 m²；展示交易厅 40,000 m²；仓库 80,000 m²；设备机房 2,000 m²；产品加工间 8,000 m²；拆装作业区 20,000 m²；堆场 10,000 m²；区内停车场、道路、绿化、给排水和通讯通电等配套工程；信息系统；机械设备 1,171 台（套）。

(2) 项目审批情况

1) 德兴市发展和改革委员会 2014 年 4 月 16 日出具《关于德兴市现代综合物流园建设项目备案的通知》（德发改社字【2014】03 号）；

2) 德兴市环境保护局 2013 年 11 月 25 日出具《关于德兴市现代综合物流园建设项目环境影响报告书的批复》（德环评字【2013】56 号）；

3) 德兴市城乡规划局《德兴市现代综合物流园建设项目选址意见书》（德选字第【2013】048 号）；

4) 德兴市城乡规划局《德兴市现代综合物流园建设用地规划许可证》（德地字第城规 2014-GJ-017 号）；

5) 德兴市国土资源局 2013 年 11 月 20 日出具《关于德兴市现代综合物流园建设项目用地初审意见》（德国土资初字【2013】13 号）；

6) 德兴市发展和改革委员会 2014 年 3 月 28 日出具《关于德兴市城市建设经营总公司德兴市现代综合物流园建设项目节能评估和审查的批复》（德发改能审字【2014】20 号）。

(3) 项目总投资及项目法人

项目总投资人民币 30,054.16 万元，项目法人为公司。

(4) 项目经济效益分析

物流园建成后园区收入主要由以下部分组成：产品交易管理费、交易市场摊位收入、仓库仓储业务收入、产品加工收入、商务信息咨询、停车场收入。按照项目建设期 2 年（建设期第一年收入可达到正常年份收入的 60%，建设期第二年收入可达到正常年份运营收入的 80%），运营期 12 年来测算，运营期内年运营收入约为 17,203 万元/年，利润总额为 9,224 万元/年；偿债期内收入约为 15,729 万元/年，利润总额为 8,433 万元/年。

(5) 项目实施进度

截至 2014 年 5 月 5 日，现代综合物流园建设项目已完成前期投资额 2,100 万元，项目完工进度为 6.99%。

中国遮阳产业交易博览中心项目

(1) 项目建设内容

项目总用地面积 558 亩，总建筑面积 437000 平方米，主要建设内容及规模如下：窗帘加工区，占地面积 5.8 万平方米，建筑面积 12 万平方米；窗帘交易区，占地面积 7.25 万平方米，

建筑面积 11.6 万平方米；窗帘品牌经营区，占地面积 3.2 万平方米，建筑 6 万平方米；产品展示大厅，占地面积 3.2 万平方米，建筑面积 3 万平方米；仓储物流配送中心，占地面积 4.5 万平方米，建筑面积 9.8 万平方米；管理及研发中心，占地面积 1500 平方米，建筑面积 1.3 万平方米。配套设施包括：道路及停车场及绿化面积 13.1 万平方米，以及室内外给排水、供电、消防、暖通等。

(2) 项目审批情况

1) 德兴市发展和改革委员会 2014 年 4 月 9 日出具《关于中国遮阳产业交易博览中心项目备案的通知》(德发改社字【2014】02 号)；

2) 德兴市环境保护局 2014 年 1 月 16 日出具《关于德兴市中国遮阳产业交易博览中心项目环境影响报告书的批复》(德环评字【2014】5 号)；

3) 德兴市城乡规划局《德兴市中国遮阳产业交易博览中心建设项目选址意见书》(德选字第【2014】002 号)；

4) 德兴市城乡规划局《德兴市中国遮阳产业交易博览中心建设用地规划许可证》(德地字第城规 2014-GJ-018 号)；

5) 德兴市国土资源局 2014 年 1 月 13 日出具《关于德兴市中国遮阳产业交易博览中心项目用地初审意见》(德国土资初字【2014】11 号)；

6) 德兴市发展和改革委员会 2014 年 3 月 15 日出具《关于江西铜都投资有限公司德兴市中国遮阳产业交易博览中心项目节能评估和审查的批复》(德发改能审字【2014】18 号)。(3) 项目总投资及项目法人

(3) 项目总投资及项目法人

项目总投资人民币 80211.97 万元，项目法人为公司子公司，江西铜都投资有限公司。

(4) 项目经济效益分析

项目建成后主要收入来源由以下部分构成：加工区租赁收入、交易区租赁收入、仓储区收入、其他收入（主要包括停车场收入和平面广告收入），按项目建设期 3 年，运营期 15 年来测算，运营期内收入约为 25,957 万元/年，利润总额为 13,727 万元/年；偿债期内收入约为 13,571 万元/年，利润总额为 4,807 万元/年。

(5) 项目实施进度

截至 2014 年 5 月 5 日，德兴市遮阳产业交易博览中心项目已完成前期投资额 4,210 万元，项目完工进度为 5.25%。

德兴市香屯生态工业园建设项目

(1) 项目建设内容

本项目建设范围为德兴市香屯生态工业园 B-04~B-08 地块，主要建设内容包括土石方工程、道路、管网工程、工业标准厂房等工程建设。具体内容如下：1、场地土石方工程：场地土石方工程为 2,772.67 万立方米，其中挖方工程为 2,652.05 万立方米，填方工程为 120.62 万立方米。2、建设区域内道路工程总长为 22,699 米。3、建设区域内管网工程：其中给水管线、雨水排水管线、污水排水管线、燃气管线、电力管线、电信管线均 22,699 米。4、建设基地内 B-04 地块标准厂房建设工程。按《德兴市香屯生态工业园区控制性详细规划》确定 B04-02 地块占地面积 80,957 平方米，容积率 1.3，标准厂房建筑面积 105,244.1 平方米；B04-07 地块占地面积 90,308 平方米，容积率 1.4，标准厂房建筑面积 126,431.2 平方米，合计标准厂房建筑

面积为 231,675.3 平方米。

(2) 项目审批情况

1) 德兴市发展和改革委员会 2014 年 4 月 15 日出具《关于德兴市香屯生态工业园建设项目备案的通知》(德发改社字【2014】30 号);

2) 德兴市环境保护局 2014 年 2 月 27 日出具《关于德兴市香屯生态工业园建设项目环境影响报告书的批复》(德环评字【2014】6 号);

3) 德兴市国土资源局 2014 年 2 月 20 日出具《关于德兴市香屯生态工业园建设项目用地初审意见》(德国土资初字【2014】10 号);

4) 德兴市城乡规划局《德兴市香屯工业园建设项目选址意见书》(德选字第【2014】002 号);

5) 德兴市城乡规划局《德兴市香屯工业园建设项目建设用地规划许可证》(德地字第城规 2014-GJ-019 号);

6) 德兴市发展和改革委员会 2014 年 4 月 11 日出具《关于江西铜都投资有限公司德兴市香屯生态工业园建设项目节能评估和审查的批复》(德发改能审字【2014】31 号)。

(3) 项目总投资及项目法人

项目总投资人民币 110,978.24 万元,项目法人为公司子公司,江西铜都投资有限公司。

(4) 项目经济效益分析

项目完成后主要收入来源由香屯工业园区的标准化厂房出让收入和土地开发整理收入等构成,经计算,本项目公司可获得收入额达 177,852.09 万元。项目建设期 4 年,为提高资金使用效益,项目采取滚动开发的策略,即在第 1 年即将地块部分出让以获取现金流。本项目静态回收期为 4 年,回收期内收入约为 44,643 万元/年,利润总额为 16,193 万元/年,偿债期内平均收入约为 25,407 万元/年,利润总额为 9,253 万元/年。本项目财务基准收益率取 8%。经项目静态财务分析,本项目利润总额 64,771 万元,年平均利润总额为 16,193 万元。投资利润率为 14.6%,项目资本金利润率为 26.56%。

(5) 项目实施进度

截至 2014 年 5 月 5 日,德兴市香屯生态工业园建设项目已完成前期投资额 4.69 亿元,项目完工进度为 36.36%。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

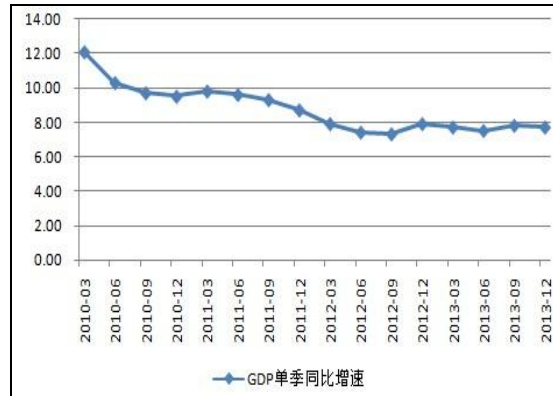
2013 年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013 年中国实现国内生产总值 568,845 亿元,同比增长 7.7%。

2013 年,中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在 2000 万以上的企业,下同)实现利润总额 62,831 亿元,同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237,810 亿元,同比名义增长 13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资(不

含农户) 436,528 亿元, 同比增长 19.6%; 三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%; 对外贸易增速进一步下滑。2013 年, 中国进出口总额为 41,600 亿美元, 同比增长 7.6%; 其中出口金额增长 7.9%, 进口金额增长 7.3%, 贸易顺差 2,592 亿美元。

图 1 2010 年以来中国 GDP 季度增长情况 (%)



资料来源: 国家统计局

2. 政策环境

财政政策方面, 继续实施积极的财政政策, 结合税制改革完善结构性减税政策, 促进经济结构调整; 适当增加财政赤字和国债规模, 保持必要的支出力度; 进一步优化财政支出结构, 保障和改善民生。2013 年全年, 中国财政累计收入为 129,143 亿元, 同比增长 10.1%, 各项民生政策仍得到较好落实, 医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面, 自 8 月 1 日起, 在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点, 并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面, 中央财政不断加大投资建设力度, 7 月 31 日召开的国务院常务会议, 研究推进政府向社会力量购买公共服务, 部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面, 央行继续实施稳健的货币政策, 根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调; 灵活开展公开市场操作, 开展常备借贷便利操作, 促进银行体系流动性总体平衡; 发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用, 引导货币信贷平稳适度增长, 增强金融机构抗风险能力; 进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日, 贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行, 实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底, M2 存量达 110.7 万亿, 同比增长 13.6%。从社会融资规模来看, 2013 年全年社会融资规模为 17.29 万亿, 比上年多 1.53 万亿; 其中人民币贷款增加 8.89 万亿; 非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快, 分别增加 2.55 亿元和 1.84 亿元; 上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4,082 亿元, 增加 1,369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元, 比上年减少 667 亿元。人民币汇率方面, 截至 2013 年底, 人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元, 比上年末升值 3.1%; 人民币汇率双向浮动特征明显, 汇率弹性明显增强, 人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面, 2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态, 近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企, 资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面, 继续加快结构调整和转型升级, 继续严格控制“两高”和产能过剩行业

盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1,000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

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

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与合作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中

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

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

（2）行业政策

国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策。原国家体改办出台的《1998 年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于 2004 年 7 月 16 日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009 年 3 月，中国人民银行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道。在 2009 年 4 万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010 年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010 年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发[2010]19 号文对融资平台债务进行全面清理（1）对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再继续通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发[2010]19 号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

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

2010 年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的

通知》发改办财金【2010】2881 号，凡是申请发行企业债券的投融资平台公司，其偿债资金来源 70%以上（含 70%）必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发[2010]19 号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过 30%的投融资平台公司发行企业债券，除满足现行法律法规规定的企业债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投融资平台公司发行企业债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过 100%，其发行企业债券的申请将不予受理。

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

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

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

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

（3）中国基础设施建设发展展望

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。

2013 年全年，全国固定资产投资总额完成 44.71 万亿元，比上年名义增长 19.3%。截至 2013 年底，中国城镇化率为 53.73%，较上年提高 1.16 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，逐步形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。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

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，地处长三角经济区和海西经济区区域内，区位优势明显。总面积 2,101 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，2011—2013 年分别实现国内生产总值（GDP）104 亿元、125 亿元和 135 亿元。

根据德兴市 2013 年政府工作报告：2013 年，德兴市财政总收入累计完成 28.02 亿元，同比增收 3.02 亿元，增长 12.06%。其中：一般财政预算收入完成 20.23 亿元，同比增收 2.82 亿元，较上年同期增长 16.22%；2013 年，德兴市重点项目累计完成投资 62.5 亿元，当年完成 34.6 亿元，实际到位资金达 52.5 亿元；2014 年预计开工建设重点项目 120 个，计划投资 74.3 亿元。

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。

3. 政府财力

2011~2013 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 26.29 亿元、28.17 亿元和 35.26 亿元。

从财政收入结构看，2013 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 57.37%、11.35%和 31.16%，一般预算收入为德兴市本级可控财力的主要组成部分。

表2 德兴市2011~2013年财政收入构成情况（单位：亿元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	增长率 (%)
(一) 地方一般预算收入	13.20	17.40	20.23	23.77
1、税收收入	9.00	12.09	12.37	17.24
2、非税收入	4.21	5.31	7.86	36.70
(二) 政府性基金收入	4.05	1.56	3.96	-0.62
1、国有土地使用权出让金	3.88	1.36	3.58	-0.72
2、其他	0.17	0.20	0.38	1.58
(三) 上级补助收入	8.98	9.18	10.99	10.62
1、税收返还收入	0.58	0.58	0.58	0.48
2、一般性转移支付收入	4.72	5.04	6.26	15.18
3、专项转移支付收入	3.69	3.56	4.15	6.02
(四) 预算外财政专户收入	0.06	0.03	0.04	-11.76
地方可控财力	26.29	28.17	35.26	15.81

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 2013 年底全部债务余额合计 8.95 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%）。德兴市政府债务率为 25.4%（采用 2013 年地方综合财力数据进行计算），地方政府债务负担较轻。

表3 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 2013 年 12 月底）	金额	地方财力（2013 年度）	金额
(一) 直接债务余额	83,796	(一) 地方一般预算本级收入	202,267
1、外国政府贷款		1、税收收入	123,654
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	78,613
(1) 世界银行贷款		(二) 转移支付和税收返还收入	109,865
(2) 亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	62,583
(3) 国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	41,453
(4) 其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	5,829
3、国债转贷资金	321	(三) 国有土地使用权出让收入	39,630
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	35,764
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	2,112
6、国内金融机构借款	55,317	3、农业土地开发资金	379
(1) 政府直接借款	,	4、新增建设用地有偿使用费	1,375
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	55,317	(四) 预算外财政专户收入	436
7、债券融资			
(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	3,109		
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款	6,510		
11、其他	18,539		
(二) 担保债务余额	11,319		
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	6,567		
(1) 世界银行贷款	4,599		
(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	1,968		
3、政府担保的国内金融机构借款	1,000		
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	3,490		
地方政府债务余额= (一) + (二) ×50%	89,456	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	352198
债务率= (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) ×100%		25.40%	

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，一般预算收入和上级补助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，政府整体债务负担较轻。

五、基础素质分析

1. 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。

2. 人员素质

公司总经理张正坤先生，1964 年 12 月出生，大学学历，高级工程师，国家注册监理工程师高级建造师。曾任德兴市国土局科长、办公室主任、地产公司经理、副局长以及建设局副局长；现任德兴市建设局党组副书记，德兴市城市建设经营总公司总经理。

公司总工程师程东明先生，1956 年 4 月出生，高中文化程度，工程师。曾任德兴市建筑设计院副院长；现任德兴市城市建设经营总公司总工程师。

公司副总经理董继宏先生，1975 年 6 月出生，汉族，中共党员，毕业于上海建材学院。1996 年 11 月至 2006 年 4 月任龙头乡政府政法办主任、人大副主任、党委委员、常务副乡长；2006 年 4 月至 2011 年 4 月任花桥镇政府党委委员、常务副镇长；现任建设局党组成员、城经公司副总经理。

公司财务总监郑德清先生，1952 年 7 月出生。曾于 1972 年 11 月至 1988 年 12 月任德兴市海口中心卫生院会计；1989 年元月至 1995 年 9 月任德兴市海口镇财政所总预算会计；1995 年 9 月至 2007 年 10 月任德兴市海口镇财政所所长；2007 年 11 月至今任德兴市城市建设经营总公司财务总监。

截至 2013 年底，公司共有员工 14 人，本科及以上学历占 71.43%，另 28.57%均为大专学历；从岗位构成上看，管理人员 8 人，行政人员 6 人；从年龄结构看，30 岁及以下人员 7 人，30~50 岁员工 6 人，50 岁以上员工 1 人。

总体看，公司高管人员丰富的工作经验和政府工作背景；公司员工素质满足目前公司经营需要，随着业务规模的增长，对公司人员的数量和能力将提出更高的要求。

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，自成立以来在土地划拨、政府补贴等方面均得到了市政府的大力支持。

资产注入

根据德府办抄字[2003]12号，德兴市人民政府办公室为加快南门新区建设步伐，同意将南门新区 5-6、7-5、7-6 号地块共计 217 亩住宅用地；南门新区 9-4、9-6、9-7、10-6 号地块共计 212.9 亩住宅用地及原银山场红山分场国有土地 534 亩住宅用地评估后的价值 2.57 亿元，作为德兴市政府设立公司的出资，会计核算时 1 亿元计入公司注册资本，其余计入公司的资本公积，资产类对应存在存货科目体现。

根据德府字[2011]185号，德兴市人民政府为有效整合德兴市土地资源，拓宽融资渠道，加快基础设施建设，同意将德国用(2008)第 309 号、德国用(2008)第 310 号及德国用(2010)第 251 号三宗地块土地使用权注入公司并由公司开发经营。同时明确上述地块如转让处置，取得收益扣除相关费用归公司所有。根据德国资字[2011]6 号以上三宗土地的评估入账价值为 10.21 亿元，会计核算时在资本公积和存货科目列支。

根据德府字[2012]96号，德兴市人民政府为有效整合德兴市土地资源，拓宽融资渠道，加快基础设施建设，同意将德国用(2012)第 226 号地块土地使用权注入公司并由公司开发经营。同时明确上述地块如转让处置，取得收益扣除相关费用归公司所有。根据德国资[2012]14 号以上土地的评估入账价值为 5.25 亿元，会计核算时将其计入资本公积和存货科目。

根据德府字[2011]47号《关于注入国有土地使用权的通知》德兴市人民政府经研究，对公司通过招拍挂竞得的南门新区地块，面积 496.78 亩，成交价 9.50 亿元，其应交土地出让金由财政直接拨付给市国土局土地收储中心。公司取得的上述土地使用权，首先用于置换被政府收回的女儿田小区 A、B、C 地块、南门规划地块和银城南门地块土地所有权，价值 2.51 亿元（其中账面价值 1.5 亿元土地用于置换德府办抄字[2003]12 号注入公司的土地），此外的 6.99 亿元作为政府对公司的投入。

根据德兴市人民政府德府办抄字[2013]758 号办公室抄告单，江西铜都投资有限公司的全部国有股权及权益无偿划转给公司，江西铜都投资有限公司 2013 年 12 月 31 日资产负债表纳入合并范围。截至 2013 年度，江西铜都投资有限公司拥有土地使用权 4.02 亿元。

根据德兴市人民政府德府办抄字[2013]756 号办公室抄告单，德兴市九都投资发展有限公司全部国有股权及权益无偿划转给本公司，德兴市九都投资发展有限公司 2013 年 12 月 31 日资产负债表纳入合并范围。截至 2013 年底，德兴市九都投资发展有限公司拥有的土地使用权 8.53 亿元。

根据德兴市人民政府德府办抄字[2013]757 号办公室抄告单，江西大茅山旅游发展股份有限公司 51% 的国有股权及相应权益无偿划转给本公司，江西大茅山旅游发展股份有限公司 2013 年 12 月 31 日资产负债表纳入合并范围。截至 2013 年底，江西大茅山旅游发展股份有限公司拥有土地使用权 3.78 亿元（其中 3.3 亿元为公司转让给大茅山）。

以上合计政府注入土地使用权的评估价值为 39.29 亿元。

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[2013]294号、德财字[2013]295号及德财字[2013]296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，同意列入相应年度“营业外收入”合计2.9亿元，会计核算时公司分别在2011年、2012年和2013年利润表的营业外收入科目列支。

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。加成比例为10%，建设、开发工程款每年结算一次。

2010年以前德兴政府为支持公司业务开展，提前支付代建项目款项，会计核算时将该款项计在预收账款科目。

总体看，德兴市对公司的支持力度大，联合评级认为，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、公司管理

1. 法人治理结构

公司是由德兴市国资办出资的国有独资企业，根据《公司法》和其他相关规定，建立了现代化的法人治理结构。

根据公司章程德兴市人民政府授权德兴市国有资产监督管理委员会代表德兴市人民政府履行国有资产出资人职责。公司设立总经理办公会，总经理办公会是公司的最高决策机构，是总经理贯彻执行党政方针政策和行使总经理管理职责的基本形式。总经理办公会由总经理1名、副总经理3名、总经理助理1名、财务总监1名组成，均由德兴市国资办委派或更换。根据会议讨论事项，可由总经理指定公司有关部门的负责人列席、召开扩大会议。公司设总经理，总经理主持公司的生产经营和管理工作，代表总经理办公会向出资人报告工作等。

2. 管理水平

从内部管理来看，公司设4个职能部门，并根据自身特点建立了相应的管理体系。

在资金管理方面，各项收费一律使用江西省行政事业收费专用票据，非现金收付由会计负责办理，现金收付由出纳负责办理。出纳应当建立健全现金账目，逐笔随时登记现金收付，账目应日清月结，账实相符。会计与出纳要经常核对库存现金情况。出纳要严格控制库存现金余额和使用范围，超过库存现金限额的，应及时缴存银行，超过银行结算起点的，采用转账支付，确保单位现金安全。

在投资管理方面，公司制定详细的投资管理制度，包括投资原则、投资控制制度等，公司的投资项目主要由政府进行决策，对外投资要上报高安市国资办中心，获得审批后方可执行。

在工程管理方面，公司制定了工程施工管理、工程项目质量管理、工程质量监督管理和施工单位安全管理等一系列完善的管理制度，对工程施工进行全面高效的管理。

总体看，公司管理体系较为完善，能够满足公司日常的经营管理需求。

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。

表 4 2011~2013 年公司营业收入分类情况（单位：万元，%）

分行业	2011 年			2012 年			2013 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建项目	14,632.39	100	9.09	17,776.63	72.73	9.09	34,074.70	100	9.09
土地整治				6,664.06	27.27	9.09			
合计	14,632.39		9.09	24,440.69		9.09	34,074.70		9.09

资料来源：审计报告

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。加成比例为 10%，建设、开发工程款每年结算一次。

2010 年以前德兴市政府为支持公司业务开展，提前支付公司代建项目款项，会计核算时将该款项计在预收账款科目，2011~2013 年随着已完工代建项目的结转，公司本部预收账款呈逐年下降趋势，未来政府对公司代建项目的前期投入具有不确定性。另公司 2011~2013 年结算项目及目前在存货科目内的大部分项目均为公司成立至 2010 年间已投入项目，2011~2013 年公司现金投入规模小。随着公司拟建项目的陆续开展，公司未来代建项目规模将有明显增长。

公司根据与德兴市人民政府《委托建设合同》，结算大部分公司从成立至 2010 年间已完工的项目(详见表 5)，2011~2013 年分别确认结算收入 1.46 亿元、1.78 亿元和 3.41 亿元，同期结转成本分别为 1.33 亿元、1.62 亿元和 3.10 亿元。

表 5 公司 2011~2013 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
银泗公路资金	1,285.64	1,414.21
饶守坤公园	2,699.85	2,969.84
三条大道完工（南门新区中央大道、世纪大道、凤凰大道）	3,612.79	3,974.07
市政其他工程-基础设施费	858.67	944.54
其他项目	4,845.21	5,329.73

2011 年度小计	13,302.17	14,632.39
转付市政其他工程资金	3,601.90	3,962.09
市人民医院搬迁建设工程	3,765.08	4,141.59
沿河北路	3,125.83	3,438.41
滨河大道沿河景观带、铜都北大道	1,870.71	2,057.78
其他项目	3,797.06	4,176.76
2012 年度小计	16,160.58	17,776.63
女儿路	1,800.82	1,980.90
银城南大道东端	1,315.33	1,446.86
河西沿河路工程	1,985.37	2,183.91
银城南大道	9,576.16	10,533.78
其他项目	6,002.47	17929.25
2013 年度小计	30,977.00	34,074.70

资料来源：公司提供

公司 2011~2013 年收到政府的代建项目款分别为 1.46 亿元、1.78 亿元和 1.51 亿元，该类款项在预收账款内体现。其中 2013 年预收占同期收入比例较低，主要受财政资金拨付效率影响，2013 年度公司有应收财政 1.80 亿元基础设施建设款项（截至 2013 年底公司本部预收账款科目余额为 0 元）。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》德兴市政府将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。

公司目前主要代建项目有凤凰大道及金山大道延伸段工程、会展演艺中心工程及新东线延伸段公路改建工程三个募投项目，目前合计总投资为 24.89 亿元，已投资金额为 7.44 亿元，未来需投资金额为 17.45 亿元。公司募投项目运营前期资金来源为自筹和项目融资贷款，后续资金平衡为募投项目的运营收益。

表 6 公司目前主要代建及拟建项目情况

项目名称	项目建设内容	总投资 (亿元)	建设周期	工程完工进度 (%)	已投资 (亿元)	未来需投入资金 (亿元)
凤凰大道及金山大道延伸段工程	道路面积 48978 m ²	0.46	2014.6-2015.4	100	0.46	0.00
会展演艺中心工程	剧场、会议中心、展示厅 369400 m ²	1.65	2012-2014	61	1.01	0.64
新东线延伸段公路改建工程	改建工程总长 6.817 公里	0.65	2012 年初-2013 年底	88	0.57	0.08
德兴市香屯生态工业园建设项目	建设内容包括园区物流设施建设、园区通道建设和物流信息系统建设三大主要任务	11.10		36.36	4.69	6.41
现代综合物流园建设项目	项目总用地面积 558 亩，总建筑面积 437000 平方米	3.01		5.25	0.29	2.59
遮阳产业交易博览中心项目	包括土石方工程、道路、管网工程、工业标准厂房等工程建设	8.02		2.61	0.42	7.73
合计		24.89			7.44	17.45

资料来源：公司提供

土地整理业务

公司土地整治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。加成比例为 10%，建设、开发工程款每年结算一次。

2012 年公司根据《德兴市城市建设经营总公司文件》德城经字[2012]39 号，2012 年公司发生拆迁补偿等支出 0.61 亿元，加成 10%管理费后合计应结算工程款 0.66 亿元，德兴市人民政府同意并拨付该款项，该款项作为公司的收入确认。

2. 未来发展

未来，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、做优“六字方针”，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。

“做强”——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。截至目前，德兴市已探明储量并开发的矿产 30 多种，是中国有色金属工业的重要基地。综合德兴市丰富的矿产资源优势和强有力的政策支撑优势，所融资金投向以黄金、硫化工为主的工业园区建设前景看好，在经营层面做大做强的可能性较大。

“做实”——为了更加合理地配置资源提高政府融资平台的投融资效率，目前公司已经吸收合并德兴市的“铜都投资”、“九都投资”和“大茅山旅游公司”等三大政府融资平台，未来还将进一步整合“市国资公司”。

“做优”——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。

综合看，公司主要在建及拟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、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2013 年三年连审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。公司合并报表范围内共 3 家子公司，包括江西铜都投资有限公司（持股 100%，截至 2013 年底资产总额为 10.15 亿元）、德兴市九都投资发展有限公司（持股 100%，截至 2013 年底资产总额为 11.87 亿元）和江西大茅山旅游发展股份有限公司（持股 51%，截至 2013 年底资产总额为 4.86 亿元），所持股权均为德兴市政府于 2013 年 12 月划转给公司，公司合并范围变化较大，且根据审计报告，公司编制合并报表时仅合并子公司的资产负债表，财务分析主要以 2013 年数据为主。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 53.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益）44.65 亿元；2013 年公司实现营业收入 3.41 亿元，利润总额 1.46 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为 40.97%，增长主要系存货、应收账款和在建工程等增加所致。截至 2013 年底，公司资产总额 53.96 亿元，其中流动资产占比 96.48%，公司资产以流动资产为主。

2011~2013 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 38.49%，主要是存货和应收账款

增加所致。截至 2013 年底，公司流动资产主要由货币资金（占比 5.70%）、应收账款（占比 3.46%）和存货（占比 89.91%）构成。

2011~2013 年，公司货币资金保持稳定增长，年均复合增长 60.07%；截至 2013 年底，公司货币资金为 2.97 亿元，主要为银行存款（2013 年底占比 99.97%），公司货币资金中无受限资金。

截至 2013 年底，公司应收账款为 1.80 亿元，全部为应收德兴市财政局代建项目款项，系因承建南门新区、德兴市“四线一挂”公路、银城南大道等项目产生，账龄全部为 1 年以内，公司对该款项不计提坏账准备。

2011~2013 年，公司其他应收款分别为 0.15 亿元、3.45 亿元和 0.42 亿元。2012 年公司其他应收款主要为公司与 2013 年底合并进来的子公司江西大茅山旅游发展股份有限公司的往来款。2013 年底，公司其他应收款主要包括德兴市财政局往来款及保证金 0.17 亿元和德兴市人民政府往来款 0.15 亿元。

根据《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》，截至 2013 年底，公司应收账款账面余额 1.80 亿元，对应单位全部为德兴市财政局；其他应收款账面余额为 0.42 亿元，主要对应单位为德兴市财政局、德兴市人民政府（约 0.32 亿元）等。公司与德兴市财政局应收款项的形成原因系市财政局应向其支付的代建项目款项和往来款等。公司应收本市有关部门款项均为实际业务活动中产生。各欠款单位均按照约定的时间和金额履行相关义务，不存在政府部门长期占用企业资金的情况。

德兴市政府计划于 2015 年底一次性偿还上述对德兴城经的欠款 2.12 亿元。

应收款项的偿还措施如下：

（1）加快财政审批进度，确保及时还款。市政府适当加快对城投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全部在一年以内，说明市政府支付安排未对公司经营造成不利影响。

（2）为保障应收账款的按时足额回收，德兴市政府决定将下列一宗地块，合计 108 亩土地出让净收益 2.27 亿元（出让收入扣除规费和相关成本）专项用于偿还应收账款。德兴市政府承诺将做好财政资金安排和政府债务管理，在 2015 年底前将该 108 亩地块出让，确保公司应收款项及其他应收款项的资金回收，保障本期债券持有人的利益。

2011~2013 年，公司存货中主要为开发成本和待开发土地，均保持稳定快速增长，公司存货年均复合增长 34.60%。截至 2013 年底，公司存货为 46.80 亿元，其中开发成本 7.52 亿元（详见表 7）、土地使用权 39.29 亿元。截至 2013 年底，公司以抵押的土地使用权为 24.27 亿元，抵押比率为 61.77%，影响公司资产流动性。

表 7 截至 2013 年公司开发成本明细表（单位：亿元）

项目名称	金额
凤凰大道及金山大道延伸段工程	0.46
会展演艺中心工程	1.01
新东线延伸段公路改建工程	0.57
德兴市香屯生态工业园建设项目	4.69
其他	0.79
合计	7.52

资料来源：公司提供

截至 2013 年底，公司在建工程为 1.65 亿元，主要包括公司总部经济大楼 1.25 亿元和旅游

公路项目 0.21 亿元。

总体看，受政府对公司本部注入土地及 2013 年底公司新纳入三家子公司的影响，公司资产规模迅速增长，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，已抵押土地占存货比率高，公司资产流动性较差，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

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，2013 年底占比分别为 2.25%、89.92%和 6.12%；随着土地资产注入，公司资本公积规模快速增长，2013 年底为 40.14 亿元；2011~2013 年，随着公司盈利稳定增加，公司未分配利润保持快速增长，年均复合增长 126.12%，2013 年底为 2.73 亿元；2011~2013 年，公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 21.60 亿元、27.86 亿元和 44.65 亿元。

总体看，公司所有者权益保持稳定快速增长，权益主要以资本公积为主，权益稳定性一般。

负债

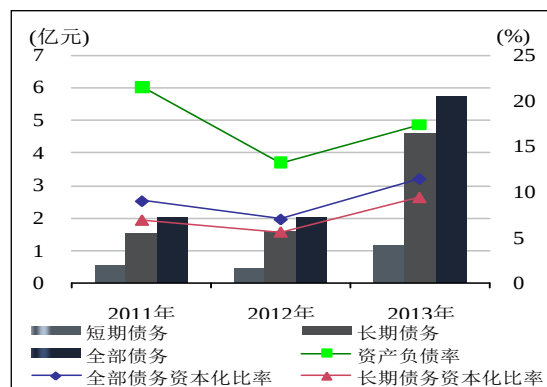
2011~2013 年，公司负债总额年均复合增长 29.45%，截至 2013 年底为 9.31 亿元，其中流动负债和非流动负债占比分别为 50.64%和 49.36%，公司负债结构较为均衡。

2011~2013 年，公司流动负债分别为 4.07 亿元、2.45 亿元和 4.71 亿元；2012 年受预付款项大幅减少影响，规模有所下降；2013 年公司流动负债主要为应付账款（占比 17.57%）、预收款项（占比 32.55%）、其他应付款（占比 15.44%）和一年内到期的非流动负债（占比 22.06%）。

2011~2013 年，公司预收款项有呈波动下降趋势；2011 年和 2012 年全部为公司本部预收德兴市财政局的基础设施建设款项，随着近年来完工项目的结算，公司本部预收账款逐年减少。截至 2013 年底，公司预收款项为 1.53 亿元，全部为公司全资子公司九都投资预收德兴市财政局的基础设施建设款项。

2011~2013 年，公司其他应付款呈稳定增长趋势，年均复合增长 87.36%；2013 年底，公司其他应付款为 0.73 亿元，主要包括应付江西德兴市大茅山经济开发区管理委员会往来款 0.30 亿元、洪宇建设集团公司上饶分公司保证金 0.12 亿元和德兴市新东线指挥部往来款 0.10 亿元。

图 2 2011~2013 年底公司债务情况



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司长期借款分别为 1.49 亿元、1.55 亿元和 4.60 亿元，公司长期借款主

要为抵押借款（2013 年底占比 96.95%）。

2011~2013 年，公司全部债务增长较快，主要系长期债务增长。截至 2013 年底，公司全部债务余额 5.74 亿元，其中长期债务占 80.14%，短期债务占 19.87%。

从债务指标来看，受土地注入、权益规模快速增长影响，2011~2013 年，公司债务负担有所波动，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均值分别为 16.87%、9.59%和 7.70%，截至 2013 年底，三项指标分别为 17.25%、11.38%和 9.33%。

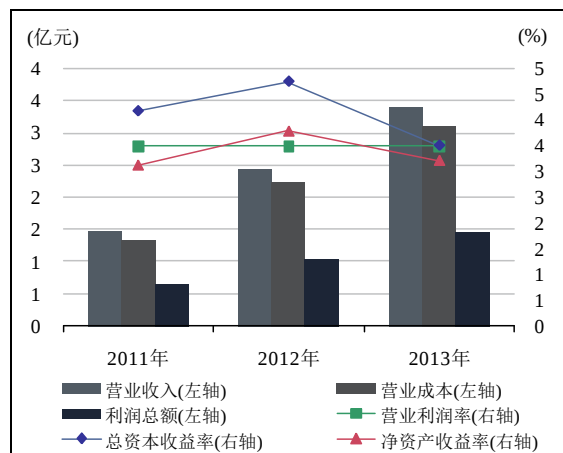
总体看，公司债务以长期债务为主，符合公司投融资企业特点，2013 年公司债务规模快速增长，但整体债务压力较小。

4. 盈利能力

随着公司基础设施建设业务结转的增多，公司营业收入保持稳定增长，近三年年均复合增长 52.60%，2013 年底为 3.41 亿元；受公司代建经营模式下管理费用率固定这一因素影响，同期，公司营业成本保持同步增长，营业利润率始终维持在 3.49%的水平。期间费用方面，主要由管理费用构成，近三年公司期间费用分别为 46.69 万元、71.44 万元和 83.98 万元，公司期间费用控制较好；2011~2013 年，公司营业外收入分别为 0.60 亿元、0.95 亿元和 1.35 亿元，均为政府补贴收入；同期，公司实现利润总额分别为 0.65 亿元、1.03 亿元和 1.46 亿元。

公司盈利规模保持稳定增长，但受净资产增长较快影响，公司盈利指标有所波动，近三年公司总资本收益率和净资产收益率均值分别为 3.99%和 3.79%，2013 年分别为 3.57%和 3.95%。

图3 2011~2013年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

总体来看，公司收入规模较小，利润总额对补贴收入依赖大，盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，受德兴财政局2011年前拨付的基础设施建设项目款影响，公司销售商品提供劳务收到的现金规模较小，近三年分别为0.15亿元和0.50亿元和0.40亿元；同期，公司现金收入比分别为10.52%、20.40%和11.67%，考虑公司预收账款规模较大，公司收现质量较好；2011~2013年，公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为0.72亿元、1.01亿元和1.40亿元，主要为收到财政补贴款。受公司绝大部分项目已于2011年前投入，公司经营活动现金流出规模较小，2011~2013年分别为0.10亿元、0.08亿元和0.61亿元；同期，公司经营活动现金流净额分

别为0.78亿元、1.43亿元和1.19亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金规模较小，主要为2013年收到其他与投资活动有关的现金1.22亿元，系为纳入合并范围时子公司的货币资金合计数。2011~2013年，公司投资活动现金流净额分别为-2.09万元、-0.10万元和12169.32万元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入全部为取得借款收到的现金，2011~2013年筹资活动现金流入分别为1.00亿元、0.57亿元和0.40亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务及支付利息支出，近三年分别为1.17亿元、1.39亿元和1.61亿元；同期，公司筹资活动现金流净额分别为-0.17亿元、-0.82亿元和-1.21亿元。

综合来看，公司经营活动现金流入规模较小，但考虑到公司预收规模较大，公司收现质量较好；公司目前投入资金主要依靠政府资金拨付以及借款融入资金，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，近三年均值分别为1052.03%和125.99%，2013年底分别为1104.19%和111.41%。2011~2013年，公司现金类资产分别为1.16亿元、1.77亿元和2.97亿元，对流动负债的覆盖倍数分别为0.28倍、0.72倍和0.63倍。2011~2013年，公司经营现金流动负债比分别为19.19%、58.37%和25.17%。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，2011~2013年，公司EBITDA值分别为0.65亿元、1.03亿元和1.46亿元；同期公司全部债务/EBITDA值分别为3.09倍、1.93倍和3.92倍。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2013年底，公司与银行贷款均采用项目贷款，银行根据项目实际情况给予公司一定额度贷款，合作银行未授予信用额度，公司融资渠道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10361181000050300），截至2014年4月18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土地注入、补贴收入等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券发行额度为8亿元，为公司2013年底全部债务的1.39倍，对公司现有债务的影响大。

截至2013年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为17.25%和11.38%。以2013年底财务报表为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至27.94%和23.53%，公司债务负担上升，但仍在可控范围内。

2. 本期债券偿还能力分析

2011~2013年，公司EBITDA值分别为0.65亿元、1.03亿元和1.46亿元；为本期债券拟发行额度的0.08倍、0.13倍与0.18倍，EBITDA值对本期债券覆盖程度弱。

2011~2013年，公司经营活动的现金流入量分别为0.88亿元、1.51亿元和1.79亿元，分别为本期债券发行额度的0.11倍、0.19倍和0.22倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度弱；2011~2013年，公司经营活动现金流量净额分别为本期债券拟发行额度的0.10倍、0.18倍与0.15倍，公司经营活动现金流量净额对本期债券较弱。

本期债券募集资金8亿元，债券期限为7年，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金。以分期偿付额度测算，2011~2013年，公司经营活动产生的现金流入量分别为各期待偿还额的0.55倍、0.95倍和1.12倍；同期公司经营活动产生的现金流量净额分别为各期待偿还额的0.49倍、0.89倍和1.50倍；2011~2013年公司EBITDA对各期待偿还额的保障倍数分别为0.40倍、0.64倍和0.91倍。

分期偿付条款有助于降低公司集中偿付压力，但总体上，公司现有现金流及EBITDA对本期债券的保障能力较弱。

3. 偿债资金来源

(一)募投项目收益

本期债券募集资金8亿元，全部用于现代物流园（均化）项目、遮阳产业博览中心建设项目和香屯工业园区建设项目。三个募投项目均属于收益性较高项目，本期债券的主要偿债资金来源为项目的运营收益，在公司偿还本期债券本金期间，即2017年至2021年三个募投项目的运营收入分别为3.59亿元、7.55亿元、7.95亿元、9.73亿元和9.73亿元，对本期债券利息（债券利息按8%测算）及本金的保障倍数分别为1.60倍、3.57倍、4.01倍、5.24倍及5.63倍（详见表8）。

(二)用于平衡募投项目投资的土地出让收益

根据《关于同意德兴市城市建设经营总公司以土地出让收益平衡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投资的批复》文件，德兴市人民政府计划出让用于平衡募投项目投资的土地全部位于德兴市未来城区建设发展的主要地段，地块面积合计3033.19亩，用地类型全部为商住用地。以160万元/亩的价格估算，预计出让总收入为48.53亿元，预计公司2015~2021年可获得的土地出让净收益为29.11亿元，在不考虑募投项目自身收益的条件下，公司可获得的土地出让净收益返还完全可覆盖项目总投资额，覆盖本期债券本息之和的2.93倍。

表8 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
募投项目运营收入	现代物流园（均化）	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72
	遮阳产业博览中心	1.87	2.27	2.68	2.68	2.68
	香屯工业园区		3.56	3.56	5.34	5.34
合计		3.59	7.55	7.95	9.73	9.73
到期应偿还利息及本金		2.24	2.11	1.98	1.86	1.73
对本期公司债的保障倍数		1.60	3.57	4.01	5.24	5.63

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,但联合评级关注到项目建成后是否能如期实现收入和配套土地的顺利出让将很大程度上影响本期债券本息的偿还。

4. 增信措施

土地使用权抵押担保为本期债券本息按期偿付提供资产保障

本期债券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,以保障本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。

本期债券抵押资产

本期债券抵押物为5宗土地使用权,评估价值合计24.65亿元,为本期债券发行额度的3.08倍。根据具土地评估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),抵押土地具体情况如下表:

表9 公司抵押土地资产情况

宗地名称	土地证号	位置	用途	使用权面积 (m²)	评估价值 (万元)
银城南门坂地块1	德国用(2003)第0055号	银城镇南门新区	住宅	144,667.39	78,510.99
银城南门坂地块2	德国用(2003)第201号	银城镇南门新区	住宅	141,934.04	77,041.80
南门新区C26地块	德国用(2012)第226号	银城镇南门新区	住宅	118,981.00	64,535.29
南门新区A-22、A-32地块	德国用(2008)第309号	银城镇南门新区	商住、金融	28,709.00	15,855.98
南门新区A-37、b-36、C-14地块	德国用(2008)第310号	银城镇南门新区	商住	21,666.00	10,568.67
合计				455,957.43	246,512.73

资料来源:土地评估报告

抵押资产有关的法律手续

公司已出具《抵押资产承诺函》,承诺合法、完整、有效地拥有上述国有土地使用权,且上述国有土地使用权未设置任何形式的抵押、担保,也不存在司法冻结和其他任何第三方权利。

德兴市国土资源局已出具权属证明,证明发行人合法拥有上述5宗国有土地使用权,且上述5宗国有土地使用权均未设定抵押登记,其权属合法、完整;在符合抵押权登记的相关条件下,可为本期债券全体持有人设定抵押登记。

公司已与工商银行德兴支行签订《国有土地使用权抵押协议》和《抵押资产监管协议》,聘请工商银行德兴支行为本期债券的债权代理人 and 抵押资产监管人。工商银行德兴支行作为债权代理人,应在本期债券发行期限结束日后的10个工作日内向土地使用权抵押权登记部门申请抵押登记,抵押权自抵押登记之日起设立;同时,工商银行德兴支行作为抵押资产监管人,承担抵押资产的监管义务。

对抵押资产的监管

(1) 聘请抵押资产监管人

为加强对抵押资产的监管，并保障其安全性，发行人聘请工商银行德兴支行作为抵押资产监管人。抵押资产监管人的主要职责包括：

- 1) 妥善保管因办理抵押登记而形成的各种权利凭证和其他文件资料；
- 2) 对抵押资产的权属变动，设定抵押权变动情况，或抵押资产物理外貌发生重大变动情况，或其他严重影响抵押资产价值的情况进行日常监督；
- 3) 当抵押资产发生毁损、灭失等显著影响抵押资产价值时，出具风险报告书；
- 4) 定期出具抵押资产年度监管报告；
- 5) 当抵押比率低于 1.8 倍时，通告债券持有人，并督促公司追加抵押资产以弥补价值差额部分；
- 6) 对抵押资产进行置换释放或增值释放；
- 7) 对抵押资产进行调查、评估、保全或实现抵押权。

(2) 抵押资产的评估

本期债券的存续期间，公司将聘请经债权人认可的具备相应资质的资产评估机构，按年对抵押资产的价值进行跟踪评估，并出具资产评估报告，年度评估报告的评估基准日期为本期债券当年的付息日，出具时间不超过本期债券当年付息日后的 30 个工作日。当抵押资产监管人有合理的理由认为需对抵押资产的价值进行重新评估的，发行人应当聘请经抵押资产监管人认可的具备相应资质的资产评估机构对其进行评估并出具评估报告。

(3) 抵押比率

抵押比率是指抵押资产价值总额与本期债券未偿还本金与一年期利息之和的比例。在本期债券存续期内，抵押比率应不低于 1.8 倍。

(4) 抵押资产的追加、释放、置换

如果抵押比率低于 1.8 倍，则发行人应该追加抵押资产以弥补不足 1.8 倍的价值差额部分；如果抵押比率超过 2.0 倍，则公司可以要求对超过 2.0 倍部分的抵押资产进行增值释放。

在本期债券存续期内，发行人因经营发展的需要，可向债权人申请置换相应的抵押资产，但应保证拟置入的资产价值不低于拟置换释放出的抵押资产的价值。抵押资产追加、释放、置换时，公司应聘请经债权人认可的具备相应资质的资产评估机构，分别对相关抵押资产进行评估并出具评估报告。

抵押权的行使

在本期债券存续期间，如出现下述三种情况之一：(1) 抵押资产监管人根据《抵押资产监管协议》确定的抵押比率小于 1.8 倍，且发行人在收到抵押资产监管人向其发出的《追加抵押资产通知书》后三十个工作日内未能追加足额资产；(2) 至本期债券约定的付息日或兑付日，发行人未按时偿付债券本息；(3) 公司在抵押期限内被依法宣告破产、解散，债权人将提议召开债券持有人大会，按债券持有人大会的相关决议处置抵押物，以偿付本期债券本息及相关费用，确保全体债券持有人的合法权益不受损害。

抵押权的解除

在公司已适当地履行其在《募集说明书》项下向债券持有人偿付了约定的本金、利息或者实现债权的一切合理费用后，抵押权方可解除。

总体看，公司募投项目未来资金回流可以满足本期债券本息偿还要求。公司用于本期债券增信的土地资产对本期债券覆盖倍数较高，但联合评级同时注意到，抵押资产全部为土地资产，且公司用于抵押的土地位于县级市，目前德兴市整体土地出让收入规模偏小，用于抵押的土地

未来一次性大规模收现的可能性低；国家对房地产市场宏观调控，使土地市场价格波动较大，未来公司用于抵押的土地价格具有下行风险；土地出让资金到位情况受未来财政实力及拨款效率的影响大，具有一定不确定性。联合评级将密切关注公司工程项目的回款进度情况、国家和当地政府出台的相关影响土地出让的政策情况及德兴市土地市场交易行情。

5. 专项资金账户监管

为了保证公司按时还本付息，公司为债券持有人聘请工商银行德兴支行担任本期债券的偿债账户监管人，与公司签订《偿债基金专项账户监管协议》，对专项偿债账户进行监管。

首先，公司将在工商银行德兴支行开立专项偿债账户，进行专户管理，本期债券存续期间的还本付息工作将通过该账户来完成，偿债资金一旦划入专项偿债账户，仅可以用于按期支付本期债券的利息和支付本金。公司应在本期债券的每个还本付息日前十个工作日向偿债专户中划入偿债资金，保证在本期债券的每个还本付息日前五个工作日偿债专户有足额的资金支付债券当期本息。

其次，工商银行德兴支行应依据《偿债基金专项账户监管协议》的约定保管偿债专户内的资金，并监督公司对该资金的使用。工商银行德兴支行应根据发行人的指令，于债券每一付息日或兑付日前三个工作日将当期应付本金和利息划转至本期债券登记结算机构指定的账户，并以书面形式通知公司。截至债券每一付息日或兑付日前三个工作日 14:00 点之前，工商银行德兴支行如仍未收到公司的指令，视同公司授权工商银行德兴支行于债券每一付息日或兑付日前三个工作日将当期应付本金和利息划转至本期债券登记结算机构指定的账户，并以书面形式通知公司。

本期债券的主承销商应在本期债券的每个还本付息日前十个工作日，向公司和偿债账户监管银行查询专项偿债账户的资金归集情况。如果专项偿债账户的偿债资金不足，主承销商和债权代理人应及时向债券持有人公告，并采取必要的措施，敦促公司足额归集偿债资金。

总体看，基于公司主体基本信用状况以及对本期债券的偿付能力，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险低。

十、结论

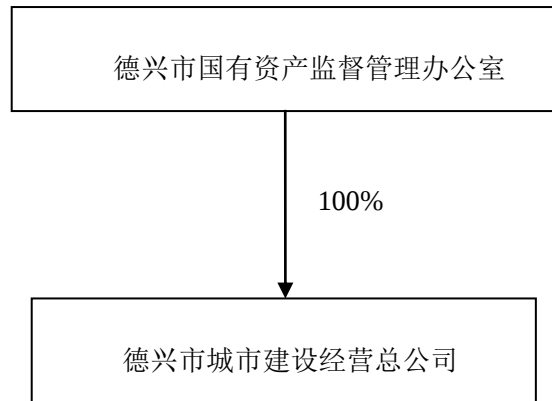
近年来，公司作为德兴市重要的城市基础设施开发建设主体，公司在土地资产注入、补贴收入等方面获得政府的大力支持。公司资产规模迅速增长，但主要以存货为主，资产流动性较差，资产质量一般，债务负担轻，整体偿债能力尚可。

未来，公司在建和拟建的项目将能够保证公司业绩的稳定增长，但由于项目投资金额较大，公司未来存在一定资本性支出的压力。

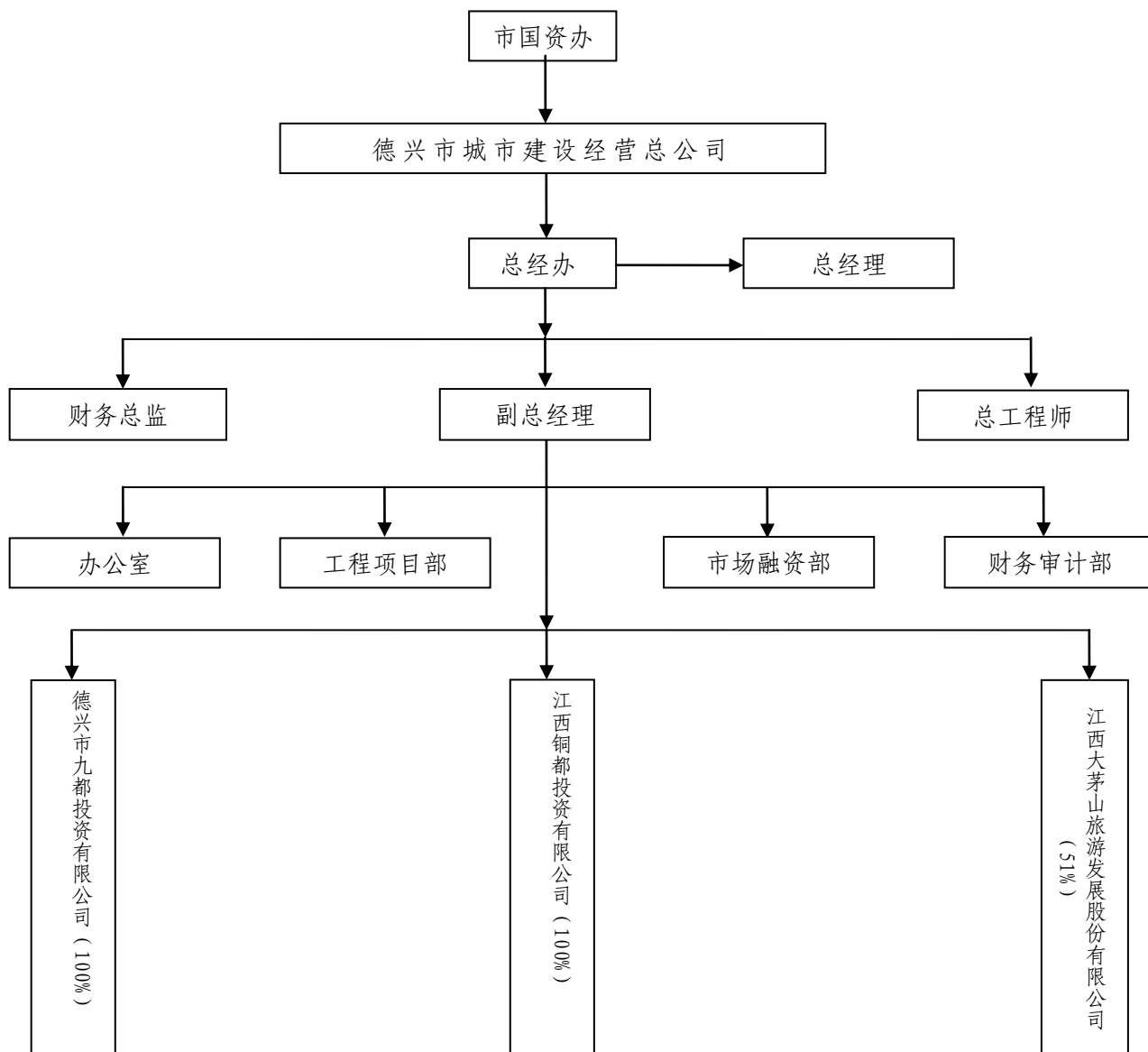
公司 2014 年拟发行 8 亿元企业债券，以募投项目收入为保障，并以土地做抵押担保。同时针对本期企业债券，公司设置专项偿债账户，并由工行德兴支行进行监管；设立了本金提前分期等额偿还条款，这有助于减轻公司的集中偿付压力。

综合分析，本期债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1-1 德兴市城市建设经营总公司股权结构图



附件 1-2 德兴市城市建设经营总公司组织结构图



附件 3-1 德兴市城市建设经营总公司
2011 年~2013 年合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	11,575.71	17,684.69	29,661.40	60.07
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	--
应收票据	0.00	0.00	0.00	--
应收账款	0.00	0.00	18,013.84	--
预付款项	0.00	0.00	625.73	--
应收利息	0.00	0.00	0.00	--
应收股利	0.00	0.00	0.00	--
其他应收款	1,500.43	34,498.60	4,224.28	67.79
存货	258,346.89	266,332.47	468,043.23	34.60
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	--
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	--
流动资产合计	271,423.02	318,515.76	520,568.49	38.49
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	--
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	--
长期应收款	0.00	0.00	0.00	--
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	--
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	--
固定资产	18.93	14.15	2,225.30	984.24
在建工程	0.00	0.00	16,529.28	--
工程物资	0.00	0.00	0.00	--
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	--
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	--
油气资产	0.00	0.00	0.00	--
无形资产	0.00	0.00	0.00	--
开发支出	0.00	0.00	0.00	--
商誉	0.00	0.00	0.00	--
合并价差	0.00	0.00	0.00	--
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	--
递延所得税资产	67.62	67.99	234.00	86.02
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	--
非流动资产合计	86.55	82.15	18,988.58	1381.19
资产总计	271,509.57	318,597.90	539,557.07	40.97

附件 3-2 德兴市城市建设经营总公司
2011 年~2013 年合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	0.00	0.00	1,000.00	--
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	--
应付票据	0.00	0.00	0.00	--
应付账款	924.66	2,790.06	8,283.68	199.31
预收款项	31,538.10	12,083.39	15,343.32	-30.25
应付职工薪酬	7.54	9.93	11.76	24.89
应交税费	952.42	2,521.19	4,709.25	122.36
应付利息	39.69	40.51	115.94	70.91
应付股利	0.00	0.00	0.00	--
其他应付款	2,074.02	2,672.65	7,280.78	87.36
一年内到期的非流动负债	5,116.00	4,400.00	10,400.00	42.58
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	--
流动负债合计	40,652.43	24,517.73	47,144.72	7.69
非流动负债：				
长期借款	14,900.00	15,500.00	45,950.00	75.61
应付债券	0.00	0.00	0.00	--
长期应付款	0.00	0.00	0.00	--
专项应付款	0.00	0.00	0.00	--
预计负债	0.00	0.00	0.00	--
递延收益	0.00	0.00	0.00	--
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	--
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	--
非流动负债合计	14,900.00	15,500.00	45,950.00	75.61
负债合计	55,552.43	40,017.73	93,094.72	29.45
所有者权益：				
实收资本(或股本)	10,000.00	10,000.00	10,000.00	0.00
资本公积	200,022.80	252,563.80	401,462.62	41.67
减：库存股	0.00	0.00	0.00	--
盈余公积	593.43	1,601.64	3,034.32	126.12
未分配利润	5,340.91	14,414.74	27,308.85	126.12
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	--
归属于母公司权益合计	215,957.14	278,580.18	441,805.79	43.03
少数股东权益	0.00	0.00	4,656.56	--
所有者权益合计	215,957.14	278,580.18	446,462.35	43.78
负债和所有者权益总计	271,509.57	318,597.90	539,557.07	40.97

,

附件 3 德兴市城市建设经营总公司

2011 年~2013 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、营业收入	14,632.39	24,440.69	34,074.70	52.60
减: 营业成本	13,302.17	22,218.81	30,977.00	52.60
营业税金及附加	819.41	1,368.68	1,908.18	52.60
销售费用	0.00	0.00	0.00	
管理费用	97.89	109.02	97.64	-0.12
财务费用	-50.46	-39.06	-15.18	-45.15
资产减值损失	-0.73	1.48	1.51	--
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	--
投资收益	0.00	0.00	0.00	--
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00	--
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	--
二、营业利润	464.11	781.76	1,105.54	54.34
加: 营业外收入	6,000.00	9,500.00	13,500.00	50.00
减: 营业外支出	0.00	0.00	0.00	--
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	--
三、利润总额	6,464.11	10,281.76	14,605.54	50.32
减: 所得税费用	118.78	199.72	278.75	53.19
四、净利润	6,345.34	10,082.04	14,326.79	50.26
其中: 归属于母公司的净利润	6,345.34	10,082.04	14,326.79	50.26
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	

附件 4 德兴市城市建设经营总公司

2011 年~2013 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	1,539.01	4,985.98	3,977.47	60.76
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00	--
收到其他与经营活动有关的现金	7,232.24	10,137.90	13,969.41	38.98
经营活动现金流入小计	8,771.24	15,123.88	17,946.88	43.04
购买商品、接受劳务支付的现金	878.83	681.44	4,790.84	133.48
支付给职工以及为职工支付的现金	30.67	32.30	36.44	9.00
支付的各项税费	0.00	0.00	0.00	--
支付其他与经营活动有关的现金	60.98	99.32	1,252.91	353.26
经营活动现金流出小计	970.48	813.06	6,080.20	150.30
经营活动产生的现金流量净额	7,800.76	14,310.81	11,866.68	23.34
二、投资活动产生的现金流量:	0.00	0.00	0.00	--
收回投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	--
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00	--
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.00	0.00	--
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	--
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	12,191.03	--
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	12,191.03	
购建固定资产、无形资产等支付的现金	2.09	0.10	21.71	222.09
投资支付的现金	0.00	0.00	0.00	--
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	--
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--
投资活动现金流出小计	2.09	0.10	21.71	222.09
投资活动产生的现金流量净额	-2.09	-0.10	12,169.32	--
三、筹资活动产生的现金流量:	0.00	0.00	0.00	--
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	--
取得借款收到的现金	10,000.00	5,716.00	4,000.00	-36.75
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	--
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--
筹资活动现金流入小计	10,000.00	5,716.00	4,000.00	-36.75
偿还债务支付的现金	5,054.00	5,832.00	6,400.00	12.53
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,599.40	8,085.73	9,659.29	20.98
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--
筹资活动现金流出小计	11,653.40	13,917.73	16,059.29	17.39
筹资活动产生的现金流量净额	-1,653.40	-8,201.73	-12,059.29	170.07
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00	--
五、现金及现金等价物净增加额	6,145.27	6,108.98	11,976.71	39.60
加: 期初现金及现金等价物余额	5,430.44	11,575.71	17,684.69	80.46
六、期末现金及现金等价物余额	11,575.71	17,684.69	29,661.40	60.07

附件 5 德兴市城市建设经营总公司
2011 年~2013 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	6,345.34	10,082.04	14,326.79	50.26
加: 资产减值准备	-0.73	1.48	1.51	--
固定资产折旧及其他	4.67	4.88	6.93	21.82
无形资产摊销	0.00	0.00	0.00	--
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00	--
处置固定资产、无形资产等损失	0.00	0.00	0.00	--
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	--
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	--
财务费用	0.00	0.00	0.00	--
投资损失	0.00	0.00	0.00	--
递延所得税资产减少	0.18	-0.37	-0.38	--
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	--
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	--
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	--
存货的减少	-62,743.32	-32,869.03	24,163.42	--
经营性应收项目的减少	-13,078.71	-19,484.37	-31,297.41	--
经营性应付项目的增加	3,031.34	4,035.19	4,665.83	24.06
其他	74,295.00	52,541.00	0.00	-100.00
经营活动产生的现金流量净额	7,853.76	14,310.81	11,866.68	22.92

附件 6 德兴市城市建设经营总公司 主要财务指标

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	--	--	3.78
存货周转次数 (次)	0.05	0.08	0.08
总资产周转次数 (次)	0.05	0.08	0.08
现金收入比率 (%)	10.52	20.40	11.67
盈利能力			
总资本收益率 (%)	5.38	3.77	3.57
总资产报酬率 (%)	4.31	3.48	3.40
净资产收益率 (%)	2.94	4.08	3.95
营业毛利率 (%)	9.09	9.09	9.09
营业利润率 (%)	3.49	3.49	3.49
费用收入比 (%)	0.32	0.29	0.24
财务构成			
资产负债率 (%)	20.46	12.56	17.25
全部债务资本化比率 (%)	8.48	6.67	11.38
长期债务资本化比率 (%)	6.45	5.27	9.33
偿债能力			
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.32	0.52	0.25
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.39	0.72	0.21
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.39	0.72	0.42
流动比率 (倍)	667.67	1299.12	1104.19
速动比率 (倍)	32.17	212.84	111.41
现金短期债务比 (倍)	2.26	4.02	2.60
经营现金流动负债比率 (%)	19.19	58.37	25.17
经营现金利息偿还能力 (倍)	2.64	4.14	3.62
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	2.64	4.14	7.32
本期企业债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.08	0.13	0.18

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 ×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
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/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期企业债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期企业债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期企业债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期企业债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 德兴市城市建设经营总公司 2014 年企业债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年德兴市城市建设经营总公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

德兴市城市建设经营总公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。德兴市城市建设经营总公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注德兴市城市建设经营总公司的经营管理状况及相关信息，如发现德兴市城市建设经营总公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如德兴市城市建设经营总公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至德兴市城市建设经营总公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级公司网站（www.lianhecreditrating.com.cn）公告并报送德兴市城市建设经营总公司和监管部门。

