

信用等级公告

联合[2016]1155 号

瑞金市城市发展投资集团有限公司：

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 2016 年瑞金市城市发展投资集团有限公司公司债券进行了主动评级，确定：

瑞金市城市发展投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA_{-pi}，评级展望为“稳定”

瑞金市城市发展投资集团有限公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA₊pi

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年九月六日



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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

2016 年瑞金市城市发展投资集团有限公司 公司债券主动评级报告

本次债券信用等级: AA+_{pi}
公司主体信用等级: AA-_{pi}
评级展望: 稳定
发行规模: 12 亿元
债券期限: 7 年

担保方: 赣州发展投资控股集团有限责任公司
担保方式: 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

还本付息方式: 按年付息, 存续期的第 3~7 年分期兑付本金的 20%

发行目的: 用于募投项目建设

评级时间: 2016 年 9 月 6 日

主要财务数据:

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	40.31	50.36	59.41
所有者权益 (亿元)	34.22	39.78	40.68
长期债务 (亿元)	3.07	6.07	10.00
全部债务 (亿元)	4.57	7.37	13.82
营业收入 (亿元)	2.35	2.85	3.20
净利润 (亿元)	0.91	1.07	1.01
EBITDA (亿元)	0.97	1.27	1.16
经营性净现金流 (亿元)	0.87	-0.31	-4.84
营业利润率 (%)	21.27	21.53	21.77
净资产收益率 (%)	2.65	2.70	2.49
资产负债率 (%)	15.12	21.02	31.53
全部债务资本化比率 (%)	11.77	15.63	25.36
流动比率 (倍)	13.26	11.01	6.93
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.21	0.17	0.08
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.08	0.14	0.17

注: 本报告财务数据及指标计算均是合并口径

担保方

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	798.18	871.72	964.24
所有者权益合计 (亿元)	461.14	467.98	515.80
营业收入 (亿元)	23.63	21.23	25.02
净利润 (亿元)	4.18	1.62	3.58
经营性净现金流 (亿元)	14.29	-17.89	1.06
资产负债率 (%)	42.23	46.32	46.51

注: 本报告财务数据及指标计算均是合并口径

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对瑞金市城市发展投资集团有限公司 (以下简称“公司”或“瑞金城投”) 的评级反映了公司作为瑞金市及瑞金经济技术开发区 (以下简称“瑞金经开区”) 的重要基础设施投资建设及投融资主体, 在瑞金市政府土地资产注入、财政补贴、业务模式和区域垄断等方面的优势。同时联合评级也关注到公司资产以土地资产为主, 土地抵押比率高, 资产流动性偏弱; 公司业务结构单一等因素对其经营和发展可能带来不利影响。

未来随着瑞金经开区的发展, 瑞金市财政实力有望增强; 随着项目建设的推进, 公司收入规模稳定, 同时考虑到瑞金市政府对公司的持续支持, 联合评级对公司评级展望为“稳定”。

赣州发展投资控股集团有限责任公司 (以下简称“赣州发投”) 对本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 有效提高了本次债券的偿付安全性; 此外, 本次债券设定分期偿付条款, 有助于降低公司的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况、担保方主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 公司本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 瑞金市经济发展稳定, 为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 公司作为瑞金市及瑞金经开区的重要基础设施投资建设及投融资主体, 具有较强区域内垄断优势, 获得政府在土地资产注入、财政补贴和业务模式等方面的较大支持。

3. 赣州发投对本次债券提供全额无条件

不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本次债券的偿付安全性；本次债券设定分期偿付条款，有助于降低公司集中偿付压力。

关注

1. 公司资产以土地资产为主，土地抵押比率高，资产流动性偏弱。本次债券发行对公司债务规模及债务结构的影响较大。

2. 本次债券募投项目收入主要由租赁和出售收入构成，受项目建设进度、市场行情影响大，同时考虑到募投项目实际建设进度滞后于计划进度，未来收入的实现存在不确定性。

3. 赣州发投资产中其他应收款和存货占比大，对其资金形成占用，资产流动性偏弱；同时，赣州发投在建项目多，投资规模较大，未来存在较大的资金压力。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

李 聪

电话：010-85172818

邮箱：lic@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.unitedratings.com.cn

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瑞金市城市发展投资集团有限公司提供，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，未因瑞金市城市发展投资集团有限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、评级人员与瑞金市城市发展投资集团有限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，联合评级将对瑞金市城市发展投资集团有限公司主体及本次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。

分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

瑞金市城市发展投资集团有限公司（以下简称“公司”或“瑞金城投”）前身是瑞金市城市发展投资公司（以下简称“瑞金城发”），瑞金市国有资产监督管理委员会（以下简称“瑞金国资办”）和瑞金市国有资产经营有限公司（以下简称“瑞金国资”）分别持股 57.26% 和 42.74%。2012 年 2 月 2 日，根据瑞金市委、市政府《关于印发〈瑞金市城市发展投资集团有限公司组建实施方案〉的通知》（瑞字【2012】15 号），瑞金国资将其持有瑞金城发公司 42.74% 的股权转让给瑞金国资办，同时以瑞金城发作为发起人组建成立了瑞金城投。2014 年 12 月 31 日，根据瑞金市人民政府办公室“瑞府办函【2014】517 号”，将瑞金国资办的 50% 股权划转给瑞金经济技术开发区管委会（以下简称“瑞金经开区管委会”），瑞金经开区管委会所持有的 50% 股份委托瑞金国资办管理。截至 2015 年底，公司注册资本 5.00 亿元，由瑞金国资办和瑞金经开区管委会分别持股 50%，瑞金经开区管委会将持有的 50% 股权委托瑞金市国资办管理，故瑞金国资办为公司实际控制人。

公司经营范围：工程项目的建设与管理；工程项目的投资开发、工程咨询服务；土地开发与整理；对基础产业、支柱产业、高新技术产业进行投资、经营管理；房地产开发；工程机械设备的租赁；股权投资；瑞金口岸作业区的建设及建成后的运营（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，公司本部设发展策划部、计划财务部、管理监督审计部、综合办公室和资本运营部 5 个职能部门（见附件 1）。公司合并范围内有瑞金国资、瑞金市房产置业有限公司（以下简称“瑞金置业”）、瑞金市红都市政工程有限公司（以下简称“瑞金市政”）和瑞金市振兴小微企业信用担保有限责任公司（以下简称“瑞金小微担保”）4 家全资子公司。截至 2015 年底，公司共有员工 109 人。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 59.41 亿元，负债总额 18.73 亿元，所有者权益 40.68 亿元全部为归属于母公司所有者权益。2015 年，公司实现营业收入 3.20 亿元，净利润 1.01 亿元，全部为归属于母公司所有者净利润。经营活动产生的现金流量净额 -4.84 亿元，现金及现金等价物净增加额 -1.18 亿元。

公司注册地址：江西省瑞金市城西工商银行六层；法定代表人：易成林。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划发行 12 亿元公司债券（以下简称“本次债券”），期限为 7 年，采用固定利率形式。本次债券采用单利按年计息，不计复利。本次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。

本次债券由赣州发展投资控股集团有限责任公司（以下简称“赣州发投”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本次债券投资项目概况

本次债券募集资金总额为 12 亿元，其中 9 亿元用于瑞金市商贸物流园项目（以下简称“物流园项目”）、3 亿元用于瑞金经济开发区现代电子商务产业园建设项目（以下简称“电子商务

产业园项目”）的建设，各项目计划总投资金额及拟使用募集资金情况见下表。

表 1 本次债券募投项目及募集资金拟使用情况（单位：万元、%）

项目名称	项目计划总投资	拟使用募集资金	募集资金占总投资比例
瑞金市商贸物流园项目	152,679.52	90,000.00	58.95
瑞金经济开发区现代电子商务产业园建设项目	55,593.03	30,000.00	53.96
合计	208,272.55	120,000.00	57.62

资料来源：公司提供

（1）物流园项目

项目概况

根据《关于瑞金市商贸物流园项目可行性研究报告的批复》（瑞发改行审字【2015】90号），物流园项目建设的主要内容包括综合物流区、国检配套服务区。

综合物流区规划总用地面积292,401平方米（合计约438.60亩），规划商贸物流、仓储物流、公共服务三个功能区；新建总建筑面积358,900平方米，其中：商贸物流区总建筑面积187,000平方米（包括装饰建材市场、家具市场、服装鞋帽市场、五金家电市场、综合商品批发市场），仓储物流区总建筑面积54,100平方米；公共服务区总建筑面积117,800平方米（包括管理办公中心、综合服务区用房）。配套建设供电、供水、排水、排污、路灯、有线电视、天然气管道配套、室外消防、智能化管理监控系统等工程，以及场地平整土石方、征地和拆迁等。

国检配套服务区规划总用地面积150,000平方米（合计约225亩），规划建设查验监管处理区、货物及筒仓堆放区、吊装作业区等功能区，主要建设农产品（赣南脐橙等）冷藏保鲜库、药械库和熏蒸库、物流配载作业车间、物流中转临时过渡仓库以及集装箱检验查验平台、集装箱堆存区、熏蒸处理区、吊装作业区、货车停车场等基本区域和设施。新建总建筑面积13,000平方米，其中：农产品冷藏保鲜库6,500平方米、药械库和熏蒸库1,300平方米、物流中转临时过渡仓库2,600平方米、物流配载作业车间2,600平方米。

项目总投资15.27亿元，项目资金来源为自筹，拟使用募集资金9.00亿元。

项目审批情况

物流园项目已获得瑞金市城乡规划建设局出具的《建设项目选址意见书》、《建设用地规划许可证》，瑞金市国土资源局出具的《关于瑞金市商贸物流园项目的预审意见》（瑞国土资核【2015】108号），瑞金市发展和改革委员会出具的《关于瑞金市商贸物流园项目节能评估和审查的批复》（瑞发改基字【2015】113号）和《关于瑞金市商贸物流园项目可行性研究报告的批复》（瑞发改行审字【2015】90号），瑞金市环境保护局出具的《关于瑞金市商贸物流园项目环境影响报告表的审批意见》（瑞环审字【2015】72号）等文件。

项目进度

物流园项目建设期为3年（2015~2017年），2015年6月之前为前期工作准备期，2015年6月至2017年11月为工程施工阶段，2017年12月为工程验收阶段，后续运营期较长。目前已完成项目前期选址、可研编制、发改批复、环保批复等工作，项目实际进度滞后于计划进度。

项目经济及社会效益

经济效益方面，根据物流园项目可行性研究报告，综合物流区主要形成租赁及出售收入，国检配套服务区主要是针对进出口货物的集装箱作业，收入主要为货物业主缴纳的作业费用。计算期取17年，其中项目建设期3年，运营期暂按14年。运营期总收入为37.69亿元（年均

2.51 亿元），净利润 13.68 亿元（年均 0.91 亿元）。项目净现值（税后）为 4.09 亿元，财务内部收益率（税后）为 6.15%，具有一定经济效益。

社会效益方面，物流园项目建成后引发和带动瑞金市现有物流资源的新整合，提升规模和档次，促进制造业、商贸业、金融业与物流业联动发展，带动相关产业发展。同时也对盘活区域土地资产，扩大税源，增加财政收入，创造就业机会产生重大作用和影响。

（2）电子商务产业园

项目概况

根据《关于瑞金经济开发区现代电子商务产业园建设项目可行性研究报告的批复》（瑞发改行审字【2015】89号），电子商务产业园项目规划总用地面积152亩（101,334平方米），总建筑面积247,685平方米，其中地上建筑面积222,066平方米。其中：主要新建物流仓储10栋15,000平方米、创业大厦2栋54,600平方米、培训大楼3栋15,525平方米，综合服务中心1栋27,000平方米，商务办公楼3栋24,264平方米，门卫2栋156平方米和地下室25,619平方米等，总建筑面积162,164平方米；以及配套建设供电、供水、排水、排污、路灯、有线电视、天然气管道、室外消防、智能化管理监控系统等工程。项目总投资5.56亿元，项目资金来源为自筹，拟使用募集资金3.00亿元。

项目审批情况

电子商务产业园已获得瑞金市城乡规划建设局出具的《建设项目选址意见书》、《建设用地规划许可证》，瑞金市国土资源局出具的《关于瑞金市商贸物流园项目的预审意见》（瑞国土资核【2015】109号），瑞金市发展和改革委员会出具的《关于瑞金市商贸物流园项目节能评估和审查的批复》（瑞发改基字【2015】112号）和《关于瑞金市商贸物流园项目可行性研究报告的批复》（瑞发改行审字【2015】89号），瑞金市环境保护局出具的《关于瑞金市商贸物流园项目环境影响报告表的审批意见》（瑞环审字【2015】83号）等文件。

项目进度

电子商务产业园项目建设期为2年（2015年12月~2018年6月底），2016年7月之前为前期工作准备期，2016年7月至2018年5月为工程施工阶段，2018年6月为工程验收阶段，后续运营时间较长。目前该项目已完成项目前期选址、可研编制、发改批复、环保批复等工作。

项目经济及社会效益

经济效益方面，根据可行性研究报告，电子商务产业园项目建成后可形成物流仓储、创业大厦、培训大楼、综合服务中心、商务办公楼以及地下室车位等出租收入以及部分创业大厦和商务办公楼出售收入，项目计算期取17年，其中项目建设期2年，运营期15年。运营期总收入为11.17亿元（年均0.74亿元），净利润3.88亿元（年均0.26亿元）。项目净现值（税后）为0.52亿元，财务内部收益率（税后）为7.50%，具有一定经济效益。

社会效益方面，电子商务产业园的建设可促进建筑业、电力、供水、运输、服务等行业联动发展，同时可增加财政收入，创造就业机会。

三、行业分析

公司是地方政府融资平台，行业分析主要针对近年来地方融资平台发展情况进行分析。

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。

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。

四、基础素质分析

1. 企业规模和竞争力

公司是瑞金市及瑞金经开区的重要基础设施建设及投融资主体，具有较强区域垄断优势，受到政府在土地资产注入、政府补贴和业务模式等方面的较大支持。目前，公司主要负责承建城市基础设施、保障房等项目，形成了以工程施工收入为主、同时向小微担保业务拓展的业务格局。截至 2015 年底，公司注册资本 5.00 亿元，由瑞金国资办和瑞金经开区管委会分别持股 50%，瑞金国资办为公司实际控制人。

2. 人员素质

截至 2015 年底，公司高层管理人员董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 3 人，监事会主席 1 人。

公司董事长易成林先生，现年 49 岁，本科学历，房地产估价师、经济师。1996 年至 2010 年 4 月任职于瑞金市房管局，历任行业管理科长、副局长、总支书；2010 年 4 月至 2012 年 7 月任瑞金市城乡规划监察大队大队长兼瑞金市规划建设局副局长；2012 年 7 月至 2014 年 7 月任瑞金市房产置业有限公司董事长；2014 年 7 月至今任公司法定代表人、董事长。

公司总经理杨诚先生，现年 49 岁，本科学历，会计师。1989 年 7 月至 1999 年 10 月分配到瑞金市水利局财务科工作，历任科员、财务科长；1999 年 2010 月至 04 年 9 月任瑞金市财政局驻教育局财务科长；2004 年 10 月至今在公司历任财务科长、副总经理、监事会主席，现任公司总经理。

截至 2015 年底，公司共有员工 109 人，从年龄结构划分，30 岁以下员工占 44.95%，30~50 岁员工占 53.21%，50 岁以上员工占 1.83%；从文化程度划分，本科学历及以上占 60.55%，大专及以下学历占 39.45%；从岗位构成看，其中管理人员占 47.71%、销售人员占 2.75%、其他人员占 49.54%。

总体看来，公司高管人员经验较为丰富，公司人员较年轻，尚能满足公司目前经营管理需求。

3. 政府支持

公司作为瑞金市和瑞金经开区的重要基础设施建设和投融资主体，瑞金市政府在土地资产注入、财政补贴和业务模式方面给予了较大支持。

(1) 土地资产注入

2009 年，根据瑞金市人民政府办公室出具“瑞府办字【2009】63 号”文件，2009 年度划入公司 1 宗土地合计 0.27 亿元，已经杭州永正房地产土地评估有限公司出具的“赣永正（2009）（估）地字第 0903 号”评估报告评估确认。

2010 年，根据瑞金市人民政府办公室出具“瑞府办字【2010】48 号”文件，2010 年度划入公司 6 宗土地合计 6.64 亿元，已经杭州永正房地产土地评估有限公司评估公司出具的“赣永正（2010）（估）地字第 1203 号”评估报告评估确认。

2011 年，根据瑞金市人民政府办公室出具“瑞府办字【2011】56 号”文件，2011 年度划入公

司6宗土地合计9.28亿元，已经杭州永正房地产土地评估有限公司评估公司出具的“赣永正（2011）（估）地字第0703号”评估报告评估确认。

2012年，根据瑞金市人民政府办公室出具“瑞府办字【2012】318号”文件，2012年度划入公司1宗土地合计1.07亿元，已经杭州永正房地产土地评估有限公司评估公司出具的“赣永正（2012）（估）地字第1003号”评估报告评估确认。

2013年，根据瑞金市人民政府办公室出具“瑞府办字【2013】132号”文件，2013年度划入公司5宗土地合计9.07亿元，已经杭州永正房地产土地评估有限公司评估公司出具的“赣永正（2013）（估）地字第0503号”评估报告评估确认。

2014年，根据瑞金市人民政府办公室出具“瑞府办字【2014】22号”文件，2014年度划入公司3宗土地合计3.08亿元，已经杭州永正房地产土地评估有限公司评估公司出具的“赣永正（2014）（估）地字第1103号”评估报告评估确认。根据瑞金市人民政府办公室出具“瑞府办字【2014】23号”文件，2014年度划入瑞金市房产置业有限公司4宗土地合计1.40亿元，已经评估公司出具的“赣永正（2014）（估）地字第1104号”评估报告评估确认。

经多次土地资产划入，截至2015年底，公司账面土地共113.07万平方米，账面价值27.91亿元，全部为出让地。

（2）财政补助

2013~2015年，根据瑞金市财政局出具的《关于瑞金市城市发展投资公司专项补贴的通知》（瑞财字【2013】27号、瑞财字【2014】36号、瑞财字【2015】32号），公司分别收到0.67亿元、0.70亿元和0.65亿元财政补贴，均计入“营业外收入”中。

（3）业务支持

公司与瑞金市政府签订工程建设协议，履行基础设施建设工程业主职责，通过招投标方式选定项目设计单位、监理单位、施工单位等，并对项目实施进行管理并向施工单位支付相关款项。根据工程建设协议，瑞金市政府向公司支付回购款，回购款由投资额和项目合理利润构成，投资额主要包括经瑞金市政府确认的与项目直接相关的全部投资（包括项目前期费用、工程勘察费用、工程设计费用、工程监理费用、工程管理费用、工程决算费用）。工程建设协议虽未对项目合理利润做具体规定，但根据2012年以后公司已经确认的收入情况看，公司该板块业务毛利率为22%，且持续稳定。瑞金市政府给予了公司项目资源以及业务模式等方面的稳定支持。

4. 区域经济

（1）江西省

江西省位于长江中下游南岸，东邻浙江、福建，南连广东，西靠湖南，北临湖北、安徽，为长江三角洲、珠江三角洲和闽南三角地区的腹地，与上海、广州、厦门、南京、武汉、长沙、合肥等各重镇、港口的直线距离大多在 600~700 公里之内，交通便利，地理位置优越。

自 2002 年以来，江西省地区生产总值（GDP）每年增幅均超过全国平均水平。2015 年，江西省实现地区生产总值（GDP）16,723.8 亿元，比上年增长 9.1%。其中，第一产业增加值 1,773.0 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 8,487.3 亿元，增长 9.4%；第三产业增加值 6,463.5 亿元，增长 10.0%。三大产业对经济增长的贡献率分别为 4.2%、60.7%和 35.1%。江西省经济结构以第二产业为主，2015 年经济结构进一步优化，三大产业结构由上年的 10.7:52.5:36.8 调整为 10.6:50.8:38.6，第三产业占比较上年提高 1.8 个百分点。与周边其他省份相比，江西省经济总量虽然保持较快增长，但与广东省、江苏省、浙江省等经济发达省份差距仍然较大，江西省经济发展空间仍然较大。

近年来，江西省经济的持续发展带动其财政实力的进一步增强。2015 年江西省财政总收入 3,021.5 亿元，同比增长 12.7%。其中，一般公共预算收入 2,165.5 亿元，增长 15.1%；税收收入 2,373.0 亿元，增长 8.9%，占财政总收入的比重为 78.5%。

表 2 2013~2015 年江西省财收入情况（单位：亿元）

	2013 年	2014 年	2015 年
财政总收入	2,358.43	2,680.50	3,021.50
公共预算收入	1,621.24	1,881.50	2,165.50

资料来源：统计公报

总体看，江西省区位优势显著，近年来区域经济不断发展和地方财力快速增长。

（2）赣州市

赣州市是江西省第二大城市、省域副中心城市，位于江西省南部，是江西省人口最多、占地面积最大的地级市，也是中国最大的客家人的聚集地。赣州下辖 2 个行政区、2 个管辖区、1 个县级市、15 个县。赣州是中国著名的革命老区、中央苏区。赣州瑞金是中华苏维埃共和国临时中央政府所在地，有“共和国摇篮”的美誉。1994 年经国务院批准，赣州成为第三批国家历史文化名城。赣州素有江南宋城、客家摇篮、共和国摇篮、红色故都、世界钨都、世界橙乡、稀土王国、千里赣江第一城、生态王国、绿色宝库等美誉。赣州环境优良，森林覆盖率达 76.2%，是中国森林覆盖率前十的城市，是第二批国家低碳试点城市，是中国最适宜居住的城市之一。

赣州市位于赣江上游，东邻福建省三明市和龙岩市，南毗广东省梅州市、韶关市，西接湖南省郴州市，北连本省吉安市和抚州市，境内拥有江西第二大机场赣州黄金机场，以及已建成的京九铁路、赣龙铁路，正在建设的赣韶铁路、赣龙铁路复线、鹰瑞铁路，规划 2013 年底开工建设的昌吉赣城际铁路、列入规划的赣深客运专线。境内公路运输已基本形成以市区为中心，105、323、319、206 国道为骨架的公路网络，已初步建成快速交通骨架网：赣粤高速、蓉厦高速、赣韶高速、鹰瑞高速、瑞赣高速、赣大高速、石吉高速、赣州环城高速公路等。

赣州市经济总量近年来持续增长，2015 年，全年实现地区生产总值（GDP）1,973.87 亿元，比上年增长 9.6%。其中，第一产业增加值 295.56 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 870.46 亿元，增长 9.8%；第三产业增加值 807.85 亿元，增长 11.4%。三次产业结构由 2014 年的 15.3:45.8:38.9 调整至 2015 年的 15.0:44.1:40.9。非公有制经济实现增加值 1,166.64 亿元，增长 9.8%，占 GDP 比重为 59.1%。

2015 年赣州市全年规模以上工业企业完成增加值 753.26 亿元，增长 9.2%。在规模以上工业企业中，轻工业增加值 233.94 亿元，增长 5.1%；重工业增加值 519.32 亿元，增长 11.0%。分企业类型看，国有企业增加值 2.06 亿元，增长 3.9%；集体企业增加值 1.80 亿元，增长 23.2%；股份制企业增加值 245.35 亿元，增长 10.7%；私营企业增加值 321.15 亿元，增长 13.1%；外商投资及港澳台企业增加值 182.87 亿元，增长 4.2%。

近年来，赣州市固定资产投资规模持续较快增长，2015 年赣州市全年固定资产投资 1,892.21 亿元，增长 17.6%，其中工业投资 584.05 亿元，下降 6.0%。分产业投资看，第一产业投资 47.30 亿元，比上年增长 54.1%；第二产业投资 582.47 亿元，下降 6.2%；第三产业投资 1,262.44 亿元，增长 31.9%。

2015 年，赣州市全年财政总收入 353.32 亿元，比上年增长 7.5%。其中，公共财政预算收入 245.51 亿元，增长 9.0%。财政总收入占 GDP 的比重达 17.9%，提高 0.1 个百分点。全年各

项税收收入 294.33 亿元，增长 2.4%。公共财政预算支出 614.97 亿元，增长 14.7%。其中，民生类支出 350 亿元，增长 15.5%，占财政总支出的比重达 56.8%，比上年提高 0.2 个百分点。

总体看，近年来赣州市经济总量和固定资产投资持续增长，城市发展稳步推进；财政实力持续增强。

（3）瑞金市

瑞金是闻名中外的红色故都、共和国摇篮、中央红军长征出发地。

2012 年 6 月 28 日，国务院发布《国务院关于支持赣南等原中央苏区振兴发展的若干意见》（国发[2012]21 号），给予包含执行西部大开发政策在内的财税、投资、金融、产业、生态补偿和对口支援等一系列政策措施对赣南苏区进行扶持。其中城市建设方面提出支持赣州建设省域副中心城市，调整行政区划，增设市辖区，推动赣县、南康、上犹与赣州中心城区同城化发展，科学规划建设章贡新区，扶持瑞金、龙南次中心城市建设；研究瑞金火车站升级改造、建设赣东南机场和瑞金通勤机场、论证瑞金电厂扩建项目等建设项目。旅游发展方面深化赣南与井冈山、闽西、粤东北的旅游合作，以瑞金为核心高起点建设一批精品景区和经典线路，支持创建国家 5A 级旅游景区，推动红色旅游与生态旅游、休闲旅游、历史文化旅游融合发展。人才政策方面，加大东部地区、中央国家机关和中央企事业单位与赣南等原中央苏区干部交流工作的力度；鼓励中央国家机关在瑞金设立干部教育培训基地。

2014 年 3 月 20 日，国家发改委下发《关于印发赣闽粤原中央苏区振兴发展规划的通知》（发改地区【2014】480 号），通知明确：加快赣闽粤原中央苏区振兴发展，对于探索革命老区扶贫攻坚新路子、推动实现跨越式发展、全国同步实现全面建成小康社会的奋斗目标，具有十分重要的意义。所印发的《赣闽粤原中央苏区振兴发展规划》对于《国务院关于支持赣南等原中央苏区振兴发展的若干意见》中发展内容给予了明确规划。

2013 年 11 月，根据《国务院办公厅关于江西瑞金经济开发区升级为国家级经济开发区的复函》（国办函【2013】104 号），瑞金经济开发区升级为国家级经开区。根据江西省人民政府办公厅印发的《关于支持赣南等原中央苏区振兴发展重点平台建设若干政策措施的通知》（赣府厅发【2015】25 号），对于国家级经济技术开发区、高新技术开发区内符合条件的重大基础设施建设项目，给予贷款贴息支持。

根据《瑞金市 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，全市实现地区生产总值 1,221,244 万元，比上年增长 10%，其中：第一产业增加值 189,475 万元，增长 3.8%；第二产业增加值 409,933 万元，增长 10.7%；第三产业增加值 621,836 万元，增长 11.2%。三次产业结构比为 15.5:33.6: 50.9。三次产业对经济增长的贡献率分别为 5%、41%、54%。人均生产总值 19,392 元，增长 7.5%。

2015 年，全市完成 500 万元以上固定资产投资 680,388 万元，比上年增长 17%。按投资主体分，国有投资完成 291,144 万元，增长 100.9%；非国有投资完成 389,244 万元，下降 10.8%，其中民间投资完成 374,910 万元，下降 9.8%。按产业分，第一产业完成投资 18,619 万元，下降 18.6 %；第二产业（全部是工业）完成投资 226,469 万元，增长 11.9%；第三产业完成投资 435,300 万元，增长 22.2%。在第三产业中，房地产开发投资完成 115,860 万元，增长 12.8%。商品房销售面积 484,479 平方米，增长 13.3%，其中商品住宅销售面积 478,620 平方米，增长 17.6%。

2015 年，全市实现财政总收入 159,058 万元，增长 6%，其中公共财政预算收入 117,077 万元，增长 9.5%。财政收入占 GDP 比重为 13%；人均财政收入达 2,526 元，比上年增加 135 元。财源结构更加优化，税收收入 141,291 万元，占财政总收入 88.8%，占比较上年提高了 2 个百分点。

2013~2015 年，瑞金市可控财力分别为 35.75 亿元、33.39 亿元和 42.30 亿元，其中地方一般公共预算收入占比分别为 25.87%、32.04%和 27.68%，政府性基金收入占比分别为 22.66%、11.03%和 17.61%，上级补助收入占比分别为 49.39%、54.53%和 54.43%。受政府性基金收入波动影响，瑞金市可控财力波动中有所增长；瑞金市可控财力中上级补助收入占比大。目前瑞金经开区无独立核算的财政收入。

表 3 瑞金市地方可控财力构成表（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
（一）地方一般公共预算收入	92,490	106,964	117,077
1、税收收入	75,778	87,273	100,742
2、非税收入	16,712	19,691	16,335
（二）政府性基金收入	81,029	36,836	74,489
1、国有土地使用权出让金	75,486	34,378	68,345
2、其他	5,543	2,458	6,144
（三）上级补助收入	176,601	182,058	230,265
1、返还性收入	2,711	108,238	2,747
2、一般性转移支付收入	74,751	71,080	144,799
3、专项转移支付收入	99,139	2,740	82,719
（四）预算外财政专户收入	7,419	8,026	1,191
地方可控财力	357,539	333,884	423,022

资料来源：联合评级根据瑞金市财政局提供数据整理

根据瑞金市财政局提供的《瑞金市政府债务余额及综合财力统计表》，截至 2015 年底，瑞金市政府债务余额（政府负有偿还责任的债务+政府负有担保责任的债务余额*50%+政府可能承担一定救助责任的债务*50%）为 9.15 亿元，为 2015 年瑞金市地方可控财力的 21.63%。

表 4 瑞金市政府债务构成和综合财力统计（单位：万元）

地方债务（截至 2015 年底）	金额	地方财力（2015 年度）	金额
（一）政府负有偿还责任的债务余额	86,069.67	（一）地方一般公共预算收入	117,077
1、外国政府贷款		1、税收收入	100,742
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	16,335
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	230,265
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	144,799
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	82,719
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	2,747
3、国债转贷资金	14.54	（三）国有土地使用权出让收入	74,489
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	
5、解决地方金融风险等专项借款	20,607.03	2、国有土地收益基金	
6、国内金融机构借款	45,802.60	3、农业土地开发资金	
（1）政策性银行借款	14,520.00	4、新增建设用地有偿使用费	
（2）大型商业银行借款	7,847.40	（四）预算外财政专户收入	1,191
（3）其他类型银行借款	23,435.20		
7、债券融资	10,700.00		
（1）中央代发地方政府债券			

(2) 企业债券融资			
(3) 中期票据融资			
8、向单位、个人借款	412.09		
9、拖欠工资和工程款			
10、供应商应付款 (BT 项目)	7,557.14		
11、其它	976.27		
(二) 政府负有担保责任的债务	6,163.22		
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	3,386.22		
(1) 世界银行贷款	1,964.02		
(2) 亚洲开发银行贷款	423.90		
(3) 国际农业发展基金会贷款			
(4) 其他国际金融组织贷款	998.30		
3、政府担保的国内金融机构借款	2,777.00		
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			
(三) 政府可能承担一定救助责任的债务	4,698.76		
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%+(三)×50%	91,500.66	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	423,022
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%		21.63%	

资料来源：联合评级根据瑞金市财政局提供数据整理

总体看，公司作为瑞金市及瑞金经济技术开发区（以下简称“瑞金经开区”）的重要基础设施建设及投融资主体，受瑞金市发展影响较大。瑞金市地处原中央苏区，是国家系列扶持政策的对象之一；瑞金经开区升级为国家级经开区，目前重点项目建设可受融资贷款支持。此外，近年来，瑞金市经济实力稳步增长，地方可控财力受国有土地使用权出让金规模下降影响有所下滑，可控财力质量水平有所提升，为公司发展提供了较为有利的外部环境。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、行政法规的规定，制定了《瑞金市城市发展投资集团有限公司章程》（以下简称“《公司章程》”）。

公司依法设立了股东会、董事会。公司设股东会，由全体股东组成，是公司的权力机构；公司设董事会，成员为 11 人，其中职工代表 1 人，职工代表由公司职工代表大会选举产生，其余董事由出资人委任。董事任期三年，任期届满，可连选连任，董事在任期届满前，不得无故解除其职务。董事会设董事长 1 人，董事长为公司法定代表人，董事长由出资人提名、市政府任命，任期三年。

公司设总经理 1 名，副总经理若干，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责。

总体看，公司治理结构能满足公司日常经营需要。

2. 管理水平

公司自成立以来，相继执行了《瑞金市城市发展投资集团有限公司监事会议事规则》、《瑞金市城市发展投资集团有限公司监事会监督实施办法（试行）》、《组织机构编制方案（试行）》、《经营管理制度（试行）》、《人事劳动管理制度（试行）》、《财务管理制度（试行）》、《全面预算管理制度（试行）》、《会计集中核算管理制度（试行）》、《员工考勤管理制度》等管理制度，建立了自身内部控制体系。

其中，《经营管理制度（试行）》是公司根据“绩效挂钩，独立经营，鼓励创新，超收分成，滚存发展”的原则，结合公司实际情况制定。对公司会议制度、人事管理、预算管理、财务管理、投资与运营管理、风险管理、发展战略管理、报告制度和信息管理、监督审计、考核奖惩、档案管理等方面都有相关规定。

在此基础上，公司在财务管理方面专门制定了《财务管理制度（试行）》，对公司财务核算、财务审批、现金管理、经营收入管理、专项资金管理、票证管理、会计档案管理、处罚办法等方面作出了详细规定。同时公司在预算方面制定了《全面预算管理制度（试行）》，根据该制度建立由各预算责任部门、预算管理委员会、董事会构成的三级预算管理体系，集团公司董事会是预算管理的最高决策机构，负责确定集团公司及子公司年度经营目标，审批集团公司及子公司年度预算方案及其调整方案。

总体看，公司内部管理制度相对健全，能较为有效的防范公司内部经营风险，满足公司现阶段需求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是瑞金市及瑞金经开区的重要基础设施投资建设及投融资主体，主要承建城市基础设施、保障房等项目，公司营业收入主要由工程施工收入构成，工程施工收入占营业收入比重均超过 99%。2013~2015 年，公司分别实现营业收入 2.35 亿元、2.85 亿元和 3.20 亿元；毛利率较为稳定，三年分别为 22.00%、22.28%和 22.53%。

表 5 2013~2015 年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

业务板块	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
工程施工	23,486.07	100.00	22.00	28,403.31	99.64	22.00	31,786.97	99.32	22.00
担保费	--	--	--	101.50	0.36	100.00	214.98	0.67	100.00
评审费	--	--	--	--	--	--	4.22	0.01	100.00
合计	23,486.07	100.00	22.00	28,504.81	100.00	22.28	32,006.17	100.00	22.53

资料来源：公司审计报告

2. 工程施工

公司工程施工项目主要由公司本部、子公司瑞金市政和子公司瑞金置业公司负责，首先，公司与政府签订工程建设协议，履行基础设施建设工程业主职责，通过招投标方式选定项目设计单位、监理单位、施工单位等，并对项目实施进行管理并向施工单位支付相关款项。根据工程建设协议，瑞金市政府向公司支付回购款，回购款由投资额和项目合理利润构成，投资额主要包括经瑞金市政府确认的与项目直接相关的全部投资（包括项目前期费用、工程勘察费用、工程设计费用、工程监理费用、工程管理费用、工程决算费用）。工程建设协议中商定瑞金市

政府分期向公司支付回购款，但未约定具体支付时间；同时协议中未对项目合理利润做具体规定，但根据近年来公司已经确认的收入情况看，公司该板块业务毛利率为22%，且持续稳定。

项目建设资金来源于政府拨款和公司自筹。政府拨款方式为公司在按照与项目施工方签订的建设协议需要支付建设款项时，公司向瑞金市政府申请拨款。公司收到政府拨付的工程款时增加“其他应付款”，公司拨付建设资金时增加“存货”，公司每年年底对完工项目与政府结算，结算后，公司根据项目完工进度确认单确认收入，首先抵减“其他应付款”中已收到财政拨付的项目款，然后收到的收入增加“货币资金”，未收到的增加“应收账款”，同时根据“存货”结转“营业成本”。

根据项目完工进度确认单，2013年，公司完成了苏维埃大道工程、红军大道、象湖大道三个项目；2014年，公司完成了七彩大道、湿地公园、红井路三个项目；2015年，公司完成了旅游接待中心、沙洲景区、七彩大道、湿地公园等项目，三年分别确认收入2.35亿元、2.84亿元和3.18亿元。截至2015年底，公司尚有2.12亿元收入款未收到，反映在“应收账款”中。

截至2015年底，公司主要在建工程施工项目包括食品产业园项目、红色旅游沙洲等景区建设项目、城市防洪绵江河右岸工程、农副产品加工小区基础设施、绿草湖生态湿地公园、保障性住房工程等项目，预计总投资约32.51亿元，已累计投资11.70亿元，体现在“存货—开发成本”中。

表6 截至2015年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	预计完工时间	累计投资额
食品产业园项目	47,284.26	2016/9	35,926.09
红色旅游沙洲等景区建设项目	18,697.00	2015/12	17,786.77
城市防洪绵江河右岸工程	70,795.47	2016/12	10,277.26
农副产品加工小区基础设施	21,430.00	2015/12	18,898.00
绿草湖生态湿地公园	12,000.00	2015/12	9,763.46
保障性住房工程	19,770.00	2016/3	11,821.33
经开区及市政工程	104,301.00	2017/6	7,967.64
安置房	17,628.45	2017/12	655.05
石井廉租房	8,181.83	2016/6	2,865.07
叶坪公租房	1,036.00	2015/4	582.18
福利中心20米道路工程	900.00	2016/4	67.74
安置区工程	2,716.00	2016/6	386.85
青年路（八一北路至沿江路）新建道路	380.00	2016/6	4.06
合计	325,120.01	--	117,001.49

资料来源：公司提供

3. 其他业务

公司担保费收入主要由子公司瑞金小微担保公司实现，其收入规模在公司营业收入中占比小，对公司营业收入影响较小。截至2015年底，小微担保公司对外担保金额为200.00万元。

4. 经营效率

从经营效率看，2013~2015年，公司应收账款周转次数分别为3.53次、3.79次和2.15次；存货周转次数分别为0.05次、0.06次和0.06次；总资产周转次数分别为0.06次、0.06次和0.06次。

总体看，公司整体经营效率低，符合行业特点。

5. 未来发展

公司作为瑞金市及瑞金经开区的重要基础设施投资建设及投融资主体，一方面承担了政府建设瑞金的业务职责及投融资职责，在稳步推进现有项目建设的基础上，将继续承担有利于民生的基础设施建设相关工作；另一方面，为缓解瑞金市小微企业经营资金困难问题，公司积极拓展了担保业务，公司于 2013 年设立的瑞金小微担保公司，该项业务也在 2014 年有所推进，为小微企业的发展提供了资金支持，有利于瑞金市经济发展。在此基础上，公司将继续扩大资产规模，努力拓宽企业融资渠道、建立科学融资决策机制、减弱经营对政府的依赖、积极发展其他业务。公司未来拟建项目主要为瑞金市一江两岸棚改及历史文化街区保护工程（一期）PPP 项目和经开区基础设施 PPP 项目，预计总投资额分别为 30.59 亿元和 6.40 亿元，预计完工时间均为 2017 年 12 月，公司未来投资规模较大。

总体看，公司在巩固和发展现有业务的基础上，将继续扩大资产规模，努力拓宽企业融资渠道、建立科学融资决策机制、减弱经营对政府的依赖、积极发展其他业务。同时，公司未来投资规模较大。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年三年连审财务报表经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。

从合并范围看，2013 年新纳入合并范围瑞金市红都市政工程有限公司和瑞金小微担保公司 2 家子公司；2014 年和 2015 年均无新纳入合并范围子公司。由于合并范围变动的子公司资产及收入规模均较小，合并范围变化对公司财务报表数据可比性影响不大。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 59.41 亿元，所有者权益 40.68 亿元；2015 年公司实现营业收入 3.20 亿元，实现利润总额 1.13 亿元。

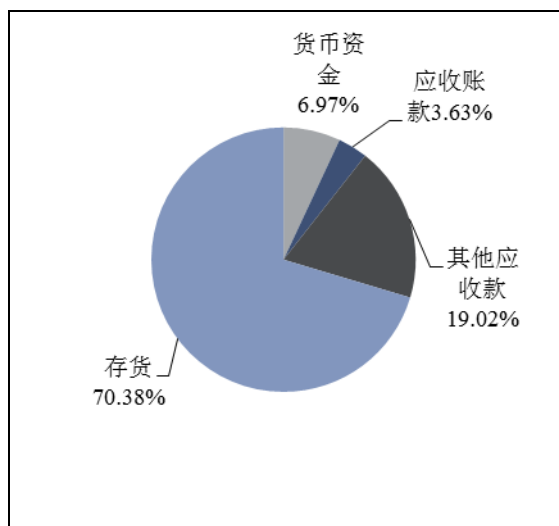
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产不断增长，年复合增长率 21.39%。截至 2015 年底，公司资产总额为 59.41 亿元，较上年增长 17.96%，主要来自其他应收款和存货的增长。从资产结构来看，公司流动资产占比高，近三年均在 90%以上，其他各类资产占比较低。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产不断增长，年复合增长率 20.65%。截至 2015 年底，公司流动资产总额为 58.40 亿元，较上年增长 17.65%，主要来自其他应收款和存货的增长；从构成看，公司流动资产主要由货币资金（占比 6.97%）、其他应收款（占比 19.02%）和存货（占比 70.38%）构成。

图 1 2015 年底公司流动资产结构图



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金不断上升，年均变化率为 56.13%。截至 2015 年底，公司货币资金为 4.07 亿元，其中银行存款 2.00 亿元、受限货币资金为 2.07 亿元。

2013~2015 年，公司应收账款年复合增长率为 80.45%。截至 2015 年底，公司应收账款余额 2.12 亿元，全部为瑞金市财政局所欠项目工程款，公司未计提坏账准备。

2013~2015 年，公司其他应收款不断增长，年复合增长率为 59.55%。截至 2015 年底，公司其他应收款为 11.11 亿元，主要为代垫款与往来款项。2015 年底，公司其他应收款前五名分别为瑞金市财政局（10.14 亿元，账龄 2 年以内）、瑞金市建设工程管理有限公司（0.59 亿元，账龄 4 年以内）、瑞金市国有资产监督管理办公室（0.46 亿元，账龄 1 年以内）、瑞金经济技术开发区管理委员会（0.04 亿元，账龄 3 年以内）和益成食品有限责任公司（0.03 亿元，账龄 1 年以内），合计占比为 99.97%。账龄组合中，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，1 年以内占 6.33%，1~2 年占 9.79%，2~3 年占 15.21%，3 年以上占 68.67%，合计 0.66 亿元，共计提坏账准备 0.16 亿元；无风险组合中全部为政府机关及企事业单位的应收款项，未计提坏账准备。

2013~2015 年，公司存货不断增长，年复合增长率 10.87%，主要是土地资产的注入以及项目开发成本的增长。2015 年底公司存货为 41.10 亿元，由开发成本（占 32.12%，13.19 亿元）和开发土地（占 67.88%，27.90 亿元）构成；其中开发土地全部为出让地，共 113.07 万平方米，抵押比率为 83.93%，抵押土地资产占比高。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产快速增长，年复合增长 127.04%。截至 2015 年底，公司非流动资产 1.01 亿元，主要由可供出售金融资产和固定资产构成。2013~2015 年，公司固定资产分别为 0.15 亿元、0.70 亿元和 0.67 亿元，年复合增长 110.27%，主要由房屋建筑物构成。

总体看，近几年公司资产规模快速增长，流动资产占比很高。流动资产以土地资产为主，土地抵押占比高，公司资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债总额不断增长，年复合增长率为 75.30%，主要是长期借款、其他

应付款、一年内到期的非流动负债以及其他非流动负债的增加。截至 2015 年底，公司负债总额 18.73 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占 44.97%和 55.03%，非流动负债占比较大。

2013~2015 年，公司流动负债不断增长，年复合增长 66.86%。截至 2015 年底，公司流动负债 8.42 亿元，较 2014 年底增长 86.91%，主要是其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。流动负债主要由其他应付款（占 48.67%）、一年内到期的非流动负债（占 44.19%）和应交税费（占 5.93%）构成。

2013~2015 年，公司其他应付款快速增长，年复合变化率为 77.26%。2015 年底公司其他应付款余额为 4.10 亿元，较 2014 年增长 46.05%，主要是与建设方往来款增加所致；其他应付款前五名分别为瑞金市旅游开发投资有限公司、瑞金市财政局、江西省惠从生投资管理有限公司、江西中捷工程建设有限公司和江西华盛建筑工程公司，合计占比为 97.01%。

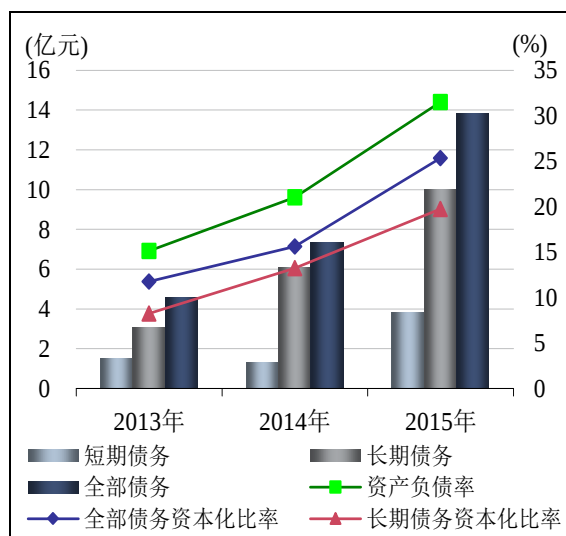
2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 1.50 亿元、1.30 亿元和 3.72 亿元，其中主要为一年内到期的长期借款和一年内到期的其他借款。

2013~2015 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 83.24%，分别为 3.07 亿元、6.08 亿元和 10.31 亿元。截至 2015 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 69.86%）和其他非流动负债（占比 30.14%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款持续增长，年复合增长率为 61.82%。截至 2015 年底，公司长期借款为 7.20 亿元，全部为抵押借款。

2013~2015 年公司其他非流动负债分别为 0.32 亿元、1.42 亿元和 3.11 亿元。2015 年公司其他非流动负债主要为公司向民生加银资产管理有限公司、赣州发展投资控股集团有限责任公司和国开发展基金有限公司的借款。2013 年 12 月 20 日公司与赣州发展投资控股集团有限责任公司签订借款合同，借款金额为 0.64 亿元（分 2 期），期限为 10 年，用于瑞金市农村危旧土坯房改造，2015 年末余额为 0.50 亿元（不包含一年内到期的非流动负债）；2015 年 9 月 15 日本公司与民生加银资产管理有限公司签订存单质押式回购合同，借款金额为 2.04 亿元，定期存单期限为 3 年，2015 年末余额为 2.04 亿元（不包含一年内到期的非流动负债）；0.32 亿元为国开发展基金公司向公司的注资，国开基金每年通过现金分红、收购溢价等方式取得的投资收益应按 1.2%/年的收益率计算投资收益。上述有息债务已调整至长期债务核算。

图 2 近三年公司负债指标情况



资料来源：公司审计报告

近三年，公司有息债务规模有所波动。2013~2015 年，公司长期债务分别为 3.07 亿元、6.07 亿元和 10.00 亿元，全部债务分别为 4.57 亿元、7.37 亿元和 13.82 亿元，年复合增长率为 73.98%。2013~2015 年，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波动增长，均值分别为 25.09%、19.72%和 15.48%，2015 年底分别为 31.53%、25.36%和 19.73%。总体看，公司债务负担较轻。

总体看，公司负债规模快速增长，以长期借款和其他应付款为主；公司有息债务规模波动增长且长期负债占比较高，与项目建设周期长相匹配，债务结构合理，公司债务负担较轻。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益快速增长，年复合增长 9.03%，主要为对公司土地注入带动资本公积的增长以及未分配利润的增长。截至 2015 年底，公司所有者权益 40.68 亿元；所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 12.29%、78.33%、1.06%和 8.32%。

总体看，公司未分配利润在所有者权益中占比较低，公司所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2013~2015年，在公司营业收入持续增长，年均增幅为16.74%，2015年公司实现营业收入3.20亿元。2013~2015年公司营业成本相应稳定增长，年复合增长率为16.34%，基本与营业收入增幅持平。2015年，公司营业成本为2.48亿元，同比增长11.71%，主要为工程施工成本。近三年公司营业利润率为21.27%、21.53%和21.77%，基本保持稳定。

2013~2015年，公司期间费用（销售费用、管理费用、财务费用）占营业收入比重分别为3.54%、4.96%和4.74%，2015年公司管理费用为0.16亿元，与2014年相同。总体看，公司期间费用控制水平较好。2013~2015年公司分别实现营业利润0.29亿元、0.55亿元和0.48亿元。

2013~2015年，公司营业外收入分别为0.67亿元、0.70亿元和0.65亿元，主要由政府补贴构成，是利润总额的重要补充；同期，公司利润总额分别为0.96亿元、1.24亿元和1.13亿元。

从盈利指标看，2013~2015年，受权益规模持续增长影响，公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降态势，三年平均值分别为2.15%和2.58%，2015年为1.86%和2.49%。

总体看，三年来公司收入规模持续增长，公司盈利能力尚可；财政补贴是公司利润总额的重要补充。

5. 现金流

经营活动方面，2013~2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动中有所下降，分别为 1.72 亿元、2.37 亿元和 2.65 亿元，近三年公司现金收入比分别为 101.07%、92.96%和 60.27%，2015 年，公司收入实现质量有所下降，公司整体收入实现质量一般。2013~2015 年，公司收到其他与经营活动有关现金分别为 6.35 亿元、9.42 亿元和 17.60 亿元，主要为往来款及政府补助；近三年公司经营活动现金流入量分别为 8.72 亿元、12.07 亿元和 19.53 亿元。近三年公司经营活动现金流出分别为 7.86 亿元、12.38 亿元和 24.37 亿元，受工程施工等业务成本投入增长的影响，2013~2015 年公司购买商品接受劳务支付的现金波动中有所增长，分别为 2.02 亿元、5.09 亿元和 3.64 亿元；支付其他与经营活动有关的现金分别为 5.82 亿元、7.25 亿元和 20.60 亿元，主要由往来款构成。2013~2015 年经营活动产生的现金流量净额分别为 0.87 亿元、-0.31 亿元和 -4.84 亿元。

从投资活动看，2013~2015年，公司无相关投资活动现金流入。近三年，投资活动现金流出分别为0.02亿元、0.58亿元和0.30亿元，主要为投资支付的现金，其中2014年公司购建固定资

产、无形资产支付的现金较2013年大幅增加主要是因为当年新建标准厂房等固定资产所致。公司近三年投资活动产生的现金流量净额分别为-0.02亿元、-0.58亿元和-0.30亿元。

2013~2015年，公司取得借款收到的现金分别为0.83亿元、4.32亿元和12.28亿元，2014年取得借款收到的现金较上年大幅增加，主要是因为公司新增赣州银行股份有限公司瑞金京里支行长期借款2.60亿元。近三年，公司筹资活动产生的现金流入量分别为0.83亿元、4.32亿元和12.28亿元。2013~2015年，公司偿还债务支付的现金分别为0.93亿元、1.52亿元和5.55亿元，2013年公司偿还债务支付的现金较2012年有所增加主要是因为公司偿还国家开发银行贷款、赣州银行股份有限公司瑞金京里支行部分到期的借款，2013~2015年，公司筹资活动现金流出量分别为1.28亿元、1.92亿元和8.31亿元。近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.45亿元、2.40亿元和3.96亿元。

总体看，受经营活动现金流净额流出加大影响，公司筹资活动前现金流净额流出加大，公司需加大筹资活动现金流入来平衡现金流。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013~2015年，公司流动比率与速动比率持续下降，三年平均值分别为9.42倍和2.16倍，2015年底分别为6.93倍和2.05倍。由于公司流动资产中存货所占比率较大因此公司速动比率远小于流动比率。公司短期偿债能力指标较好，同时考虑到公司短期债务规模较小，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2013~2015年，公司EBITDA分别为0.97亿元、1.27亿元和1.16亿元，全部债务/EBITDA指标分别为4.73倍、5.78倍和11.89倍，EBITDA对全部债务保障能力较弱，但考虑到瑞金市政府对公司业务模式的确定，以及给予在土地资产注入、财政补贴等方面的支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2015年底，公司合并口径对外担保总计3.00亿元（不包含公司子公司瑞金市振兴小微企业信用担保有限责任公司正在履行的融资担保余额200.00万元），担保比率为7.37%，担保比率低；其中公司对瑞金市旅游开发投资有限公司担保1.20亿元、对瑞金市国有资产经营有限公司担保额度为1.80亿元，2015年，上述两家公司经营正常。总体看，公司或有负债风险小。

截至2016年5月18日，公司共获得授信额度总量为34.04亿元，已全部使用，公司间接融资渠道亟待拓宽。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1032050501324020H），截至2016年5月10日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，但存在2笔未结清和29笔已结清的关注类贷款；根据国家开发银行江西省分行出具的说明，国家开发银行根据内部分类方法与标准将上述贷款列为关注类贷款，并非因为公司偿还能力不足或存在违约风险。公司过往债务履约情况良好。

总体看，基于对公司自身经营和财务风险，以及瑞金市的财力状况以及对公司的各项支持的判断，公司整体抗风险能力较强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

截至2015年底，公司全部债务和长期债务分别为13.82亿元和10.00亿元。本次债券分别

占 2015 年底公司全部债务和长期债务的 86.82%和 120.00%，本次债券的发行对公司现有债务规模的影响大。

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 31.53%、25.36%和 19.73%，以公司 2015 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本次债券发行后，上述指标将分别上升至 43.03%、38.83%和 35.10%。公司有息债务规模将显著上升，但整体债务仍处于较低水平。

2. 本次债券偿还能力分析

2013~2015年，公司EBITDA分别为0.97亿元、1.27亿元和1.16亿元，分别为本次债券拟发行额度的0.08倍、0.11倍和0.10倍；2013~2015年公司经营活动的现金流入量分别为8.72亿元、12.07亿元和19.53亿元，分别为本次债券拟发行额度的0.73倍、1.01倍和1.63倍。

本次债券分别于第3、第4、第5、第6和第7个计息年度末偿还本次债券发行总额的20%，单年最高需偿付本金2.40亿元。2013~2015年，公司EBITDA分别为单年需偿付本金2.40亿元的0.40倍、0.53倍和0.48倍；同期，经营活动的现金流入量分别为单年需偿付本金2.40亿元的3.63倍、5.03倍和8.14倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对本次债券和单年最高需偿付本金的保障程度较强。本次债券分期偿还本金的设置，有助于分散集中偿付的风险。

3. 本次债券偿债资金来源

本次债券发行规模为12亿元，在存续期内每年付息一次，同时设置本金提前偿还条款，分别于本次债券的第3、第4、第5、第6和第7个计息年度末偿还本次债券发行总额的20%。本次债券募集资金12.00亿元，其中9.00亿元用于物流园项目，3.00亿元用于电子商务产业园项目。

物流园项目2015~2017年为项目建设期（3年建设期），2018年之后为项目运营期；根据江西金浪工程咨询有限公司编制的可行性研究报告，综合物流区项目和国检配套服务区项目2018~2023年可实现租赁及销售收入合计203,753.88万元。

综合物流区预计将于2018~2023年间实现租金收入89,309.88万元，预计将于2017~2021年间实现销售收入114,444.00万元。商贸物流区187000平方米，其中按2018~2023年租赁面积分别为142,120平方米、119,680平方米、97,240平方米、74,800平方米、74,800平方米和74,800平方米，月租60元/平方米计算，年租金收入10,232.64万元；仓储物流区54,100平方米，月租按10.00元/平方米计算，年租金收入649.20万元；公共服务区117,800平方米，月租按50元/平方米计算，年租金收入7,068万元；以及停车费等其他年收入166.50万元。销售收入按2017~2021年间每年销售22,440平方米、销售单价10,200元/平方米计算，年销售收入22,888.80万元。

国检配套服务区预计将于2018~2023年间每年实现租金收入4,784.00万元。其中集装箱吊箱年作业数量52万次，20元/次，年作业收入1,040万元；货物拆箱年作业数量26万次，60元/次，年作业收入1,560万元；堆存作业年作业数量260万箱天，3元/箱天，年作业收入780万元；熏蒸作业年作业数量5.2万箱，270元/箱，年作业收入1,404万元。

电子商务产业园项目2015年12月~2018年6月底为项目建设期，2018年后为运营期；根据江西金浪工程咨询有限公司编制的可行性研究报告，电子商务产业园项目预计于2018~2023年实现租赁及销售收入59,111.81万元，其中租赁收入42,550.36万元、销售收入16,561.45万元。

租赁业务方面，物流仓储按平均租金10元/平方米、总建筑面积15,000平方米计算；创业大厦平均租金60元/平方米，总建筑面积54,600平方米，出租面积2018~2023年分别为48,048平方米、

41,496平方米、34,944平方米、28,392平方米、21,840平方米和21,840平方米计算；培训大楼平均租金60元/平方米、总建筑面积15,525平方米计算；综合服务中心按平均租金60元/平方米，总建筑面积27,000平方米计算；商务办公楼按平均租金80元/平方米、总建筑面积24,264平方米计算；出租地下室按车位25,619平方米折合520个车位、月平均租金150元/个计算。

销售业务方面，2018~2022 年每年分别销售创业大厦、商务办公楼 6,552 平方米、2,912 平方米，销售单价均暂定 3,500 元/平方米计算。电子商务产业园 2018~2022 年每年销售 3,312.29 平方米。

表7 募投项目收益对本次债券本息覆盖情况测算表（单位：万元、倍）

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	合计
物流园项目	22,888.80	45,789.14	44,173.46	42,557.78	40,942.10	18,053.30	18,053.30	232,457.88
综合物流园区	22,888.80	41,005.14	39,389.46	37,773.78	36,158.10	13,269.30	13,269.30	203,753.88
其中：租赁	--	18,116.34	16,500.66	14,884.98	13,269.30	13,269.30	13,269.30	89,309.88
销售	22,888.80	22,888.80	22,888.80	22,888.80	22,888.80	--	--	114,444.00
国检配套服务区	--	4,784.00	4,784.00	4,784.00	4,784.00	4,784.00	4,784.00	28,704.00
电子商务产业园项目	--	12,156.97	11,405.70	10,654.44	9,903.17	9,151.91	5,839.62	59,111.81
其中：租赁	--	8,844.68	8,093.41	7,342.15	6,590.88	5,839.62	5,839.62	42,550.36
销售	--	3,312.29	3,312.29	3,312.29	3,312.29	3,312.29	--	16,561.45
收益合计	22,888.80	57,946.11	55,579.16	53,212.22	50,845.27	27,205.21	23,892.92	291,569.69
利息	7,200.00	7,200.00	7,200.00	5,800.00	4,300.00	2,900.00	1,400.00	36,000.00
本金			24,000.00	24,000.00	24,000.00	24,000.00	24,000.00	120,000.00
本息合计	7,200.00	7,200.00	31,200.00	29,800.00	28,300.00	26,900.00	25,400.00	156,000.00
覆盖倍数	3.18	8.05	1.78	1.79	1.80	1.01	0.94	1.87

资料来源：公司提供、联合评级整理。

注：上述测算基于本次债券于 2016 年发行，发行利率为 6%测算。

基于本次债券于 2016 年发行，预估发行利率为 6%测算（具体测算见上表），募投项目总收益对本次债券本息合计的覆盖倍数为 1.87 倍，募投项目每年收入对当年需偿还的债券本息覆盖倍数为 0.94 倍~8.05 倍，整体覆盖情况较好。但考虑到本次债券募投项目收入主要由租赁和出售收入构成，收入的实现受项目建设进度、市场行情情况大，同时募投项目实际建设进度滞后于计划进度，未来收入规模的实现存在一定不确定性。

九、债权保障措施

1. 担保方

本次债券由赣州发投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。赣州发投是赣州市最大的投融资主体，承担了赣州市市本级城市基础设施建设职能，是赣州市重要高速公路项目的投融资及建设主体，同时公司借用资源及资金优势发展商品房业务，逐步形成了公司市政建设、高速公路和商品房销售三大板块的业务格局。截至 2015 年底，赣州发投注册资本 10.00 亿元，赣州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“赣州市国资委”）为赣州发投实际控制人。

（1）政府支持

赣州发投是赣州市最大的投融资主体，承担了赣州市市本级城市基础设施建设职能，受到

政府在股权划转、土地资产注入、财政补助等方面的大力支持。股权划转方面，2009 年 8 月 27 日，根据赣州市人民政府办公室赣市府办抄字[2009]155 号抄告单，赣州发投子公司赣州城市开发投资集团有限责任公司（以下简称“赣州城投”）接收市政府无偿划转的赣州市江河开发实业有限公司 100%国有股权，增加资本公积 0.44 亿元。土地资产注入方面，2009 年 11 月 4 日，根据赣州市人民政府办公室赣市府办抄字[2009]185 号抄告单，赣州城投接受政府作价出资的 79.80 万平方米土地使用权，经评估入账增加资本公积 36.32 亿元（2012 年 12 月赣州市土地储备中心收回 955 亩土地，核减资本公积 25.40 亿元）。2010 年赣州市政府先后将 9 宗评估价为 46.27 亿元的土地（2012 年 2 月赣州市土地储备中心收回 203.71 亩土地，核减资本公积 8.01 亿元）、11 宗评估价为 102.08 亿元的土地和 2 宗评估价为 25.04 亿元的土地（2011 年实际取得该 2 宗土地土地证时核减 11.62 亿元资本公积）注入赣州城投；2011 年赣州市政府分别向赣州城投注入四宗土地（21.11 万平方米，经评估入账增加资本公积 13.98 亿元）和两宗土地（2.64 万平方米，经评估入账增加资本公积 2.46 亿元）。2012 年，根据赣州市人民政府办公室赣市府办抄字[2012]77 号、[2012]78 号、[2012]89 号、[2012]54 号抄告单，赣州市政府合计将 291.78 万平方米、评估价为 136.35 亿元的土地注入赣州城投。2015 年，赣州市国资委将赣州市保障性住房建设运营有限公司 100%股权划拨给公司。财政补助方面，2013~2015 年，赣州城投分别获得财政补助收入 2.22 亿元、2.30 亿元和 3.16 亿元。

（2）经营现状

赣州发投主要从事市政工程及配套设施、安置房及商品房的开发与销售、土地开发、高速公路建设与运营等业务。其收入主要由市政建设项目收入、商品房销售收入和高速公路通行费收入构成。2013~2015 年，公司主营业务收入分别为 23.61 亿元、20.93 亿元和 24.71 亿元，主营业务毛利率分别为 30.25%、29.46%和 29.91%，公司毛利率水平较为稳定。

表 8 2013~2015 年赣州发投主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	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
市政建设	10.68	45.21	7.41	10.44	49.89	7.69	14.25	57.66	13.15
高速公路	7.46	31.59	96.94	7.56	36.12	55.19	7.42	30.05	50.61
商品房	4.28	18.11	30.43	1.74	8.33	46.14	1.67	6.77	36.32
其他	1.20	5.10	-181.09	1.19	5.66	32.62	1.37	5.53	84.30
合 计	23.61	100.00	30.25	20.93	100.00	29.46	24.71	100.00	29.91

资料来源：公司审计报告

注：2013 年，“其他”包含土地转让收入 0.38 亿元，其转让成本 2.70 亿元，收入为已收到的部分，非全部收入，故导致“其他”业务板块毛利率为负。此外“其他”中主要为房屋租赁、利息、管理费、担保等收入。

市政建设项目收入主要是由子公司赣州城投承担赣州市市本级城市基础设施建设职能所实现的收入。市政工程主要分为收取代建费及项目回购两种模式。收取代建费模式，赣州城投不进行项目直接投资，仅负责工程建设并按照工程总额的 0.8%收取项目管理费。项目回购模式，赣州城投与赣州市政府签订委托合同后，赣州城投对项目自行筹资，项目完工后由政府按照委托合同回购；其中回购价格由工程竣工验收后项目实际造价加成 10%确定，但赣州城投将实际造价的 10%确认收入。近年来，赣州城投主要完成了赣州师范高等专科学校项目、赣州市人民亿元新苑工程、赣南大道等项目，2013~2015 年，公司市政建设收入分别为 10.68 亿元、10.44 亿元和 14.25 亿元。截至 2015 年底，赣州城投主要在建项目包括章江新区农民返迁房、老机场及章江新区土地整理储备项目、武陵大桥等项目，预计总投资 190.60 亿元，已累计投资 86.89

亿元。

商品房销售收入方面，赣州发投先后完成了永康锦园项目、三和悦城项目、星洲湾别墅区一二期等项目。其中在建项目星洲湾别墅区分三期建设，其中一二期已竣工销售，三期正在建设中；三期建设总投资约 9.06 亿元，项目规划面积约 19 万平方米，已投资 8.00 亿元，已回笼资金 12.27 亿元；其中三期工程预计总投资 2.65 亿元，已累计投资 1.65 亿元，已回笼资金 3.81 亿元。

高速公路通行费收入主要是子公司赣州高速公路有限责任公司（以下简称“赣州高速”）经营所得，赣州高速是赣州市政府建设高速公路项目的唯一投资主体，2013~2015 年分别实现通行费收入 7.46 亿元、7.56 亿元和 7.42 亿元。目前赣州发投已通行的高速公路包括大广高速赣州至定南段（以下简称“赣定高速”）、大广高速龙南里仁至杨村（赣粤界）段（以下简称“龙杨高速”）和赣州环城高速公路，分别持股 100%、100%和 70%。其中，赣定高速 126.86 公里，2004 年 1 月开始收费，收费年限 30 年；赣州环城高速公路 43.59 公里，2010 年 8 月开始收费，收费年限 30 年；龙杨高速 60.83 公里，2012 年 12 月开始收费，收费年限 20 年。2014 年，上述三条高速公路日均车流量分别为 3.50 万辆、1.39 万辆、0.38 万辆。此外，公司在建高速公路包括寻乌（赣闽界）至全南高速公路（以下简称“寻全高速”）、赣县至兴国高速公路（以下简称“兴赣高速”）。公司对寻全高速持股 55%，预计总投资 87.14 亿元，其中公司投资 47.90 亿元，截至 2015 年底已累计投资 70.87 亿元，建成后长约 112 公里，寻全高速已于 2014 年 12 月部分通车，已于 2015 年 11 月 9 日全线通车。公司对兴赣高速持股 100%，预计总投资 60.75 亿元，截至 2015 年底已累计投资 17.38 亿元，于 2014 年 11 月开工，预计于 2016 年 11 月完工。

综上所述，近年来，受益于赣州市政府对赣州发投在股权划转、土地资产注入和财政补贴方面的较大支持，公司业务及收入规模较快增长；目前，赣州发投已逐步形成了市政工程建设、商品房建设及高速公路运营三大经营板块；赣州发投在建项目对外投资规模仍较大，公司存在较大融资需求。

（3）财务概况

资产质量方面，2013~2015 年，赣州发投资产规模较快增长，年均复合增长 9.91%；其中流动资产占比 63.92%、非流动资产占比 36.08%；从具体构成科目看，主要是货币资金、其他应收款、存货、长期应收款、固定资产、在建工程和无形资产构成。截至 2015 年底赣州发投货币资金为 45.75 亿元（其中银行存款 33.77 亿元），货币资金中受限资金为 13.37 亿元；应收账款为 11.46 亿元，同比增长 41.08%，主要为应收赣州经济技术开发区财政局和南康区财政局款项；预付款项 24.23 亿元，同比下降 11.29%，主要为预付征地拆迁款 13.91 亿元的减少；其他应收款为 73.28 亿元，余额前五名主要为国资公司和政府部门（占比为 64.26%）；存货为 460.03 亿元，主要由开发成本（占 21.93%）和土地（占 78.06%，主要为赣州市政府将土地以作价出资方式注入公司和子公司赣州城投的资产）构成。截至 2015 年底，赣州发投长期应收款 51.79 亿元，同比增长 19.81%，主要系应收赣州市章贡区城市建设投资发展有限公司的往来款增加以及融资租赁款增长所致；固定资产为 71.39 亿元，同比增长 62.44%，主要系房屋及建筑物增长所致；在建工程为 141.58 亿元，主要为高速公路投资，同比增长 36.15%，主要是因为寻乌至全南高速公路的投资以及兴国至赣县高速公路的投资增加；无形资产为 37.88 亿元，同比下降 53.59%，主要系公司追溯调整将一部分土地从无形资产转为存货所致。总体看，近年来，赣州发投资产规模不断增长，流动资产占比较大，以土地资产为主，资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

负债方面，2013~2015 年，赣州发投负债快速增长，年均复合增长 15.35%。截至 2015 年

底，赣州发投负债总额 448.44 亿元；其中流动负债和非流动负债分别占 22.88%和 77.12%，公司以非流动负债为主；负债主要由长短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债、应付债券、长期应付款和专项应付款构成。截至 2015 年底，赣州发投短期借款为 14.46 亿元，主要为质押抵押借款和保证借款，信用借款占比较低；其他应付款为 42.42 亿元，公司账龄 1 年以上大额其他应付款比较分散；一年内到期的非流动负债为 29.67 亿元，同比增长 111.81%，主要系公司一年内到期的应付债券增长所致；长期借款为 217.66 亿元，同比增长 17.16%，主要系质押借款增长所致；应付债券为 99.71 亿元，同比略有增长；长期应付款为 12.65 亿元，主要为公司对赣州市财政局和赣州市城市基础设施建设投资管理有限公司的应付款项；专项应付款为 15.83 亿元，同比降低 19.46%，主要系赣州市土地收购储备中心和章江新区未交付返迁安置房回购专项应付款减少所致。2013~2015 年，赣州发投全部债务分别为 264.86 亿元、310.34 亿元和 362.50 亿元，年复合增长率为 16.99%，其中长期债务占比维持在 90%左右，与公司项目建设周期较长相匹配；同期，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快速增长，均值分别为 45.59%、39.89%和 37.24%，2015 年底分别为 46.51%、41.27%和 38.09%。总体看，赣州发投债务以非流动负债为主，债务结构合理，债务负担适宜。

所有者权益方面，2013~2015 年，赣州发投所有者权益保持相对稳定，截至 2015 年底，赣州发投所有者权益为 515.80 亿元，其中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和少数股东权益分别占 1.94%、46.15%、0.11%、1.91%和 49.89%。总体看，赣州发投所有者权益稳定性一般。

盈利能力方面，2013~2015 年，赣州发投营业收入波动中有所增长，年复合增长率为 2.90%；营业利润率为 27.59%、27.02%和 27.74%，整体较为平稳。2013~2015 年，赣州发投期间费用（销售费用、管理费用、财务费用）分别为营业收入的 19.92%、23.63%和 26.40%，期间费用控制水平有所下滑；利润总额分别为 4.65 亿元、2.01 亿元和 4.54 亿元，营业外收入分别为 2.26 亿元、2.33 亿元和 3.20 亿元，财政补贴对公司利润贡献逐年加大。2013~2015 年，赣州发投总资产收益率和净资产收益率波动中有所下降，2015 年分别为 0.89%和 0.69%。总体看，近年来，赣州发投收入规模有所增长，但受行业特征影响，赣州发投盈利能力较弱，财政补贴逐步成为赣州发投利润的重要补充。

现金流方面，2013~2015 年，赣州发投筹资活动前现金流净额均保持流出态势，筹资活动净现金流均保持流入。2015 年，公司经营活动现金流净额为 1.06 亿元，投资活动净现金流净额为 -34.69 亿元，筹资活动净现金流净额为 31.94 亿元，公司整体现金流基本维持平衡。2013~2015 年，公司现金收入比分别为 95.89%、96.82%和 56.60%，2015 年公司收入获现质量有所下降。公司筹资活动主要通过银行借款、发行债券等方式进行，筹资活动现金净流入规模波动下降，考虑到赣州发投在建项目多，投资规模较大，未来仍存在较大的资金压力。

偿债能力方面，从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，赣州发投流动比率与速动比率三年均值分别为 7.23 倍和 1.91 倍，2015 年底分别为 6.01 倍和 1.52 倍。考虑到公司短期债务规模较小，赣州发投短期偿债能力尚可。从长期偿债能力指标看，2013~2015 年，赣州发投 EBITDA 分别为 11.79 亿元、8.47 亿元和 13.60 亿元，全部债务/EBITDA 分别为 22.47 倍、36.63 倍和 26.65 倍，EBITDA 对全部债务保障能力较弱，但考虑到赣州发投所受到的政府支持、未来代建项目的逐步回款，赣州发投整体债务偿还压力尚可。

截至 2015 年底，赣州发投对外担保总额为 10.50 亿元，主要为公司子公司赣州城投对华开（赣州）城市投资有限公司的担保，担保比率为 2.04%，公司或有负债风险低。

2013~2015 年，赣州发投 EBITDA 分别为本次债券的 0.98 倍、0.71 倍和 1.13 倍，经营活

动现金流入量分别为本次债券的 3.88 倍、8.53 倍和 5.54 倍，经营活动现金流净额分别为本次债券的 1.19 倍、-1.49 倍和 0.09 倍。赣州发投经营活动现金流入量规模较大，对本次债券的覆盖程度尚可。

综上所述，经联合评级评定赣州发投主体长期信用级别为 AA⁺，评级展望稳定。赣州发投整体抗风险能力很强，为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本次债券的偿付安全性。

2. 偿债资金监管

为保证本次债券募集资金合理使用，公司与中国工商银行股份有限公司赣州分行（以下简称“监管银行”）签订了《2015年瑞金市城市发展投资集团有限公司公司债券账户与资金监管协议》（以下简称“《监管协议》”），公司拟在监管银行开立募集资金专项账户和偿债资金专项账户，用于管理募集资金。

根据《监管协议》，公司在监管银行开立募集资金专用账户，专用于存储本次债券发行的募集资金。本次债券发行完毕后，公司在五个工作日内将募集资金划入该账户，按募集资金用途进行使用。根据《监管协议》，公司为本次债券发行在监管银行开设偿债资金专用账户，专用于向债券持有人支付本次债券本金和利息。在本次债券存续期间，公司应在每年不晚于付息首日与/或兑付首日前第6个工作日17:00前将本次债券应付的利息与/或本金付至《监管协议》下偿债资金专用账户。付息首日与/或兑付首日的具体日期及还本付息金额以《2015年瑞金市城市发展投资集团有限公司公司债券本息偿还计划表》为准，公司应在本次债券发行完毕后五个工作日内将《2015年瑞金市城市发展投资集团有限公司公司债券本息偿还计划表》发送给监管银行。

如果公司按照上述规定按时足额将当期利息与/或本金付至偿债资金专用账户，且监管银行在本次债券的每年付息首日与/或兑付首日前第5个工作日未发现偿债资金专用账户余额不足，则公司应根据债券登记结算机构的付息通知，主动联系监管银行进行利息与/或本金的划付。监管银行接到公司的付款指令后，应仔细核对该付款指令的真实有效性，包括收款方账户名称、付款日期、付息与/或兑付金额等必须与本协议项下的相关规定或债券登记结算机构的付息通知相符。经核对证实后，监管银行应于债券上述每次付息首日与/或兑付首日前的第3个工作日17:00前将应付利息与/或本金资金一次性支付到债券登记结算机构指定的银行账户。除非监管银行认为公司付款指令存在错误或不符合本协议及其他债券文件约定，否则监管银行不得拒绝将款项划出。

如果监管银行在本次债券每年付息首日与/或兑付首日前第5个工作日发现偿债资金专用账户余额不足，应当立即书面通知公司和主承销商，并敦促公司在付息首日与/或兑付首日前的第4个工作日17:00前补足。如果公司未能按时向偿债资金专用账户补足上述资金，则监管银行有权召集全体债券持有人召开债券持有人会议，就是否同意相关解决方案做出决议，将兑付资金划入债券登记托管机构指定账户。当公司偿债资金专用账户资金数额不足以支付本次债券当期应付本金和/或利息，公司无权使用其募集资金专用账户内的资金。

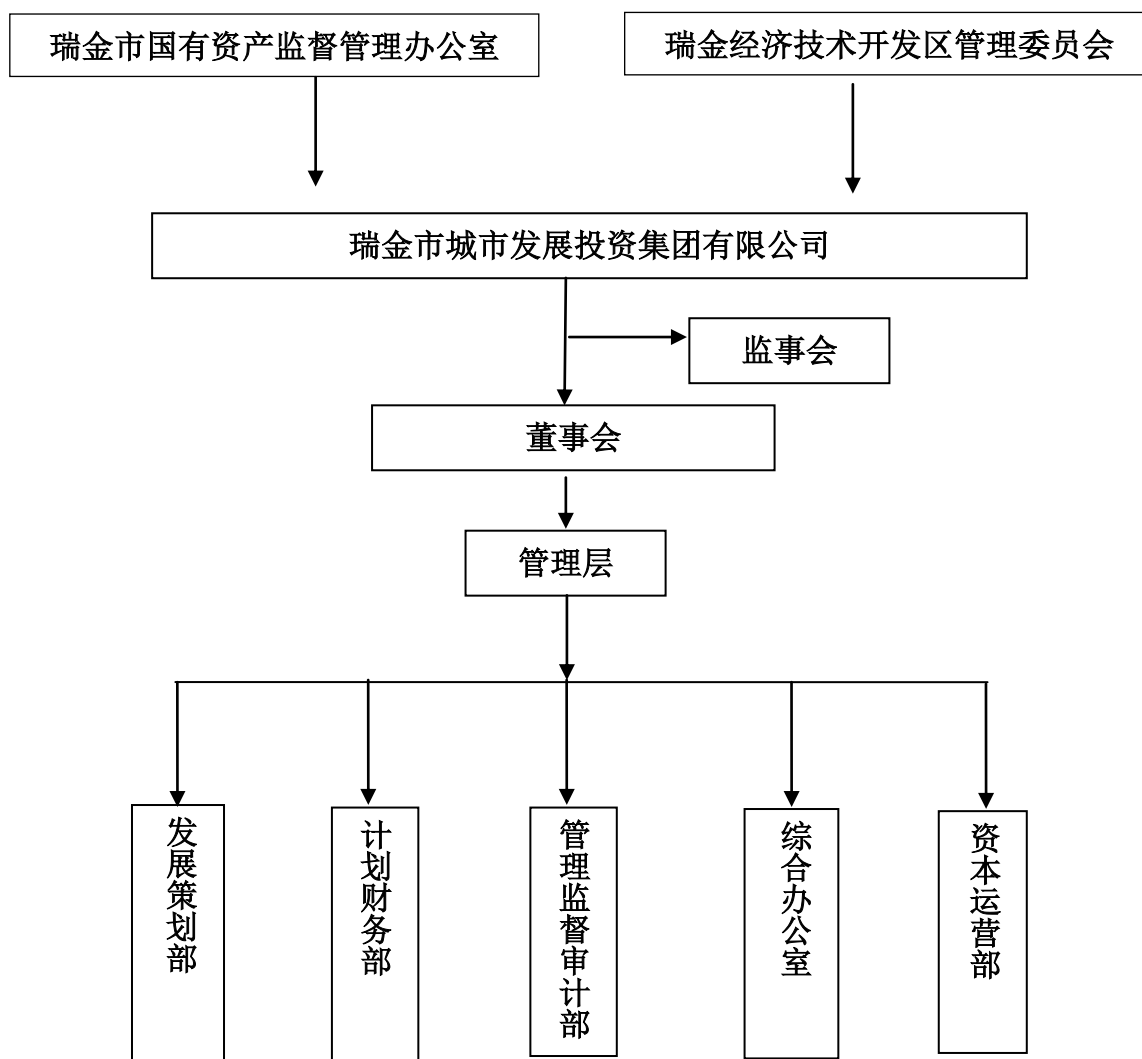
总体来看，募集资金专项账户监管协议和偿债资金专项账户监管协议有助于本次债券资金的合规使用与归集，减少并降低了操作风险。

十、综合评价

公司是瑞金市及瑞金经开区的重要基础设施投资建设及投融资主体。近年来，瑞金市经济稳步增长，公司受到瑞金市政府在土地资产注入、财政补贴及业务模式等方面的较大支持，具有较强区域垄断优势。公司资产规模持续增长，盈利能力保持稳定。同时，联合评级也注意到公司资产以土地资产为主，土地抵押比率高，资产流动性偏弱；公司业务结构单一等因素对其经营和发展可能带来的不利影响。

本次债券由赣州发投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提高了本次债券的偿付安全性；同时本次债券设置分期偿还，降低了到期集中兑付的资金压力。基于对公司主体长期信用状况、本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本次债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1 瑞金市城市发展投资有限公司股权结构图及组织结构图



附件 2 瑞金市城市发展投资集团有限公司主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	40.31	50.36	59.41
所有者权益（亿元）	34.22	39.78	40.68
短期债务（亿元）	1.50	1.30	3.82
长期债务（亿元）	3.07	6.07	10.00
全部债务（亿元）	4.57	7.37	13.82
营业收入（亿元）	2.35	2.85	3.20
净利润（亿元）	0.91	1.07	1.01
EBITDA（亿元）	0.97	1.27	1.16
经营性净现金流（亿元）	0.87	-0.31	-4.84
应收账款周转次数（次）	3.53	3.79	2.15
存货周转次数（次）	0.05	0.06	0.06
总资产周转次数（次）	0.06	0.06	0.06
现金收入比率（%）	101.07	92.96	60.27
总资本收益率（%）	2.33	2.28	1.86
总资产报酬率（%）	0.02	0.03	0.03
净资产收益率（%）	2.65	2.70	2.49
营业利润率（%）	21.27	21.53	21.77
费用收入比（%）	3.54	4.96	4.74
资产负债率（%）	15.12	21.02	31.53
全部债务资本化比率（%）	11.77	15.63	25.36
长期债务资本化比率（%）	8.23	13.24	19.73
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.17	0.08
流动比率（倍）	13.26	11.01	6.93
速动比率（倍）	2.21	2.29	2.05
现金短期债务比（倍）	1.11	2.45	1.06
经营现金流负债比率（%）	28.65	-6.77	-57.50
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.08	0.11	0.10

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

附件 3 赣州发展投资控股集团有限公司主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	798.18	871.72	964.24
所有者权益（亿元）	461.14	467.98	515.80
短期债务（亿元）	21.02	28.43	45.13
长期债务（亿元）	243.84	281.91	317.36
全部债务（亿元）	264.86	310.34	362.50
营业收入（亿元）	23.63	21.23	25.02
净利润（亿元）	4.18	1.62	3.58
EBITDA（亿元）	11.79	8.47	13.60
经营性净现金流（亿元）	14.29	-17.89	1.06
应收账款周转次数（次）	3.14	2.71	2.56
存货周转次数（次）	0.04	0.04	0.04
总资产周转次数（次）	0.03	0.03	0.03
现金收入比率（%）	95.89	96.82	56.60
总资本收益率（%）	1.05	0.64	0.89
总资产报酬率（%）	0.01	0.01	0.01
净资产收益率（%）	0.91	0.35	0.69
营业利润率（%）	27.59	27.02	27.74
费用收入比（%）	19.92	23.63	26.40
资产负债率（%）	42.23	46.32	46.51
全部债务资本化比率（%）	36.48	39.87	41.27
长期债务资本化比率（%）	34.59	37.59	38.09
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.03	0.04
流动比率（倍）	11.723	6.26	6.01
速动比率（倍）	3.27	1.64	1.52
现金短期债务比（倍）	2.74	1.45	1.01
经营现金流动负债比率（%）	30.29	-19.86	1.04
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.98	0.71	1.13

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

附件 4 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 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
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 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 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 5 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。