

2012 年上饶市城市建设投资开发集团有限公司

**公司债券 2017 年跟踪
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

2012 年上饶市城市建设投资开发有限公司 公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第
【791】号 01

债券剩余规模: 7.8 亿元

债券到期日期:
2019 年 09 月 10 日

债券偿还方式:
按年计息, 每年付息一
次, 第三年末至第七年
末分别偿还本期债券本
金的 20%, 最后五年每
年的应付利息随当年兑
付的本金部分一起支
付。

分析师

姓名:
秦风明 刘书芸

电话:
021-51035670

邮箱:
qinfm@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法, 该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 6 月 26 日	2016 年 09 月 02 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对上饶市城市建设投资开发有限公司 (以下简称“上饶城投”或“公司”) 及其 2012 年 9 月 10 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2017 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA+, 发行主体长期信用等级维持为 AA+, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到 2016 年上饶市区域经济和财政实力进一步增强, 公司主营业务收入大幅增长, 代建项目收入成为公司主营业务收入的主要来源, 未来收入有一定的保障, 公司在资产划拨和财政补贴方面获得政府大力支持; 同时我们也关注到, 公司资金压力较大, 资产流动性一般, 有息负债规模较大, 面临较大的偿债压力, 对外担保规模较大, 存在一定或有负债风险等风险因素。

正面:

- 上饶市经济总量和公共财政收入有所增长, 区域经济和财政实力进一步增强。2016 年上饶市地区生产总值达到 1,811.1 亿元, 同比增长 9.0%; 2016 年上饶市全市公共财政收入为 227.50 亿元, 较上年同比增长 2.29%, 上饶市区域经济和财政实力进一步增强。
- 公司主营业务收入大幅增长, 代建项目收入成为公司主营业务收入的主要来源, 未来收入有一定的保障。2016 年公司实现主营业务收入 20.66 亿元, 同比增长 33.21%; 2016 年代建项目业务收入占主营业务收入为 63.36%, 是主营业务收入的主要来源, 截至 2016 年末, 签订代建协议的主要项目总投资合计 1,719,607 万元, 未来项目完工结转将确认相应的成本和收入, 未来收入有一定保障。
- 公司在资产划拨和财政补贴方面获得政府大力支持。上饶市政府将上饶市城市供

水水源饮水工程项目和上饶市污水西迁改扩建工程项目资产划入公司，评估价值分别为 40,131.23 万元、55,619.08 万元，公司资本实力进一步增强。2016 年政府给予公司政府补贴共计 3.71 亿元，提高了公司整体盈利水平。

关注：

- **面临较大的资金压力。**截至 2016 年末，公司主要在建和拟建项目总投资为 5,064,907 万元，已投资额为 1,207,191 万元，尚需投资 3,857,716 万元，所需资金由公司自筹，公司面临较大的资金压力。
- **资产流动性一般。**2016 年底，公司资产中应收款项、存货和固定资产共计占资产的比重为 73.39%，应收款项规模较大，占用公司营运资金且回收具有不确定性，公司土地储备中占账面价值 83.54%的土地已经被抵押，公司资产流动性一般。
- **面临较大的偿债压力。**截至 2016 年末，公司有息债务合计 229.90 亿元，同比增长 24.99%，有息债务规模较大；2016 年 EBITDA 利息保障倍数为 0.42，EBITDA 对利息的覆盖程度较弱，公司面临较大的偿债压力。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2016 年 12 月 31 日，公司对外担保金额共计 43 亿元，占所有者权益的比重为 16.84%，主要担保对象为国有企业，对外担保均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	5,125,832.40	4,247,065.95	2,446,055.38
所有者权益（万元）	2,553,434.61	2,141,992.30	827,969.82
资产负债率	50.18%	49.57%	66.15%
有息债务（万元）	2,298,978.84	1,839,398.96	1,297,684.57
流动比率	6.89	6.48	2.87
营业收入（万元）	211,162.82	159,360.23	89,412.87
政府补助（万元）	37,059.89	23,247.90	7,200.00
利润总额（万元）	37,606.24	24,696.60	15,886.87
综合毛利率	14.45%	11.77%	-
EBITDA（万元）	61,903.88	41,875.20	23,071.75
EBITDA 利息保障倍数	0.42	0.35	0.56
经营活动现金流净额（万元）	3,007.23	445,293.67	33,846.09

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会《关于江西省上饶市城市建设投资开发集团有限公司发行2012年公司债券核准的批复》（发改财金[2012]2435号文件）批准，公司于2012年9月10日公开发行7年期13亿元公司债券，本期债券的利率为7.3%。截至2016年12月31日，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人均未发生变化，2017年4月10日，根据股东上饶投资控股集团有限公司出具的《上饶市城市建设投资开发集团有限公司出资人决定》，同意公司新增注册资本3.8亿元，由资本公积转增注册资金出资，增资后，公司注册资本由6.2亿元变更为10.0亿元。截至2017年5月31日，公司注册资本为100,000.00万元，实收资本为62,000.00万元，控股股东为上饶投资控股集团有限公司，持股比例为100.00%，公司实际控制人为上饶市国有资产监督管理委员会。

2016年公司合并范围增加2家全资子公司，分别为上饶市公务用车服务有限公司、上饶市顺通汽车租赁服务有限公司，新增纳入公司合并范围子公司情况如下表所示。

表1 2016年公司新增纳入合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	新增原因	经营范围
上饶市公务用车服务有限公司	100%	2,000.00	新设	公务用车服务；汽车代驾；汽车租赁；设计、制作、发布、代理国内外各类广告；软件开发；汽车维修、保养；车辆电子设备销售、安装
上饶市顺通汽车租赁服务有限公司	100%	1,000.00	新设	汽车租赁；汽车代驾；设计、制作、发布、代理国内外各类广告；软件开发；汽车维修、保养；车辆电子设备销售、安装

资料来源：公司提供

截至2016年12月31日，公司资产总额为5,125,832.40万元，所有者权益为2,553,434.61万元，资产负债率为50.18%。2016年公司实现营业收入211,162.82万元，实现利润总额37,606.24万元，经营活动现金净流入3,007.23万元。

三、地方经济与财政实力

上饶市经济保持快速增长，经济结构进一步优化，经济实力进一步增强

2016 年上饶市经济快速增长，经济实力进一步增强。2016 年上饶市地区生产总值达到 1,811.1 亿元，比上年增长 9.0%。其中，第一产业增加值 235.40 亿元，同比增长 3.9%；第二产业增加值 864.0 亿元，同比增长 8.7%；第三产业增加值 711.7 亿元，同比增长 11.1%，第二产业和第三产业的增速显著高于第一产业。2016 年上饶市三次产业对经济增长的贡献率分别为 5.8%、47.4%和 46.8%，第二产业对经济的贡献率最高，第三产业次之。2016 年上饶市三次产业结构由 2015 年的 13.5：48.7：37.8 调整为 13.0：47.7：39.3，第三产业占比较上年提高 1.5 个百分点，经济结构进一步优化。2016 年上饶市人均生产总值 26,897 元，是同期全国人均生产总值 53,980 元的 49.83%，上饶市人均生产总值仍处于较低的水平。

2016 年全年规模以上工业增加值为 751.2 亿元，增长 9.3%，全年规模以上工业 35 个行业大类中，31 个实现增长。其中，有色金属冶炼和压延加工业、电气机械和器材制造业、化学原料和化学制品制造业、非金属矿物制品业、纺织服装服饰业等五大行业，分别增长 6.0%、11.3%、32.2%、5.7%、16.3%，合计实现增加值 433.2 亿元，占规模以上工业的比重为 57.6%，对规模以上工业增长的贡献率达 67.0%。固定资产投资是上饶市经济增长的主要动力。2016 年上饶市固定资产投资完成 1,801.40 亿元，同比增长 13.3%。分产业看，在固定资产投资中，第一产业投资 43.4 亿元，同比增长 5.4%；第二产业投资 1,004.3 亿元，同比增长 8.3%，第二产业中以制造业投资为主，制造业投资为 909.7 亿元，同比增长 12.7%；第三产业投资 742.6 亿元，同比增长 25.5%。2016 年上饶市社会消费品零售总额 721.1 亿元，较上年增长 12.6%，消费市场总体平稳。2016 年上饶市进出口总额 43.1 亿美元，较上年下滑 0.40%，对外贸易形势基本稳定。2016 年末上饶市金融机构人民币各项存款余额 2,716.20 亿元，同比增长 20.3%，各项贷款余额 1,742.10 亿元，同比增长 18.2%，存款余额和贷款余额均有较大程度的增长，金融市场运行总体平稳，为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境。

表2 2015-2016 年上饶市主要经济指标及增长速度

项目	2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	1,811.10	9.00%	1,650.80	9.50%
第一产业增加值（亿元）	235.40	3.90%	222.80	3.70%
第二产业增加值（亿元）	864.00	8.70%	803.40	9.70%
第三产业增加值（亿元）	711.70	11.10%	624.60	11.30%
规模以上工业增加值（亿元）	751.20	9.30%	690.50	9.60%
固定资产投资（亿元）	1,801.40	13.30%	1,560.20	16.10%
社会消费品零售总额（亿元）	721.10	12.60%	640.40	13.20%

进出口总额（亿美元）	43.10	-0.40%	43.20	7.13%
年末人民币各项存款余额（亿元）	2,716.20	20.30%	2,258.40	18.45%
年末人民币各项贷款余额（亿元）	1,742.10	18.20%	1,474.30	19.46%
人均 GDP（元）		26,897.00		24,633.00
人均 GDP/全国人均 GDP		49.83%		49.91%

注：人均 GDP=地区生产总值/年末常住人口数

资料来源：2015-2016 年上饶市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2016年上饶市全市公共财政收入保持增长，但增速回落，受土地出让市场不确定性和房地产市场景气度的影响，未来全市政府性基金收入可能会面临一定的波动

随着地方经济的较快发展，2016 年上饶市全市实现公共财政收入 227.50 亿元，同比增长 2.29%，但增速较上年大幅回落 12.19 个百分点；市本级公共财政收入为 29.80 亿元，同比下降 3.40%。政府性基金收入主要来自于国有土地出让收入，2016 年全市和市本级政府性基金收入分别为 142.40 亿元、22.30 亿元，较上年分别同比下降 4.01%、67.36%，考虑到土地出让市场的不确定性和房地产市场景气度的影响，未来政府性基金收入可能会面临一定的波动。

财政支出方面，2016 年上饶市全市和市本级的公共财政支出分别为 495.50 亿元、62.60 亿元，公共财政支出主要集中在教育、社会保障和就业、医疗卫生、农林水方面，具有一定的支出刚性。2016 年上饶市全市和市本级的财政自给率分别为 45.91%、47.60%，分别较上年下降 2.75 个百分点和 4.09 个百分点，反映出公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度较低。

表3 2015-2016 年上饶市财政收入情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	全市	市本级	全市	市本级
地方财政收入				
公共财政收入	227.50	29.80	222.40	30.85
其中：税收收入	-	-	146.47	17.48
非税收入	-	-	75.90	13.57
政府性基金收入	142.40	22.30	148.35	68.32
其中：土地出让收入	-	-	136.97	62.17
地方财政支出				
公共财政支出	495.50	62.60	456.94	59.69
政府性基金支出	154.30	22.90	149.32	64.93
财政自给率	45.91%	47.60%	48.66%	51.69%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：鹏元地区经济财政数据库

四、经营与竞争

公司是上饶市国有资产管理和运营平台，承担了上饶市国有资产运营、土地开发和基础设施建设的任务，2016 年公司实现主营业务收入 20.66 亿元，同比大幅增长 33.21%，收入的增长主要由于土地出让收入和代建项目收入增长。2016 年公司代建项目业务和土地出让业务分别实现收入 13.09 亿元和 6.04 亿元，占主营业务收入的比重分别为 63.35%、29.23%，是公司营业收入的主要来源。此外，商品销售业务、营运业务、餐饮客房业务等对公司营业收入形成较好的补充。毛利率方面，代建项目收入毛利率较上年下滑 3.27 个百分点；2016 年土地均价上涨，土地出让面积增加，土地出让收入的毛利率大幅上升，较 2015 年增长 23.25 个百分点。受上述因素综合影响，2016 年公司主营业务整体毛利率较 2015 年有所提升。

表4 2015-2016 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
代建项目收入	130,859.22	6.36%	99,433.12	9.09%
土地出让收入	60,378.38	32.34%	45,200.00	9.09%
商品销售收入	4,325.21	1.47%	425.24	1.97%
营运收入	3,389.79	-128.94%	2,880.18	-108.03%
餐饮收入	2,932.92	51.43%	2,544.41	57.23%
客房收入	1,792.28	95.46%	1,839.88	96.57%
污水处理收入	1,440.00	3.34%	1,440.00	-2.27%
IC 卡收入	731.50	100.00%	650.13	100.00%
手续费收入	251.14	100.00%	11.00	100.00%
包车收入	154.22	100.00%	66.63	100.00%
公务用车收入	298.88	-65.37%	-	-
主营业务收入合计	206,553.55	13.42%	155,054.93	9.38%

资料来源：公司 2016 年审计报告

公司代建项目收入大幅增长，成为公司主营业务收入的主要来源，未来收入有一定的保障

公司代建项目运营模式为政府委托公司建设项目，项目建设完工后，由政府进行回购，项目回购价由建设成本加成一定比例的利润空间构成，同时公司按照项目过程中实际支出确认成本，按照回购价确认收入。

2016 年公司实现代建项目收入 130,859.22 万元，较上年增长 31.61%，主要系公司结转了上饶市污水处理厂西迁项目和上饶市城市供水水源引水一期工程¹。受营改增影响，

¹ 本期债券募投项目

2016 年代建项目业务毛利率较 2015 年下降 2.73 个百分点。公司代建项目投入一般计入开发成本科目，截至 2016 年末开发成本中金额较大的项目为老火车站棚户区、320 国道项目部、城东土地一级整理、综合交通枢纽项目部和上饶师范学校搬迁等项目，以上项目占开发成本账面价值的比例为 74.25%，且这些项目均与政府签订了代建协议，签订代建协议的主要项目总投资合计 1,719,607 万元，未来项目完工结转将确认相应的成本和收入，公司未来收入有一定的保障。同时我们注意到，部分项目暂未与政府签订代建协议，未来收入如何实现不确定。截至 2016 年 12 月 31 日，公司主要在建和拟建项目预计总投资 506.49 亿元，累计已投资 120.72 亿元，未来尚需投资 385.77 亿元，存在较大资金压力。

表5 截至 2016 年 12 月 31 日公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	是否签订代建协议	总投资	已投资	尚需投资
老火车站棚户区综合改造项目 ²	是	1,200,000	725,930	474,070
城东片区土地一级整理项目	是	303,507	230,136	73,371
城东滨江路及景观绿化项目部	否	280,000	13,915	266,085
地下综合管廊项目	否	211,800	476	211,324
市中心城区综合管廊	否	211,800	476	211,324
320 国道项目	是	162,400	108,939	53,461
市三甲医院和康复中心	否	150,000	15,362	134,638
128 亩土地开发	否	87,000	50	86,950
城东佳苑	否	79,000	3,111	75,889
春天新苑安置小区项目	否	76,500	10,912	65,588
垃圾焚烧发电项目	否	71,000	172	70,828
城东片区棚户区改造	否	63,000	38,722	24,278
上饶师范学校搬迁	是	53,700	35,368	18,332
纬三路	否	35,400	20,848	14,552
综合客运枢纽蓄车停车场	否	10,000	1,414	8,586
锦绣小区	否	5,200	1,359	3,841
高铁新城整体城镇化建设	否	1,412,600	0	1,412,600
上饶市光伏扶贫项目	否	652,000	0	652,000
总计	-	5,064,907	1,207,191	3,857,716

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司土地出让收入有所增长，但未来收入存在不确定性

上饶市中心城区范围内一级土地的综合开发工作由上饶市土地储备中心委托公司运营，土地开发整理验收后，由市土地储备中心进行招拍挂，公司确认相应的土地出让收入，由上饶市财政局将获得的土地出让金扣除各项税费后返还给公司。2016 年公司土地出让

² 本期债券募投项目

收入较上年增长 33.58%，毛利率较 2015 年增长 23.25 个百分点，主要是由于 2016 年上饶市土地出让均价大幅上涨，且市政府土地出让面积增长。

整体而言，土地出让收入增强了公司盈利能力，但由于土地出让规模易受政府相关政策及房地产市场状况影响，未来收入存在不确定性。

商品销售收入、餐饮收入、客房收入等对公司主营业务收入形成良好补充

2016 年公司分别实现商品销售收入、餐饮收入、客房收入和污水处理收入 4,325.21 万元、2,932.92 万元、1,792.28 万元和 1,440.00 万元，公司交通运输收入约为 4,275.52 万元（在公司 2016 年审计报告中体现为营运收入、包车收入、IC 卡收入等收入），多元化的业务对公司主营业务收入形成良好的补充。

商品销售收入主要来自于上饶市城投实业有限公司从事的建材生产、销售业务，2016 年商品销售业务收入大幅增长 917.11%，主要是由于 2016 年公司项目推进较快，且公司商品销售客户主要是承建公司项目的关联方客户。

餐饮收入和客房收入主要来自于上饶龙潭湖宾馆，该宾馆为上饶市首家五星级酒店，目前共有豪华标间和豪华单间 120 间，主要经营餐饮和客房业务，2016 年受益于优惠促销活动，酒店的餐饮收入、客房收入有所上升。

污水处理收入来源于上饶市生活污水处理有限公司，目前该公司日处理污水能力约 8 万吨，主要处理上饶中心城区的污水，2016 年污水处理收入与 2015 年持平，但毛利率有所增长，主要是因为从 2016 年起公司子公司上饶市生活污水处理有限公司从由城管局代管变为公司直接接管，成本控制方面更加严格管理更加规范。

2016 年交通运输收入中营运收入主要来源于子公司上饶市公共交通有限责任公司，2016 年由于公交线路增加、里程增加，营运收入同比增长 17.69%，但该部分业务具有一定的非营利性，毛利率持续为负；包车收入较上年增长 131.45%，主要是公司全资子公司上饶市公务用车服务有限公司业务于 2015 年下半年开始运营，该业务收入有所增长。

公司在政府补贴和资产划拨方面继续获得政府的大力支持，盈利水平有所提升，资本实力进一步增强

为了支持公司业务运营，2016 年公司在政府补贴、资产划拨方面继续获得政府的大力支持。在财政补贴方面，根据上饶市财政局《关于下达 2016 年民生工程等项目建设补助的通知》（饶财综[2016]16 号），公司收到项目建设补助资金 2.60 亿元，2016 年公司共计获得政府补贴 3.71 亿元，提升了公司整体盈利水平。

在资产划拨方面，根据饶府厅抄字[2016]218 号文件，上饶市政府将市城市供水水源饮水工程项目和市污水西迁改扩建工程项目资产划入公司，评估价值分别为 40,131.23 万

元、55,619.08 万元，公司资本实力进一步增强。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015-2016 年审计报告，公司于 2016 年 1 月 1 日起执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则-基本准则》和其他各项具体会计准则，资产负债表和利润表的相关科目做了追溯调整，相关科目的调整对 2015 年各财务数据影响如下表所示。为保持数据一致性，2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数。2016 年公司合并范围增加 2 家全资子公司，截至 2016 年底，公司纳入合并范围的子公司合计 17 家。

表6 会计政策变更对公司财务数据影响情况（单位：万元）

项 目	追溯调整前期初余额	追溯调整后期初余额	差异影响
可供出售金融资产	0.00	86,994.04	86,994.04
长期股权投资	14,618.00	4,518.00	-10,100.00
递延所得税资产	0.00	710.48	710.48
未分配利润	107,428.80	108,676.91	1,248.11
上年年初未分配利润	95,924.75	108,815.59	12,890.84
营业收入	155,054.93	159,360.23	4,305.29
管理费用	7,382.22	6,920.91	-461.32
资产减值损失	0.00	328.75	328.75
所得税	2,432.48	2,520.50	88.02
净利润	21,060.80	22,176.10	1,115.30

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模增加，应收款项、存货和固定资产合计占比较大，占用公司营运资金，公司整体资产流动性一般

随着公司融资规模扩大以及政府的资产注入，2016 年公司资产规模为 5,125,832.40 万元，较 2015 年增长 20.69%，其中流动资产占比 81.22%，较上年末下降 0.47 个百分点，基本保持稳定。

流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2016 年末公司货币资金余额为 1,073,807.97 万元，同比增长 18.91%，主要系银行存款增加所致。货币资金中其他货币资金为 100,053.50 万元，包括子公司上饶市城投实业有限公司质押担保保证金

10 亿元和子公司上饶市紫阳房地产开发有限公司质押担保保证金 53.5 万元，占货币资金的比重为 9.32%，该部分货币资金使用受限。2016 年，公司应收账款为 441,746.95 万元，同比增长 35.23%，主要为应收上饶市财政局土地出让收益款及代建项目回购款，应收账款账龄集中在 1 年以内。2016 年，公司其他应收款为 498,459.99 万元，同比增长 33.02%，其他应收款主要为应收上饶市财政局及相关单位的往来款、工程建设资金、项目征迁款和拆迁补偿款，账龄集中在 1 年以内。应收账款和其他应收款应收对象主要为政府部门及其下属企业，回收风险较小，但回收时间受政府资金安排影响，具有不确定性。2016 年公司存货为 208.52 亿元，同比增长 15.91%，其中开发成本 122.66 亿元、土地储备 85.84 亿元。存货规模扩大主要源于公司代建项目与土地开发业务的持续投入使得存货中开发成本进一步增加。公司土地储备主要为国有土地使用权，截至 2016 年末账面价值占比 83.54% 的土地已经被抵押，抵押比率较高。

非流动资产主要由固定资产和可供出售金融资产构成，固定资产包括构筑物及其他附属设施、房屋及建筑物、机器设备、运输设备等，2016 年末公司固定资产为 73.63 亿元，较上年增长 8.31%，主要系上饶市政府将市城市供水水源引水工程项目和市污水西迁改扩建工程项目资产注入公司并以评估作价入账。可供出售金融资产由可供出售债务工具和可供出售权益工具构成，2016 年可供出售金融资产账面价值为 167,994.04 万元，较 2015 年增长 93.11%，主要系子公司上饶市城投实业有限公司以货币资金 2 亿元参与合伙和认购 6 亿元劣后级基金份额所致。

整体来看，公司资产规模大幅增加，应收款项、存货和固定资产共计占资产的比重为 73.39%，占用公司营运资金，且公司土地抵押比率较高，资产整体流动性一般。

表7 公司 2015-2016 年主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1,073,807.97	20.95%	903,057.67	21.26%
应收账款	441,746.95	8.62%	326,657.58	7.69%
其他应收款	498,459.99	9.72%	374,715.98	8.82%
存货	2,085,212.81	40.68%	1,799,008.48	42.36%
流动资产合计	4,162,986.22	81.22%	3,469,318.98	81.69%
可供出售金融资产	167,994.04	3.28%	86,994.04	2.05%
长期股权投资	16,125.43	0.31%	4,518.00	0.11%
固定资产	736,302.72	14.36%	679,787.84	16.01%
非流动资产合计	962,846.18	18.78%	777,746.97	18.31%
资产总计	5,125,832.40	100.00%	4,247,065.95	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入规模大幅增长，但整体盈利能力弱，利润对政府补助的依赖性较大

公司是上饶市国有资产管理和运营平台，承担了上饶市国有资产运营、土地开发和基础设施建设等任务，2016 年公司实现营业收入 21.12 亿元，同比增长 32.51%，其中主营业务收入为 20.66 亿元，同比增长 33.21%，收入规模增长主要系 2016 年公司土地出让业务规模和结转代建项目规模增长较快。2016 年公司代建项目业务和土地出让业务分别实现收入 13.09 亿元和 6.04 亿元，较上年分别增长 63.35% 和 29.23%，占主营业务收入的比重分别为 63.35% 和 29.23%，是公司营业收入的主要来源，签订代建协议的主要项目总投资合计 1,719,607 万元，未来项目完工结转将确认相应的成本和收入，可持续性较好。此外，商品销售业务、营运业务、餐饮客房业务等对公司营业收入形成较好的补充。

2016 年公司资产减值损失为 1,694.99 万元，主要为坏账损失；2016 年公司获得投资收益 3,023.35 万元，主要系子公司紫阳房地产开发有限公司从富鑫投资集团（上海）有限公司和自然人阮祥华处取得的固定回报。2016 年公司获得政府补贴 3.71 亿元，使得公司利润总额较上年显著提高，补贴收入占利润总额的比重为 98.55%，公司盈利依赖政府补贴，政府补贴是公司盈利的主要来源。

总体来看，2016 年公司营业收入规模增长，但盈利较大程度地依赖政府补助，整体盈利能力较弱。

表8 公司 2015-2016 年主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
营业收入	211,162.82	159,360.23
营业利润	860.54	2,075.72
资产减值损失	1,694.99	328.75
投资收益	3,023.35	502.06
补贴收入	37,059.89	23,247.90
利润总额	37,606.24	24,696.60
综合毛利率	14.45%	11.77%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

2016 年公司经营活动现金流量表现为净流入，但公司未来仍面临较大的资金压力

从经营现金流表现来看，公司 2016 年销售商品、提供劳务收到的现金较上年大幅增长 1,280.58%，主要系政府对市城市供水水源饮水工程项目和市污水西迁改扩建工程项目的回购以及公司土地出让业务取得收入所致，使公司收现比从 2015 年的 0.06 上升至 2016

年的 0.59，现金回笼能力有所改善，但收现情况依旧较差。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为公司与市财政局以及其他单位的往来款、回购款和土地出让款等资金。2016 年公司经营活动现金流出 62.34 亿元，较上年增长 314.47%，主要系公司代建项目成本以及其他项目投资增长。整体而言，2016 年公司经营活动现金流量表现为净流入，经营活动产生的现金流量净额为 3,007.23 万元。

2016 年公司投资活动现金流出较上年增长 43.50%，主要是公司子公司上饶市城投实业有限公司入资 2 亿元参与合伙和认购 6 亿元劣后级基金份额所致。筹资活动方面，2016 年公司通过发行债券和银行借款收到的现金为 94.25 亿元。2016 年公司分配股利、利润和偿付利息所支付的现金为 18.84 亿元，可以看出，公司偿付利息所支付的现金流规模较大，随着公司负债规模扩大，公司利息负担将进一步加重。截至 2016 年末，公司在建和拟建计划投资额为 5,064,907 万元，已投资额为 1,207,191 万元，尚需投资 3,857,716 万元，在建、拟建项目规模较大，后期面临较大的资金压力。

表9 公司 2015-2016 年现金流量表（单位：万元）

项 目	2016 年	2015 年
收现比	0.59	0.06
销售商品、提供劳务收到的现金	124,142.33	8,992.07
收到的其他与经营活动有关的现金	502,258.98	586,710.17
经营活动现金流入小计	626,401.30	595,702.24
购买商品、接受劳务支付的现金	455,793.51	134,368.15
支付的其他与经营活动有关的现金	159,346.19	10,894.12
经营活动现金流出小计	623,394.07	150,408.57
经营活动产生的现金流量净额	3,007.23	445,293.67
投资活动产生的现金流量净额	-89,519.83	-64,063.09
筹资活动产生的现金流量净额	272,062.90	299,450.90
现金及现金等价物净增加额	185,550.31	680,681.48

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模攀升，且规模大，面临较大的偿债压力

截至 2016 年末，公司负债总额 257.24 亿元，同比增长 22.20%，主要是由于借款增加和“16 上饶”公司债券的成功发行；得益于政府资产划拨，2016 年末公司所有者权益为 255.34 亿元，同比增长 19.21%。截至 2016 年底，公司产权比率为 100.74%，较上年增长 2.46 个百分点，净资产对负债的保障能力一般。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016年	2015年
负债总额	2,572,397.79	2,105,073.65
所有者权益	2,553,434.61	2,141,992.30
产权比率	100.74%	98.28%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

2016 年公司短期借款为 5.3 亿元，同比下降 41.06%，主要为 2.5 亿元保证借款和 2.8 亿元其他借款。公司其他应付款主要为应付上饶市土地储备中心的往来款、应付上饶市房地产管理局棚改资金专户的棚改项目专项拨款以及应付江西省上饶师范学校的搬迁项目工程款等。公司一年内到期的非流动负债达到 28.27 亿元，主要为银行借款，较上年增长 59.54%。2016 年公司长期借款为 124.37 亿元，同比增长 21.11%，公司的长期借款主要包括以与政府签订代建协议的项目权益和收益为担保的质押借款、以土地作为担保的抵押借款和以存款和房产为担保的信托借款。2016 年公司成功发行 20 亿元公司债券“16 上饶”，应付债券规模进一步扩大，达到 70.50 亿元。

截至 2016 年末，公司有息债务合计 229.90 亿元，同比增长 24.99%，占负债总额的比重较上年提升 1.99 个百分点，达到 89.37%。有息债务构成方面，2016 年末由短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成的短期有息债务合计为 33.57 亿元，较上年增长 22.02%；长期债务由长期借款、应付债券和长期应付款（融资租赁款）构成，2016 年末合计为 196.33 亿元，较上年增长 25.51%，长短期有息债务的增长，使公司面临较大的本息偿付压力。

表11 公司 2015-2016 年主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	53,000.00	2.06%	89,920.00	4.27%
其他应付款	185,557.25	7.21%	215,492.03	10.24%
一年内到期的非流动负债	282,700.00	10.99%	177,200.00	8.42%
流动负债合计	604,050.68	23.48%	535,455.51	25.44%
长期借款	1,243,650.00	48.35%	1,026,918.00	48.78%
应付债券	705,033.19	27.41%	519,093.19	24.66%
非流动负债合计	1,968,347.11	76.52%	1,569,618.14	74.56%
负债合计	2,572,397.79	100.00%	2,105,073.65	100.00%
有息负债	2,298,978.84	89.37%	1,839,398.96	87.38%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

截至 2016 年末，公司资产负债率为 50.18%，较上年增长 0.61 个百分点，基本保持稳

定，整体负债水平偏高。受公司债务结构调整的影响，2016 年公司流动比率、速动比率有所上升，短期偿债能力增强，但我们注意到公司流动资产中土地使用权、代建项目开发成本、应收政府单位及其下属单位的款项占比大，公司流动资产实际变现能力较弱，削弱了公司短期偿债能力。由于公司盈利能力弱，利润主要来自于政府补贴，公司 EBITDA 始终维持在较低水平，加之负债规模不断扩大使得利息支出高企，EBITDA 对利息的覆盖程度较弱，公司面临大的债务压力。

表12 公司 2015-2016 年偿债能力指标

项目	2016 年	2015 年
资产负债率	50.18%	49.57%
流动比率	6.89	6.48
速动比率	3.44	3.12
EBITDA（万元）	61,903.88	41,875.20
EBITDA 利息保障倍数	0.42	0.35
有息债务/EBITDA	37.14	43.93

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2016年12月31日，公司对外担保金额共计43.00亿元，担保对象主要为国有企业，对外担保均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表13 截至 2016 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保方式	是否有反担保
江西深国投京东商用地产有限公司	30,000.00	保证担保	无
江西和济投资有限公司	50,000.00	保证担保	无
上饶投资控股集团有限公司	250,000.00	保证担保	无
上饶投资控股集团有限公司	100,000.00	保证担保	无
合计	430,000.00	-	-

资料来源：2016 年审计报告，鹏元整理

七、评级结论

2016 年上饶市经济总量和公共财政收入快速增长，区域经济和财政实力进一步增强；公司主营业务收入大幅增长，代建项目收入成为公司主营业务收入的主要来源，未来收入有一定的保障；公司在资产划拨和财政补贴方面获得政府的大力支持，盈利水平显著提高。我们也关注到，公司面临较大的资金压力，资产流动性一般，有息负债规模较大，面临较大的偿债压力，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，鹏元将发行主体长期信用等级维持为 AA+，本期债券信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
----	-------	-------	-------

货币资金	1,073,807.97	903,057.67	147,522.69
应收账款	441,746.95	326,657.58	180,594.71
其他应收款	498,459.99	374,715.98	319,157.99
预付账款	56,897.02	62,010.10	34,512.60
存货	2,085,212.81	1,799,008.48	1,684,792.39
其他流动资产	22.00	226.09	-
流动资产合计	4,162,986.22	3,469,318.98	2,366,580.38
可供出售金融资产	167,994.04	86,994.04	-
长期股权投资	16,125.43	4,518.00	14,110.92
长期债权投资	-	-	11,782.54
工程物资	376.24	376.24	376.24
在建工程	3,207.48	244.95	42.34
固定资产	736,302.72	679,787.84	47,320.42
无形资产	4,745.89	5,043.60	5,347.19
长期待摊费用	132.90	71.82	495.36
递延所得税资产	1,130.99	710.48	-
其他非流动资产	100.00	-	-
非流动资产合计	962,846.18	777,746.97	-
资产总计	5,125,832.40	4,247,065.95	2,446,055.38
短期借款	53,000.00	89,920.00	57,970.00
应付票据	-	8,000.00	-
应付账款	45,679.70	24,751.92	4,386.64
预收账款	10,488.61	6,967.07	6,699.64
应付职工薪酬	219.73	104.29	109.83
应交税费	26,405.39	13,020.21	9,899.65
其他应付款	185,557.25	215,492.03	295,221.30
一年内到期的非流动负债	282,700.00	177,200.00	450,470.00
流动负债合计	604,050.68	535,455.51	824,840.99
长期借款	1,243,650.00	1,026,918.00	553,500.00
应付债券	705,033.19	519,093.19	235,744.57
长期应付款	14,595.65	18,267.78	-
专项应付款	4,000.00	4,000.00	4,000.00
递延收益	1,068.28	1,339.18	-
非流动负债合计	1,968,347.11	1,569,618.14	793,244.57
负债合计	2,572,397.79	2,105,073.65	1,618,085.56
少数股东权益	295,744.67	23,872.82	-
实收资本	62,000.00	62,000.00	62,000.00
资本公积	2,043,726.38	1,930,592.06	655,542.54
盈余公积	20,649.07	16,711.83	14,502.53
未分配利润	129,338.15	108,815.59	95,924.75
所有者权益合计	2,553,434.61	2,141,992.30	827,969.82
负债及所有者权益合计	5,125,832.40	4,247,065.95	2,446,055.38

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	211,162.82	159,360.23	-
其中：营业收入	211,162.82	159,360.23	-
二、营业总成本	213,325.63	159,024.01	-
其中：营业成本	180,649.41	140,607.84	-
营业税金及附加	2,525.10	1,146.78	-
销售费用	1,929.43	1,687.70	1,655.29
管理费用	7,263.06	6,920.91	2,700.00
财务费用	19,263.63	8,332.03	3,626.85
资产减值损失	1,694.99	328.75	-
加：投资收益	3,023.35	1,739.51	2,650.60
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	860.54	2,075.72	6,069.13
加：营业外收入	37,093.79	23,317.04	12.61
减：营业外支出	348.09	696.16	45.47
四、利润总额	37,606.24	24,696.60	15,886.87
减：所得税	1,961.41	2,520.50	1,961.67
五、净利润	35,644.83	22,176.10	13,925.20

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	124,142.33	8,992.07	89,072.53
收到的其他与经营活动有关的现金	502,258.98	586,710.17	85,407.71
经营活动现金流入小计	626,401.30	595,702.24	174,480.24
购买商品接受劳务支付的现金	455,793.51	134,368.15	125,532.85
支付给职工以及为职工支付的现金	7,048.73	4,980.37	4,605.81
支付的各项税费	1,205.64	165.93	910.94
支付的其他与经营活动有关的现金	159,346.19	10,894.12	9,584.56
经营活动现金流出小计	623,394.07	150,408.57	140,634.16
经营活动产生的现金流量净额	3,007.23	445,293.67	33,846.09
取得投资收益所收到的现金	3,564.15	1,732.26	1,558.27
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	0.04	-	0.04
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	-569.60
收到其他与投资活动有关的现金	1,331.94	-	-
投资活动现金流入小计	4,896.13	1,732.26	988.72
购建固定无形和长期资产支付的现金	4,921.72	683.85	812.67
投资所支付的现金	89,494.24	65,111.50	-
投资活动现金流出小计	94,415.96	65,795.35	812.67
投资活动产生的现金流量净额	-89,519.83	-64,063.09	176.05
吸收投资收到的现金	4,990.00	-	-
借款所收到的现金	942,500.00	1,045,680.51	480,170.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	-50.42	-	19,820.00
筹资活动现金流入小计	947,439.58	1,045,680.51	499,990.00
偿还债务所支付的现金	487,140.87	619,534.51	336,355.00
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	188,421.19	126,695.10	96,677.67
支付的其他与筹资活动有关的现金	-185.38	-	47,953.00
筹资活动现金流出小计	675,376.68	746,229.61	480,985.67
筹资活动产生的现金流量净额	272,062.90	299,450.90	19,004.33
现金及现金等价物净增加额	185,550.31	680,681.48	53,026.47

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	35,644.83	21,081.61	13,925.20
加：计提的资产减值准备	1,694.99	299.81	-1,911.99
固定资产折旧	4,098.20	7,594.65	2,265.34
无形资产摊销	303.60	303.60	312.12
长期待摊费用摊销	77.82	424.59	426.07
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（减：收益）	37.45	-	0.39
财务费用	19,818.02	8,855.75	1,948.30
投资损失（减：收益）	-3,023.35	-502.06	-2,650.60
存货的减少（减：增加）	-291,796.79	-114,216.10	-176,791.60
经营性应收项目的减少（减：增加）	236,557.81	353,041.58	-7,313.57
经营性应付项目的增加（减：减少）	15.16	168,410.22	203,636.43
经营活动产生的现金流量净额	3,007.23	445,293.67	33,846.09

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项 目	2016 年	2015 年	2014 年
资产负债率	50.18%	49.57%	66.15%
有息债务（万元）	2,298,978.84	1,839,398.96	1,297,684.57
流动比率	6.89	6.48	2.87
综合毛利率	14.45%	11.77%	-
收现比	0.59	0.06	1.00
产权比率	100.74%	98.25%	195.43%
EBITDA（万元）	61,903.88	41,875.20	23,071.75
EBITDA 利息保障倍数	0.42	0.35	0.56

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款

附录六 信用等级符号及定义

（一）中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

（二）债务人长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

（三）展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。