

信用等级公告

联合[2015]806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德兴市城市建设经营总公司 2016 年公司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，评级展望为“稳定”

德兴市城市建设经营总公司拟发行的德兴市城市建设经营总公司 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：

二零一五年十月十九日

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.unitedratings.com.cn>

德兴市城市建设经营总公司 2016 年公司债券主动评级报告



评级结果:

主体长期信用等级: AA-pi

评级展望: 稳定

本次债券信用等级: AA_{pi}

本次债券发行额度: 8 亿元

本次债券期限: 7 年

偿还方式: 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%

发行目的: 养老项目建设

担保方式: 土地使用权抵押担保

评级时间: 2015 年 10 月 19 日

财务数据:

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	31.86	53.96	82.11
所有者权益(亿元)	27.86	44.65	65.23
长期债务(亿元)	1.55	4.60	12.85
全部债务(亿元)	1.99	5.74	14.12
营业收入(亿元)	2.44	3.41	4.95
净利润(亿元)	1.00	1.43	2.15
EBITDA(亿元)	1.03	1.46	2.22
经营性净现金流(亿元)	1.43	1.19	-4.70
主营业务利润率(%)	3.49	3.49	5.08
净资产收益率(%)	3.62	3.21	3.30
资产负债率(%)	12.56	17.25	20.55
全部债务资本化比率(%)	6.67	11.38	17.79
流动比率	12.99	11.04	19.60
EBITDA/全部债务(倍)	0.52	0.25	0.16
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.13	0.18	0.28

注: 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。

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”)及本次债券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, 外部环境良好, 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、资产流动性较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建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”。

公司 2016 年拟发行 8 亿元公司债券, 本次公司债券以公司土地使用权作为抵押担保, 募投项目运营收入作为偿债资金来源, 对本次公司债券本息覆盖程度较高。同时, 针对本次公司债券, 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, 并设立了本金提前分期等额偿还条款, 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低。

优势

1. 近年来, 德兴市经济和财政实力逐年增长, 为公司发展提供了良好的经营环境。

2. 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。

3. 公司以土地使用权作为抵押担保, 对本次债券本息覆盖程度较高。本次债券设置分期偿付, 有助于降低集中偿付风险。

关注

1. 公司在建和拟建项目投资规模较大，存在一定的融资压力。公司资产以土地为主，抵押比率较高，变现能力较弱，整体资产流动性一般。

2. 公司应收款项规模相对较大，存在资金占用，未来政府约定偿还资金是否能够及时到位，受当地土地市场交易影响。

3. 公司本次公司债券发行规模大，对整体债务影响大，公司存在一定集中偿付压力。本次债券偿付依赖募投项目预期收益的实现，在一定程度上受当地经济发展水平、老年人消费能力及观念影响，债券的偿还具有一定不确定性。

4. 本次债券用于抵押的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存在波动风险。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

程家女

电话：010-85172818

邮箱：chengjn@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：

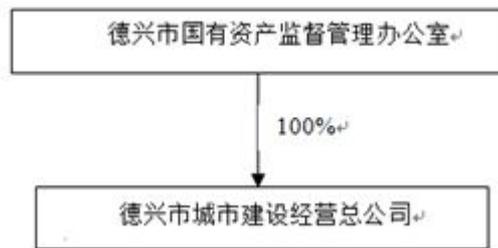
 

联合信用评级有限公司

一、主体概况

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，是由德兴市人民政府批准成立的国有独资公司，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2014年底，公司注册资本合计10,000亿元，公司的控股股东为德兴市国资办，实际控制人为德兴市人民政府。截至2014年底，公司的股权结构图如下图所示：

图1 截至2014年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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

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。截至2014年底，公司纳入合并报表范围内的子公司共4家，其中3家全资子公司和1家控股子公司。

截至2014年底，公司合并资产总额82.11亿元，负债总额16.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）65.23亿元；2014年公司实现营业收入4.95亿元，净利润2.15亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.70亿元，现金及现金等价物净增加额2.30亿元。

公司注册地址：德兴市银城镇南门新区金山大道建设局三楼；法定代表人：潘华。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“德兴市城市建设经营总公司2016年公司债券”（以下简称“本次债券”），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，逾期不另计利息。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。

本次债券采用国有土地使用权抵押担保，公司以其合法拥有的10宗国有土地使用权为本次债券提供抵押担保，根据江苏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》（（苏）博文（2015）（估）1784号及（苏）博文（2015）（估）1785号），上述国有土地使用权的价值总额为24.63亿元，为本次债券发行额度的3.08倍。

2. 本次债券投资项目概况

本次债券募集资金8亿元，全部用于德兴市三清山—婺源养老生态旅游示范区建设项目。本次债券募集资金投资项目的投资规模、拟使用募集资金规模情况如下：

表1 本次债券募集资金用途（单位：亿元、%）

项目名称	总投资	拟使用本次债券资金	占项目总投资比例
三清山—婺源养老生态旅游示范区建设项目	19.62	8.00	40.77

资料来源：公司提供

（1）项目建设内容

该项目用地面积2,007亩，其中建设用地880亩，租赁用地1,127亩。项目主要建设内容为养老示范区块、乡村集市区块、度假酒店区块、郊野公园区块。总建筑面积为225,000平方米（其中：地上建筑197,700平方米，地下室27,300平方米）和配套的道路、供电、给排水、景观绿化、安防工程、消防工程等设施。

（2）项目审批情况

1) 德兴市发展和改革委员会出具《关于德兴市三清山—婺源养老生态旅游示范区建设项目备案的通知》（德发改综字【2015】21号）；

2) 德兴市环境保护局出具《关于德兴市三清山—婺源养老生态旅游示范区建设项目环境影响报告书的批复》（德环评字【2015】35号）；

3) 德兴市城乡规划局出具《德兴市三清山—婺源养老生态旅游示范区建设项目选址意见书》（德选字第【2015】022号）；

4) 德兴市城乡规划局颁发《德兴市三清山—婺源养老生态旅游示范区建设项目用地规划许可证》（德地字第城规2015-GJ-023号）；

5) 德兴市国土资源局出具《关于德兴市三清山—婺源养老生态旅游示范区建设项目用地预审意见》（德国土资预字【2015】8号）；

6) 德兴市发展和改革委员会出具《关于德兴市城市建设经营总公司三清山—婺源养老生态旅游示范区建设项目节能评估和审查的批复》（德发改能审字【2015】47号）。

（3）项目总投资及项目法人

项目总投资人民币19.62亿元，项目法人为公司。

（4）项目经济效益分析

三清山—婺源养老生态旅游示范区建成后收入主要由以下部分组成：老年人体检收入、老年人康复理疗收入、老年护理收入、老年公寓出租收入、老年公寓销售收入（老年公寓销售期为两年，2017年预售60%，2018年销售余下的40%）、餐饮、休闲娱乐收入、度假酒店区块收入、乡村集市区块收入、郊野公园区块收入、停车场收入（自2018年开始，收入按80%计算）。除老年公寓销售收入和停车场收入外，其余收入按2016年的0%，2017年的0%，2018年的80%，2019年的90%比例计算，自2020年开始，收入按100%计算，本次债券存续期内募投项目预计累计形成收入27.04亿元，详见本报告偿债资金来源分析部分。

（5）项目建设进度

项目正式施工建设工期为36个月，该项目于2015年9月开工，预计2018年8月竣工。截至2015年9月底，三清山—婺源养老生态旅游示范区建设项目已完成投资额3亿元。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636,463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1,322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262,394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502,005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264,335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140,350亿元，比上年增加11,140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64,490亿元，比上年增加4,292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75,860亿元，比上年增加6,849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119,158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151,662亿元，比上年增加11,449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22,570亿元，比上年增加2,098亿元，增长10.2%；地方财政支出129,092亿元，比上年增加9,351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8,900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1,000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地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许多优惠政策，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

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放松公司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。

2. 区域经济情况

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。

（1）区域经济

德兴市位于江西东北部，赣、浙、皖三省交界处，取“山川之宝，惟德乃兴”之意而定名，地处长三角经济带区和海西经济区区域内，区位优势明显。总面积2101平方公里，辖11个乡镇、3个街道、大茅山集团公司和大茅山省级经济开发区，总人口32万，1990年12月撤县设市。近年来，德兴市国民经济持续快速增长，2012~2014年分别实现国内生产总值（GDP）125亿元、135亿元和144亿元。

根据《2014年德兴市国民经济和社会发展统计公报》，德兴市全年完成生产总值（GDP）144亿元（不含德兴铜矿主业为109亿元），按可比价同比增长10.7%；其中第一产业完成增加值9.9亿元，同比增长3.4%；第二产业完成增加值44.76亿元，同比增长9.4%；第三产业完成增加值54.37亿元，同比增长14.8%。按年平均常住人口计算，全市人均生产总值36627元，同比增长11.40%。

2014年，全年实现财政总收入31亿元，同比增长10.65%（其中一般公共预算收入24.5亿元，增长21.2%）；规模以上工业增加值27.5亿元，同比增长11.7%；全社会固定资产投资125亿元，同比增长9.1%；社会消费品零售总额42.44亿元，同比增长13%；农村居民人均可支配收入首次

突破万元关口，达 10,710 元，增长 11.6%；市属城镇非私营单位在岗职工年平均工资达到 45,458 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。

（2）政府财力及负债

公司是德兴市公司主要的城市开发建设主体和国有资产运营主体，德兴市对公司的业务提供了强有力地支持，以下将对德兴市的财力及负债分别进行分析。

德兴市近年来财政实力得到了较快增长。2012~2014 年，德兴市地方可支配收入分别为 28.17 亿元、35.22 亿元和 40.31 亿元，地方可支配收入逐年增长。从财政收入结构来看，一般预算收入占比 57%以上，是德兴市可支配收入的主要组成部分。2014 年，德兴市实现一般预算收入 24.52 亿元，占地方可支配收入的 60.83%。

表2 德兴市2012~2014年财政收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2012年	2013年	2014年	增长率
（一）地方一般预算收入	17.40	20.23	24.52	18.71
1、税收收入	12.09	12.37	14.74	10.42
2、非税收入	5.31	7.86	9.78	35.71
（二）政府性基金收入	1.56	3.96	5.13	81.34
1、国有土地使用权出让金	1.36	3.58	4.71	86.10
2、其他	0.20	0.38	0.42	44.91
（三）上级补助收入	9.18	10.99	10.60	7.46
1、税收返还收入	0.58	0.58	0.57	-0.87
2、一般性转移支付收入	5.04	6.26	6.20	10.91
3、专项转移支付收入	3.56	4.15	3.83	3.72
（四）预算外财政专户收入	0.03	0.04	0.06	41.42
地方可支配收入	28.17	35.22	40.31	19.62

资料来源：德兴市财政局

德兴市地方政府债务主要为直接债务；截至 2014 年底，德兴市全部债务余额合计 17.26 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%）；其中直接债务 16.23 亿元，主要体现为国内金融机构借款和债券融资。2014 年，德兴市政府债务率为 42.81%（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%），地方政府债务负担尚可。

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 2014 年 12 月底）	金额	地方财力（2014 年度）	金额
（一）直接债务余额	162,264	（一）地方一般预算本级收入	245,197
1、外国政府贷款		1、税收收入	147,440
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	97,757
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	106,001
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	62,061
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	38,267
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	5,673
3、国债转贷资金	321	（三）国有土地使用权出让收入	51,288

4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	47,140
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	1,157
6、国内金融机构借款	42,090	3、农业土地开发资金	373
(1) 政府直接借款		4、新增建设用地有偿使用费	2,618
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	42,090	(四) 预算外财政专户收入	633
7、债券融资	80,000		
(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	80,000		
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	39,853		
(二) 担保债务余额	20,658		
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	6,450		
(1) 世界银行贷款			
(2) 亚洲开发银行贷款			
(3) 国际农业发展基金会贷款			
(4) 其他国际金融组织贷款	1,968		
3、政府担保的国内金融机构借款	10,610		
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			
6、其他	3,598		
地方政府债务余额= (一) + (二) × 50%	172,593	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	403,119
债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) × 100%			42.81%

资料来源：德兴市财政局

总体看，近年来德兴市经济平稳发展，地方可控财力逐年提升；地方可控财力以一般预算收入和上级补助收入为主；德兴市政府债务主要为直接债务，政府整体债务负担处于可控范围内。上述运营环境有利于公司业务的持续开展。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年底，公司的出资人是德兴市国资办，出资比例占公司注册资本的 100%，公司控股股东及实际控制人为德兴市人民政府。

2. 公司规模

公司是德兴市重要的城市开发建设主体和国有资产运营实体，是德兴市建设的重要参与者和建设的实施者。作为德兴市重要的城市基础设施建设企业，公司以城市基础设施建设和土地整理为核心业务，业务得到了政府的有力支持。目前德兴市与公司具有相类似职能的企业有德兴市国有资产管理公司（以下简称“国资管理公司”），主要负责国有商铺租赁等业务，与公司无业务交叉。

近三年，公司承担了德兴市人民医院搬迁建设工程、沿河北路、银城南大道、凤凰大道等道理的建设工工程、以及九都土地整理等项目，以其专业能力和优良的业绩，树立了良好的形象，也在基础设施建设中积累了较为丰富的经验。

总体看，公司在德兴市基础设施建设和土地整理中发挥着积极的作用。

3. 人员素质

截至 2014 年底，公司设总经理 1 名，副总经理 1 名。

公司总经理潘华先生，1978 年 12 月生，中共党员，本科学历。曾任市房产管理局征收办负责人、开发物业管理科科长。现任公司总经理。

公司副总经理董继宏先生，1975 年 6 月生，中共党员，本科学历。曾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，花桥镇政府党委委员、常务副镇长。现任公司副总经理。

截至 2014 年底，公司共有员工 11 人。从学历构成来看，本科及以上学历占 81.82%，大专学历占 18.18%；从年龄结构看，30 岁及以下人员 36.36%，30~50 岁员工 45.45%，50 岁以上员工 18.18%。

总体看，公司高管人员具有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。

4. 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，自成立以来在资产划拨、政府补贴等方面均得到了市政府的大力支持。

(1) 资产注入

从公司成立至 2014 年底，公司累计获得德兴市政府的土地资产注入账面价值 56.82 亿元，账务处理体现在存货、资本公积和实收资本（体现金额为 1 亿元）科目。

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 亿元计入公司实收资本，其余计入公司的资本公积，资产类对应应在存货科目体现。

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），额外的 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（以下简称“江西铜都”）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（以下简称“九都投资”）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（以下简称“江西大茅山旅游”）51% 的国有股权及相应权益无偿划转给公司，增加 2.50 亿元资本公积，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。

根据德兴市人民政府德府办抄字【2014】815 号办公室抄告单，德兴市国有资产经营有限责任公司的全部国有股权及相应权益无偿划转给公司，德兴市国有资产经营有限责任公司 2014 年 12 月 31 日资产负债表纳入合并范围。截至 2014 年底，德兴市国有资产经营有限责任公司拥有土地使用权 18.25 亿元。

（2）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、德财字【2013】296 号及德财字【2014】295 号《关于同意将政府补助列作营业外收入的批示》明确政府补助专项用于弥补公司受政府委托的开发建设支出，均与收益相关，同意列入相应年度“营业外收入”。2011~2013 年合计收到 2.90 亿元，分别计入“营业外收入”科目，2014 年收到政府补贴 2.00 亿元，计入“营业外收入”科目。

（3）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。

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、管理分析

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办公室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。

总体看，公司按照设立了规范的法人治理结构，治理结构较为健全，能够满足目前经营管理需要。

2. 管理水平

公司本部设 4 个职能部门，并根据自身特点建立了相应的管理体系，部门设置能够满足公司经营管理需要。

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，逐笔顺时登记现金收付，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。

2012~2014 年，公司营业收入快速增加，年均复合增长 42.26%。公司的营业收入来源于基础设施建设和土地开发业务，其中 2014 年度该两业务板块占比分别为 43.11%和 56.89%。近三年，基础设施建设波动较大，主要系受代建业务规模变动的影响所致；土地整理收入波动较大，2013 年公司无结转的土地整理收入，2014 年公司确认土地开发收入 2.81 亿元（按照项目进度结转成本 2.51 亿元，按照结转成本的 12%结转管理费用 0.30 亿元）。

毛利率方面，2012 和 2013 年，受公司按照工程项目建设协议确认收入和结转成本影响，公司毛利率均为 9.09%。2014 年度受代建协议约定比例调整，公司毛利率增至 10.71%。

表 4 2012~2014 年公司营业收入分类情况 (单位: 万元、%)

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	17,776.63	72.73	9.09	34,074.70	100	9.09	21,323.02	43.11	10.71
土地开发	6,664.06	27.27	9.09	--	--	--	28,134.26	56.89	10.71
合计	24,440.69	100.00	9.09	34,074.70	100	9.09	49,457.28	100.00	10.71

资料来源: 公司审计报告

2. 基础设施建设

根据公司和德兴市人民政府签订《委托建设合同》德兴市人民政府委托公司实施道路桥梁等市内的基础设施和安置房建设工程以及土地拆迁、补偿、安置、土地平整等开发工程。德兴市人民政府按公司承建工程的实际成本加成一定比例的管理费结算工程款。公司根据所承揽项目的建设进度(尚未约定具体的工程进度)与德兴市人民政府每年进行一次结算,并根据政府和公司盖章的项目结算单结转基础设施建设成本,同时加成比例为 10%,确认每年度的基础设施建设收入。

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

2012 年以前德兴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;2012~2014 年随着以前年度投入代建项目的进行结转,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 2012~2013 年结算项目及目前在存货科目内的大部分项目主要为公司成立至 2010 年间已投入项目,2012~2013 年公司现金投入规模小。2014 年度公司项目投入款同比大幅增长,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。

2012 年以前公司尚未严格根据《委托建设合同》每年度结算一次,2012 年度开始对以往年度已投入项目进行结算,2012~2014 年度结转项目主要系以往年已投入项目。2012~2014 年分别确认结算收入 1.78 亿元、3.41 亿元和 2.13 亿元,同期结转成本分别为 1.62 亿元、3.10 亿元和 1.90 亿元。

表 5 公司 2012~2014 年收入成本情况表 (单位: 万元)

建设工程名称	结算成本	结算收入
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	17,929.25
2013 年度小计	30,977.00	34,074.70
凤凰大道工程	5,331.66	5,971.46
新东线工程	6,240.70	6,989.59
园区其他零星工程	822.87	921.61
硫化工基地首都场平土方工程-C 标段	891.06	997.99
硫化工基地首都场平土方工程-A 标段	785.00	879.19

九都防洪堤	575.79	644.89
九都土地整理项目	1,830.80	2,050.50
九都行道树绿化项目	65.12	72.94
九都 35KV 线路	86.81	97.23
九都-银九路项目	1,036.93	1,161.36
九都二三四路项目	570.61	639.08
九都 110KV 线路	531.00	594.72
九都排水渠	87.22	97.69
九都公共设施	1.43	1.60
九都董家便桥	7.87	8.82
九都挡土墙	173.53	194.35
2014 年度小计	19,038.41	21,323.02

资料来源：公司提供

公司 2012~2014 年收到政府的代建项目款分别为 1.78 亿元、1.51 亿元和 1.29 亿元，该类款项在预收账款和销售商品、提供劳务收到的现金科目内体现。其中 2013 年预收占同期收入比例较低，同时 2014 年度质量一般，截至 2014 年底公司有应收财政 3.98 亿元基础设施建设款项。受财政拨款效率影响，公司代建业务回款周期具有不确定性，德兴市政府 2015 年度出具的还款安排文件，将安排土地出让，确保及时支付截至 2014 年底应支付公司工程和往来款项。

公司目前主要代建项目有硫化工产业基地、会展演艺中心工程及新型产业园二期工程等项目，目前合计总投资为 54.57 亿元，已投资金额为 4.88 亿元，未来需投资金额为 49.69 亿元，公司外部融资压力较大。

表 6 公司目前主要代建及拟建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目建设内容	总投资	建设周期	工程完工进度	已投资	未来需投资投入资金
会展演艺中心	剧场、会议中心	1.85	2012-2015	100%	1.60	0.25
硫化工产业基地	3 平方公里的硫化工及精深加工产业基地	8.00	2012-2020	60.00%	0.34	7.66
生态工业园道路	20 余千米	6.00	2012-2020	65.00%	0.38	5.62
新型产业园二期工程	2.6 平方公里	16.00	2012-2020	30.00%	0.24	15.76
香屯生态工业园建设项目	园区标准化厂房及基础设施建设	11.10	2013-2016	41.77%	1.12	9.98
公租房	一期 970 套，二期 498 套	0.60	2012-2017	60.00%	0.35	0.25
遮阳产业交易博览中心项目	功能区域建设及配套设施建设	8.02	2014-2017	7.63%	0.61	7.41
现代综合物流园建设项目	园区物流设施建设、园区通道建设和物流信息系统建设	3.00	2014-2016	8.14%	0.24	2.76
合计		54.57	--	--	4.88	49.69

资料来源：公司提供

3. 土地开发业务

公司土地开发业务模式与公司代建项目运营模式类似：德兴市人民政府按公司承建工程的实际成本加成一定比例的管理费结算工程款。公司根据每年度所承揽项目的进度（尚未约定具体的工程进度）与德兴市人民政府进行结算，根据政府和公司盖章的项目结算单结转土地开发业务成本，同时加成比例为 10%，确认每年度的土地开发业务收入。

但 2014 年开始，根据公司与德兴市人民政府签订的《委托建设合同之补充协议》加成比例由

10%调整为12%，其他约定条款不变。

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

4. 未来发展

未来，公司将按照市政府的要求，公司将抓好各项工作的落实，紧紧围绕做强、做实，发挥城市基础设施投资建设的主体职能，拓展以城市基础建设为主导的核心产业。

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

总体看，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. 财务概况

公司提供的2012~2014年三年连审报告经江苏苏亚金诚会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司经审计的财务报告按照《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则及其他相关规定进行编制。

截至2014年底，公司合并报表范围内共4家子公司，包括江西铜都、九都投资、江西大茅山旅游和国资公司。其中公司所持江西铜都、九都投资和江西大茅山旅游的股权均为德兴市政府于2013年12月底划转给公司，以上子公司2013年度利润表和现金流量表尚不纳入合并范围。另因国资公司系2014年12月底政府注入股权，该子公司2014年度利润表和现金流量表尚不纳入合并范围。公司合并范围变化较大，且受纳入合并范围子公司时点影响，仅纳入当年新增子公司的资产负债表，近三年公司财务数据可比性弱，本报告财务分析主要以2014年数据为主。

表7 2012~2014年公司合并范围变动情况

日期	公司名称	持股比例	资产总额	取得方式
2013年	江西铜都投资有限公司	100%	10.78	政府划入
	德兴市九都投资发展有限公司	100%	11.60	政府划入
	江西大茅山旅游发展股份有限公司	51%	5.18	政府划入
2014年	德兴市国有资产经营有限责任公司	100	19.33	政府划入

资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司合并资产总额82.11亿元，负债总额16.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）65.23亿元；2014年公司实现营业收入4.95亿元，净利润2.15亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.70亿元，现金及现金等价物净增加额2.30亿元。

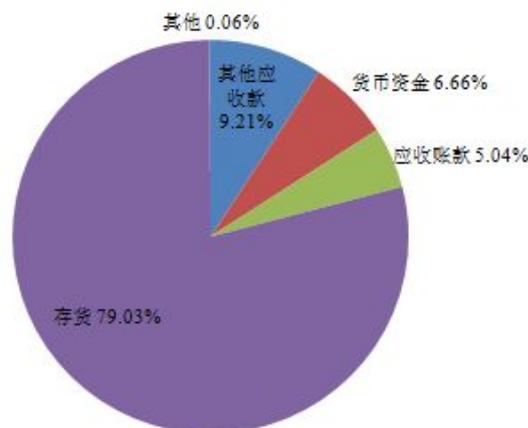
2. 资产质量

2012~2014年，公司的资产总额快速增长，年均复合增长60.53%。2014年底公司资产总额为82.11亿元，同比增长52.17%，增长主要受货币资金、存货、应收账款和其他应收款的增加影响。截至2014年底，公司流动资产79.01亿元，其中流动资产占比96.23%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2012~2014年，公司的流动资产总额快速增长，年均复合增长57.50%。2014年公司流动资产为79.01亿元，同比增长51.78%，主要是货币资金、存货和应收账款增加所致。截至2014年底，公司流动资产主要由货币资金（占比6.66%）、应收账款（占比5.04%）、存货（占比79.03%）和其他应收款（占比9.21%）构成。

图2 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司货币资金快速增长，年均复合增长72.56%，主要来源于银行存款的增加；截至2014年底，公司货币资金为5.27亿元，较年初增长77.54%，主要系项目建设使得公司借款增加所致。公司货币资金主要为银行存款（2014年底占比99.98%），货币资金中无受限资金。

2012年公司无应收账款，2013~2014年，公司应收账款快速增长。截至2014年底，公司应收账款为3.98亿元，较年初增长120.87%，全部为应收德兴市财政局的代建项目款项、土地开发收益款、保证金和往来款。从账龄看，1年以内的占66.92%，1~2年的占33.08%，公司对该款项不计提坏账准备。

2012~2014年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长45.23%。2014年公司其他应收款分别为7.28亿元，较年初大幅增长，主要系公司与德兴市财政局、上饶市城市建设投资开发集团有限公司往来款增加。2014年公司计提了691.90万元坏账准备，计提较充分。从集中度来看，公司前五大客户欠款金额为7.22亿元，占其他应收账款总额的98.24%，集中度较高。欠款单位主要为德兴市财政局，未来不能收回的风险较小，但回款易受政府部分拨付资金时效的影响，回款时间存在不确定性，同时对公司形成资金占用。

表8 2014年底公司其他应收款欠款金额前五大客户情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	账龄	占其他应收款总额的比例	款项性质
德兴市财政局	49,170.50	1年以内	66.94	关联方

上饶市城市建设投资开发集团有限公司	20,000.00	1年以内	27.23	非关联方
德兴市人民政府	1,500.00	5年以上	2.04	关联方
德兴市人民医院搬迁项目建设领导小组	1,000.00	1年以内	1.36	非关联方
江西省万隆商贸投资开发有限公司	489.00	5年以上	0.67	非关联方
合计	72,159.50	-	98.24	

数据来源：公司审计报告

德兴市人民政府为保障公司应收账款和其他应收款的正常回收，出具了《关于德兴市城市建设经营总公司对市政府应收款项情况及解决措施的说明》（德府字【2015】98号），同意将德兴市凤凰湖片区、新营片区和银城片区的四宗地块，合计860.20亩土地出让收入按照40%的比例扣除“六金”以及开发成本后所得的土地出让净收益10.47亿元专项作为对公司应付款项（合计9.15亿元）的偿还保障，其中2015和2016年均偿还2.12亿元，2017年~2019年均偿还1.64亿元。

2012~2014年，公司的存货快速增长，年均复合增长53.12%。2014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，较年初增长33.42%。截至2014年底，公司存货为62.45亿元，其中开发成本5.56亿元、待开发土地56.88亿元。截至2014年底，公司已抵押的土地使用权为33.30亿元，抵押比率为58.54%，在一定程度上减弱了公司资产流动性。

根据公司出具承诺：公司计划于2016年一季度释放两块价值分别约为5.25亿元（土地证号：德国用（2012）第226号）和1.12亿元（土地证号：德国用（2008）第310号）的“14德兴城经债”抵押土地。但根据公司于2015年12月17日出具的《关于2014年德兴市城市建设经营总公司公司债券抵押用地暂缓释放的说明》：鉴于2015年公司本次债券申报发行，考虑到我司资产抵押率较高，承诺若本次债券拟申报11亿元全额获批，则我司需在2015年底释放部分2014年德兴市城市建设经营总公司公司债券（以下简称“14德兴城经债”）用于抵押的土地，但根据发改财经【2015】2730号文件，本次债券获批8亿元，额度调减3亿元，若使用申报时拟抵押的评估价值为24.63亿元土地全额抵押，为本次债券本金为3.08倍。从债券安全性的角度以及从债券持有人利益出发，公司“14德兴城经债”的抵押土地暂不释放。本次债券申报时承诺用于抵押的土地仍全额抵押，以充分保障两期债券的还本付息。另外，根据两期债券的《抵押资产监管协议》：超过既定抵押倍率的土地经债券持有人会议通过后可按协议规则释放。因此如果公司发生信用风险，可随时释放两期债券中超额土地，用于公司融资，保障公司短期融资能力和偿债能力。

另根据《德兴市人民政府关于落实进一步增强德兴市城市建设经营总公司经营实力的说明》，德兴市政府拟在2016年上半年给予公司取得合计220亩土地的支持。总体看，未来通过土地资产的增加，公司整体土地抵押比率将有所下降。

表9 截至2014年底公司开发成本明细表(单位：亿元)

项目名称	金额
会展演艺中心	1.60
硫化工产业基地	0.34
生态工业园道路	0.38
新型产业园二期工程	0.24
香屯生态工业园	1.12
西园安置小区	0.15

公租房	0.35
其他	1.38
合计	5.56

资料来源：公司提供

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产逐年快速增长，年均复合增长18.40倍。截至2014年底，公司非流动资产合计3.09亿元，较年初增长62.87%，主要系在建工程的增长所致。公司非流动资产构成以在建工程（占比87.63%）为主。

截至2012年底，公司无在建工程。2013~2014年，公司在建工程快速增长。截至2014年底，公司在建工程为2.71亿元，较年初增长63.96%。主要包括公司本部经济大楼1.91亿元和旅游公路项目0.40亿元。

总体看，近年来，受公司新纳入子公司的影响，公司资产规模增长，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较高，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

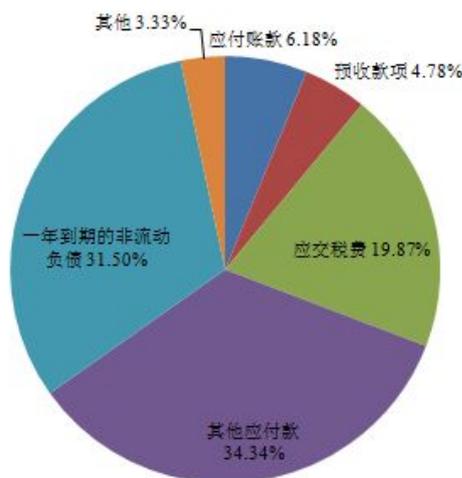
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014年，公司负债规模快速增长，年均复合增长105.36%，主要系公司2014年发行8亿元企业债所致。截至2014年底，公司负债总额为16.88亿元，较年初增长81.29%，其中流动负债和非流动负债占比分别为23.89%和76.11%，公司以非流动负债为主。

2012~2014年，公司流动负债波动增长，年均复合增长28.24%。2014年公司流动负债为4.03亿元，较年初减少14.48%，主要系预收账款的减少；2014年公司流动负债以应付账款（占比6.18%）、预收款项（占比4.78%）、应交税费（占比19.87%）、其他应付款（占比34.34%）和一年内到期的非流动负债（占比31.50%）为主。

图3 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司应付账款分别为0.28亿元、0.82亿元和0.25亿元。截至2014年底，公司应收账款较年初大幅下降69.94%，主要系应付的工程款减少所致。

2012~2014年，公司预收账款呈波动下降趋势，年均复合下降60.04%。截至2014年底，公司预收账款为0.19亿元，较年初大幅下降，主要系公司全资子公司预收德兴市财政局的基础设施建设款项结转。从账龄看，一年内的占33.44%，1~2年的占66.56%，账龄较短。

2012~2014年，公司的应交税费逐年快速增长，年均复合增长78.28%。截至2014年底，公司应交税费为0.80亿元，较年初增长70.15%，主要系企业所得税与营业税增长所致。

2012~2014年，公司的其他应付款快速增长，年均复合增长127.61%。截至2014年底，公司其他应付款为1.38亿元，较年初增长90.17%；主要包括应付德兴市经济开发区往来款0.66亿元和江西省德兴市经济开发区管委会往来款0.34亿元。从账款看，一年以内的占81.04%，有一定的集中偿付压力。

2012~2014年，公司的一年内到期的流动负债快速增长，年均复合增长69.89%。2014年一年内到期的非流动负债为1.27亿元，较年初增长22.12%。包括抵押借款1.21亿元和质押借款0.06亿元。

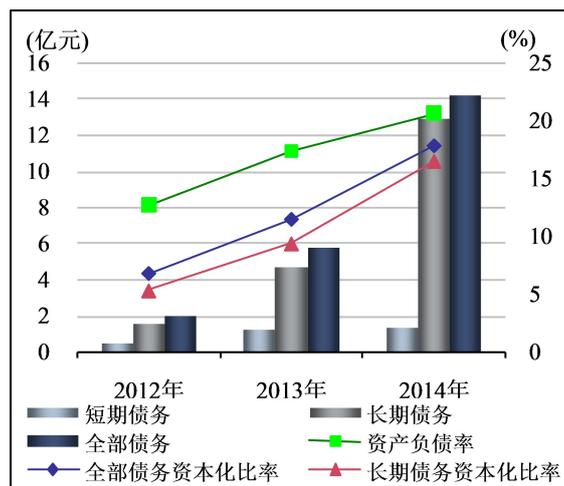
2012~2014年，公司非流动负债分别为逐年快速增长，年均复合增长187.87%，2013年较2012年大幅增长主要系长期借款增长所致，2014年较2013年大幅增长主要系公司当年发行企业债所致。截至2014年底，公司非流动负债合计12.85亿元，较年初大幅增长179.54%，主要系2014年发行企业债“14德兴城经债”所致。非流动负债由长期借款（占比37.72%）和递延所得税负债（占比62.28%）构成。

2012~2014年，公司的长期借款快速增长，年均复合增长76.80%。2014年公司长期借款分别为4.85亿元，较年初微幅增长5.44%。公司长期借款主要为抵押借款（2014年底占比98.35%）。

2014年公司应付债券为8.00亿元，为公司2014年发行的企业债“14德兴城经债”。

2012~2014年，公司的全部债务快速增长，年均复合增长166.33%。截至2014年底，公司全部债务为14.12亿元，较年初增长146.12%，主要系长期债务增长。其中，长期债务占91.00%，短期债务占9.00%。公司以长期债务为主。

图4 2012~2014年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

从债务指标来看，受公司发行债务的影响，公司债务负担有所上升但仍较低。2012~2014年，公司的资产负债率、全部债务资本化比例和长期债务资本化比率都呈增长态势。截至2014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均值分别为20.55%、17.79%和

16.45%，三年均值分别为 17.97%、13.64%和 12.08%。

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，2014 年公司债务规模快速增长，但整体债务压力较小。

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。2012~2014 年，公司的所有者权益快速增长，年均复合增长 53.02%，主要系资本公积的增长所致。2013 年底资本公积较 2012 年底大幅增长 58.95%，主要系 2013 年底德兴市政府将江西铜都、九都投资和江西大茅山旅游股权划入公司所致；2014 年底公司资本公积较 2013 年底大幅增长 52.64%，主要系 2014 年底德兴市政府将国资公司股权划入公司所致。截至 2014 年底，公司所有者权益 65.23 亿元，较年初增长 46.10%。其中，实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为 1.53%、90.21%和 7.21%，公司权益稳定性较高。

总体看，近年来公司所有者权益保持快速增长，权益稳定性较高。

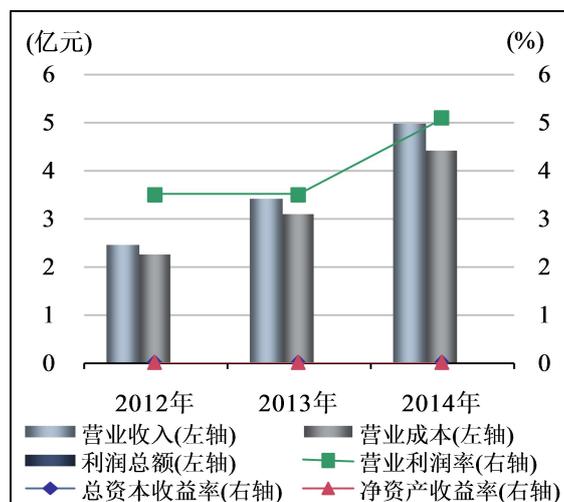
4. 盈利能力

随着公司土地开发业务的开展，2012~2014 年公司营业收入快速增长，年均复合增长 42.26%。2014 年较上年底增长 45.16%，2014 年底为 4.95 亿元；同时，营业成本也同步增长，2012~2014 年年均复合增长 41.01%，2014 年为 4.42 亿元，同比增长 42.65%；2012~2014 年公司的营业利润率分别为 3.49%、3.49%和 5.08%，2014 年较上年增长 1.59 个百分点，主要系新增土地开发业务营业利润率与基础设施业务相比较为高所致。

从期间费用来看，2012~2014，公司费用收入比分别为 0.29%、0.25%和 0.85%，费用控制能力较高。近三年，公司期间费用分别为 71.44 万元、83.98 万元和 418.78 万元，年均复合增长 142.11%，主要系管理费用的增长。公司期间费用主要是管理费用，2014 年管理费用同比增长 616.69%，主要系公司经费和业务招待费大幅增长所致。

从营业外收入来看，2012~2014 年，公司营业外收入分别为 0.95 亿元、1.35 亿元和 2.00 亿元，均为政府补贴收入，对公司的利润形成了很大的补充。2012~2014 年，公司实现利润总额 1.03 亿元、1.46 亿元和 2.21 亿元，公司对营业外收入的依赖程度高。

图5 2012~2014年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

公司盈利规模保持稳定增长，但受公司资产增长较快影响，公司盈利指标有所波动，2012~2014年总资本收益率逐年下降，2012~2014年净资产收益率波动下降。2014年公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.72%和3.30%，总资本收益率较2013年减少了0.12个百分点，净资产收益率较2013年增长了0.09个百分点。

总体看，近三年公司收入规模增长较快，利润总额对补贴收入依赖程度高，盈利能力弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014年，公司经营活动现金流净额分别为1.43亿元、1.19亿元和-4.70亿元。2014年公司经营活动产生的现金流呈净流出状态，主要系公司资金往来款大幅增加使得支付与其他经营活动有关的现金大幅增加所致。公司经营活动现金流入为销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金，2014年随着项目的结转，公司收到的政府代建款项大幅增加使得公司销售商品提供劳务所收到的现金同比增加258.86%；2014年公司收到其他与经营活动有关的现金同比大幅增加129.83%，主要系财政补贴款和资金往来款增加所致。公司经营活动现金流出主要由购买商品提供劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金构成，2014年购买商品提供劳务收到的现金同比大幅增长496.14%，主要系支付工程款大幅增加所致；2014年支付与其他经营活动有关的现金大幅增长50.55倍，主要系资金往来款大幅增长所致。从收入实现质量来看，2012~2014年，公司现金收入比分别为20.40%、11.67%和28.86%，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2012~2014年，公司投资活动现金流净额分别为-998.00元、1.22亿元和-0.96亿元。2012~2014年公司投资活动现金流入规模较小，主要为收到其他与投资活动有关的现金，2012~2014年公司收到其他与投资活动有关的现金分别为0.00万元、12,191.03万元和255.16万元。2012~2014年公司投资活动现金流出为购建固定资产、无形资产等支付的现金，分别为998.00元、21.71万元和9,823.75万元。

筹资活动方面，2012~2014年，公司筹资活动现金流净额分别为-0.82亿元、-1.21亿元和7.95亿元。2012~2013年公司筹资活动现金流入为取得借款收到的现金，分别为0.57亿元和0.40亿元；2014年公司筹资活动现金流入为取得借款收到的现金和发行债务取得的现金，分别为1.59亿元和8.00亿元。2012~2014年公司筹资活动现金流出主要为偿还债务及支付利息支出，分别为1.39亿元、1.61亿元和1.67亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模和流出规模都快速增长，经营现金流为负，公司收现质量一般；公司目前投入资金主要依靠政府资金拨付以及借款等融入资金，未来随着在建及拟建项目的推进及土地开发业务的开展，公司融资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司资产负债中流动资产占比高，公司流动比率和速动比率高，2012~2014年流动比率分别为12.99倍、11.04倍和19.60倍，2012~2014年速动比率分别为2.13倍、1.11倍和4.11倍。近三年流动比率和速动比率呈波动上升趋势，2014年公司流动比率和速动比率同比大幅增加，主要系公司货币资金和存货大幅增加所致。2012~2014年，公司现金类资产逐年大幅增长，现金类资产/短期债务的分别为4.02倍、2.60倍和4.15倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。总体看，公司现金类资产较为充足，且公司短期债务规模小，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2012~2014年，公司EBITDA值分别为1.03亿元、1.46亿元和

2.22 亿元，公司 EBITDA 呈现较快增长趋势；从 EBITDA 的构成来看，主要构成为利润总额，近三年占比达 99%以上，EBITDA 稳定性较好；2012~2014 年，EBITDA 全部债务比分别 0.52、0.26 倍和 0.16 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障程度有所下降。总体看，考虑德兴市政府的持续支持，公司长期偿债能力尚可。

截至 2014 年底，公司获得银行授予信用 6.87 亿元，已使用完毕，公司融资渠道有待拓宽。

截至 2014 年底，公司无对外担保。

总体看，公司的现金类资产较为充裕，短期偿债能力较强；考虑到公司受到德兴市政府的持续支持，公司的整体偿债能力尚可。

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 2016 年 3 月 7 日，公司有六笔关注类贷款。其中，南门新区基础设施建设道路工程项目贷款采用应收账款质押的担保方式，按照国家开发银行江西省分行资产质量分类标准，该项目资产质量分类为关注二级；德兴市会展及演艺中心建设项目采用土地抵押的担保方式，按照国家开发银行江西省分行资产质量分类标准，该项目资产质量分类为正常四级；另根据工商银行股份有限公司德兴支行证明公司有三笔贷款在到期之前办理了贷款展期，且公司已在贷款展期到期日按时归还，因按照贷款管理要求信贷台账系统自动划分为关注类贷款管理，实际上仍归类为正常类贷款。目前公司以上六笔关注类贷款还本付息正常，未发生本息拖欠现象。公司无其他未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

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资产注入、补贴收入等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

九、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 2014 年底，公司债务总额为 14.12 亿元，本次拟发行债券规模为 8 亿元，相对于目前的债务规模，本次公司债券为 2014 年底全部债务的 0.57 倍，对公司现有债务结构的影响大。

截至 2014 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 20.55%、16.45%和 17.79%。以 2014 年底财务报表为基础，不考虑其他因素，预计本次债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 27.61%、26.77 和 25.32%，公司债务负担上升，但仍在可控范围内。

2. 本次债券偿还能力分析

2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 1.03 亿元、1.46 亿元和 2.22 亿元；分别为本次债券拟发行额度的 0.13 倍、0.18 倍与 0.28 倍，EBITDA 值对本次债券覆盖程度弱。

2012~2014 年，公司经营活动的现金流入量分别为 1.51 亿元、1.79 亿元和 4.64 亿元，分别为本次债券发行额度的 0.19 倍、0.22 倍和 0.58 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度弱；2012~2014 年，公司经营活动现金流量净额分别为本次债券拟发行额度的 0.18 倍、0.15 倍与 -0.59 倍，公司经营活动现金流量净额对本次债券保障能力很弱。

本次债券募集资金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，2012~2014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0.95倍、1.12倍和2.90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0.89倍、0.74倍和-2.93倍；2012~2014年公司EBITDA对各期待偿还额的保障倍数分别为0.64倍、0.91倍和1.39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对本次债券的保障能力较弱。

3. 偿债资金来源

本次债券募集资金8亿元，全部用于三清山—婺源养老生态旅游示范区建设项目，本次债券的偿债资金来源为募投项目的收益和公司日常经营收入。根据上饶和信工程咨询有限公司出具的《三清山—婺源养老生态旅游示范区建设项目可行性研究报告》（和信可字【2015】14号），明确公司系项目的建设主体，三清山—婺源养老生态旅游示范区建设项目收入来源主要包括：养老示范区经营收入、度假酒店区块收入、乡村集市区块收入、郊野公园区块收入及停车场收入五大板块，其中养老示范区经营收入含老年人体检、老年人康复理疗、老年护理、老年公寓出租及老年公寓销售收入、餐饮、休闲娱乐收入；度假酒店区块收入含印象三清山文化大剧场、民俗博物馆和手工艺品收入。

另老年公寓销售期为两年，2017年预售60%，2018年销售余下的40%；度假酒店区块收入，自2018年开始，收入按80%计算。除老年公寓销售收入和停车场收入外，其余收入按2016年的0%，2017年的0%，2018年的80%，2019年的90%比例计算，自2020年开始，收入按100%计算。

养老示范区经营收入

（1）康复中心营业收入

康复中心主要包括老年人体检、康复理疗和老年人护理收入，体检项目包括常规体检和根据老年人身体特质的针对性体检项目；康复理疗项目包括：气功、针灸、按摩、日光浴、水疗、中草药药疗等。

老年人体检收入： $10,000\text{人次} \times 600\text{元} / 10,000 = 600\text{万元}$ ；老年人康复理疗收入： $236,200\text{人次} \times 450\text{元} = 106,290\text{万元}$ ；老年护理收入： $2,000\text{床} \times 450\text{元/月} \times 12\text{月} / 10,000 = 1080\text{万元}$ 。

（2）老年公寓出租收入

老年公寓租赁收入： $1,324\text{间} \times 1.92\text{万元/年} = 2,542.08\text{万元}$ 。老年公寓40%用于租赁，由于项目位置优越，服务设施完善，房租定于每间每月1,600元。

（3）老年公寓销售收入

老年公寓销售收入： $99,300\text{m}^2 \times 3,500\text{元/m}^2 / 10,000 = 34,755\text{万元}$ ；用于销售的老年公寓占总面积的60%，销售均价为3,500元/m²。

（4）餐饮、休闲娱乐收入

按以上收入的5%计算，金额为2,480.30万元。

度假酒店区块收入

（1）客房总收入：14,140.98万元

标准客房：标准客房： $680\text{间} \times 268\text{元} \times 365 \times 80\% = 5,321.41\text{万元}$ ；标准套房： $320\text{间} \times 468\text{元} \times 365 \times 80\% = 4,372.99\text{万元}$ ；豪华套房： $150\text{间} \times 668\text{元} \times 365 \times 80\% = 2,925.84\text{万元}$ ；总统套房： $60\text{间} \times 868\text{元} \times 365 \times 80\% = 1,520.74\text{万元}$ 。

（2）餐饮总收入：14,140.98万元×15%=2,121.15万元

（3）会议总收入：99.65万元

乡村集市区块收入

- (1) 印象三清山文化大剧场收入：2,000 人×150 元×365=10,950 万元；
 (2) 民俗博物馆收入：500人×50元×365=912.5万元；
 (3) 手工艺品收入：1,130人×45元×365=1,856.03万元。

郊野公园区块收入

郊野公园区块收入主要来源于郊野运动馆收入，郊野运动馆收入：300人×60元×365=657万元。

停车场收入

停车场收入：30元/车位×1,100车位×365×80%=963.60万元。

综上所述，本次债券存续期内募投项目预计累计形成收入 31.92 亿元，2017 年~2023 年度募投项目现金流对本次债券本息覆盖倍数为 2.05~8.84 倍不等。同时联合评级关注到募投项目运营收入的实现在一定程度上受当地经济发展水平、老年人群消费能力及观念影响，本次债券的偿还具有一定不确定性。

表 10 本次募投项目收入测算和本次债券还本付息情况（单位：年、万元）

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
康复中心营业收入	--	9,847.20	11,078.10	12,309.00	12,309.00	12,309.00	12,309.00
老年人体检收入	--	480.00	540.00	600.00	600.00	600.00	600.00
老年人康复治疗收入	--	8,503.20	9,566.10	10,629.00	10,629.00	10,629.00	10,629.00
老年护理收入	--	864.00	972.00	1,080.00	1,080.00	1,080.00	1,080.00
老年公寓出租收入	--	2,033.66	2,287.87	2,480.30	2,480.30	2,480.30	2,480.30
老年公寓销售收入	20,853.00	13,902.00	--	--	--	--	--
餐饮、休闲娱乐收入	--	1,984.24	2,232.27	2,480.30	2,480.30	2,480.30	2,480.30
养老示范区经营合计收入	20,853.00	27,767.10	15,598.24	17,269.60	17,269.60	17,269.60	17,269.60
度假酒店区块收入	--	16,361.77	16,361.77	16,361.77	16,361.77	16,361.77	16,361.77
印象三清山文化大剧场收入	--	8,760.00	9,855.00	10,950.00	10,950.00	10,950.00	10,950.00
民俗博物馆收入	--	1,484.82	1,670.42	1,856.03	1,856.03	1,856.03	1,856.03
手工艺品收入	--	730.00	821.25	912.50	912.50	912.50	912.50
乡村集市区块合计收入	--	10,974.82	12,346.67	13,718.53	13,718.53	13,718.53	13,718.53
郊野公园区块收入		525.60	591.30	657.00	657.00	657.00	657.00
停车场收入		963.60	963.60	963.60	963.60	963.60	963.60
合计金额	20,853.00	56,592.89	45,861.58	48,970.508	48,970.50	48,970.50	48,970.50
债券本金	80,000	80,000	64,000	48,000	32,000	16,000	--
还本金额	--	--	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000
付息金额	6,400	6,400	6,400	5,120	3,840	2,560	1,280
支付总额	6,400	6,400	22,400	21,120	19,840	18,560	17,280
覆盖倍数	3.26	8.84	2.05	2.32	2.47	2.64	2.83

资料来源：可行性研究报告，联合评级整理

注：假设本次债券于 2016 年发行，2017 年起付息，债券利率按 8% 估算。

4. 增信措施

土地使用权抵押担保为本次债券本息按期偿付提供资产保障

本次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，以保障本次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。

本次债券抵押资产

本次债券抵押物为 10 宗土地使用权，评估价值合计 24.63 亿元，为本次债券发行额度的 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 2015 年 6 月 30 日为评估基准日出具的《土地估价报告》（（苏）苏博文【2015】（估）字第 1784 号和 1785 号），抵押土地具体情况如下表：

表 11 公司抵押土地资产情况（单位：平方米、万元）

权证编号	土地位置	性质	用途	面积	评估价值
德作国用（2012）第 0001 号	女儿田	作价出资	商用	267,065.00	106,986.00
德作国用（2012）第 02 号	香屯生态工业园区	作价出资	商用	257,112.00	102,999.00
德作国用（2012）第 03 号	德兴市原大茅山造纸厂	作价出资	商住	78,984.00	15,239.00
德作国用（2012）第 04 号	德兴市原大茅山活性炭厂	作价出资	商住	15,933.00	3,074.00
德作国用（2012）第 05 号	德兴市原大茅山纸箱厂	作价出资	商住	8,847.00	1,707.00
德作国用（2012）第 06 号	德兴市原大茅山茶厂	作价出资	商住	5,140.00	992.00
德作国用（2012）第 07 号	德兴市原大茅山工艺美术厂	作价出资	商住	31,147.00	6,009.00
德作国用（2012）第 08 号	德兴市原大茅山集团公司用地	作价出资	商住	28,800.00	5,557.00
德作国用（2012）第 09 号	德兴市原大茅山轧钢厂	作价出资	商住	5,400.00	1,042.00
德作国用（2012）第 10 号	德兴市原大茅山集团公司黄柏洋	作价出资	商住	13,820.00	2,666.00
合计				712,248.00	246,271.00

注：以上土地证号 2015 年度有变更。
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 10 宗国有土地使用权，且上述 10 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，可为本次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次债券的债权代理人和抵押资产监管人。工商银行德兴支行作为债权代理人，应在本次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

本次债券的存续期间，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次债券当年的付息日，出具时间不超过本次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次债券未偿还本金与一年期利息之和的比例。在本次债券存续期内，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。

在本次债券存续期内，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

在本次债券存续期间，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）至本次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，以偿付本次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次债券本息偿还要求。公司用于本次债券增信的土地资产对本次债券覆盖倍数较高，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次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，本次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次债券的利息和支付本金。公司应在本次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，保证在本次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次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次债券登记结算机构指定的账户，并以书面形式通知公司。

本次债券的主承销商应在本次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次债券的偿付能力，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险低。

十、结论

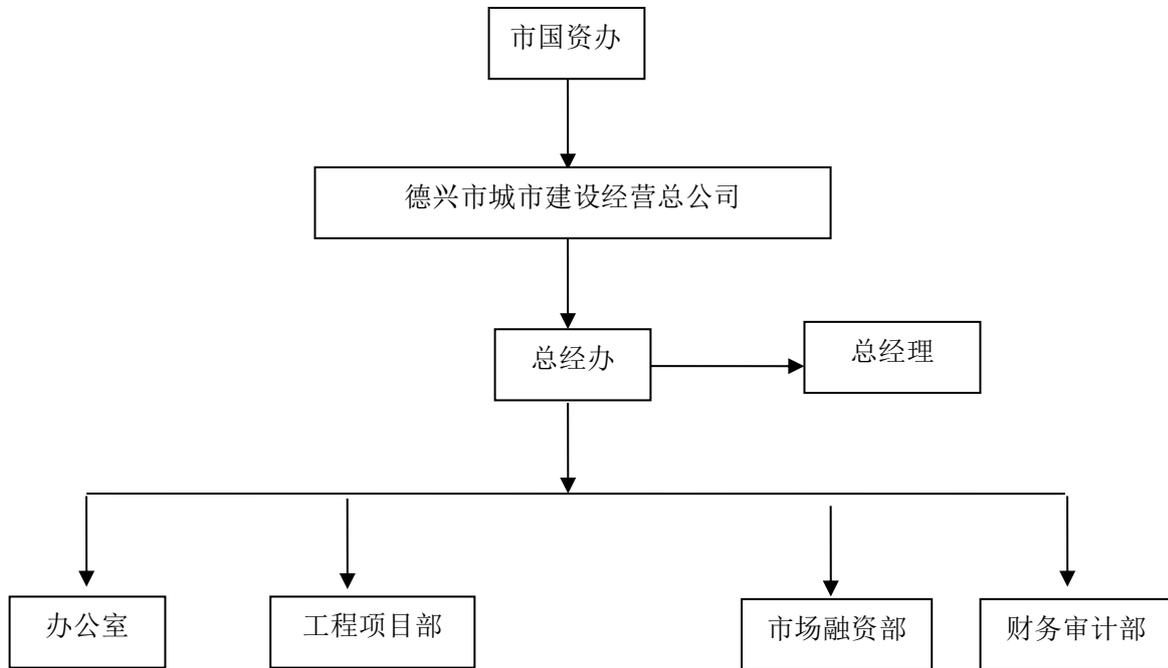
近年来，公司作为德兴市重要的城市基础设施开发建设主体，公司在土地资产注入、补贴收入等方面获得政府的大力支持。公司资产规模较快增长，但主要以存货为主，资产流动性较弱，资产质量一般，债务负担轻，整体偿债能力尚可。

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 2016 年拟发行 8 亿元公司债券，以募投项目收入为保障，并以土地做抵押担保。同时针对本次公司债券，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，有助于减轻公司的集中偿付压力。

总体看，本次债券不能偿付的风险低。

附件 1 德兴市城市建设经营总公司组织结构图



附件 2 德兴市城市建设经营总公司主要财务指标
(单位: 人民币亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额	31.86	53.96	82.11
所有者权益	27.86	44.65	65.23
短期债务	0.44	1.14	1.27
长期债务	1.55	4.60	12.85
全部债务	1.99	5.74	14.12
营业收入	2.44	3.41	4.95
净利润	1.00	1.43	2.15
EBITDA	1.03	1.46	2.22
经营性净现金流	1.43	1.19	-4.70
应收账款周转次数(次)	--	3.78	1.71
存货周转次数(次)	0.17	0.08	0.08
总资产周转次数(次)	0.15	0.08	0.07
现金收入比率(%)	20.40	11.67	28.86
总资本收益率(%)	3.38	2.84	2.72
总资产报酬率(%)	0.08	0.02	0.02
净资产收益率(%)	3.62	3.21	3.30
营业利润率(%)	3.49	3.49	5.08
费用收入比(%)	0.29	0.25	0.85
资产负债率(%)	12.56	17.25	20.55
全部债务资本化比率(%)	6.67	11.38	17.79
长期债务资本化比率(%)	5.27	9.33	16.45
EBITDA 利息倍数(倍)	7106.64	9310.10	1633.91
EBITDA 全部债务比(倍)	0.52	0.25	0.16
流动比率(倍)	12.99	11.04	19.60
速动比率(倍)	212.84	111.41	410.92
现金短期债务比(倍)	4.02	2.60	4.15
经营现金流流动负债比率(%)	58.37	25.17	-116.47
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.09	0.13	0.20

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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变动计入当期损益的金融负债交易性金融负债+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 4 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。