

2019 年第一期上栗县投资公司
企业债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2018】第 Z
【1754】号 03

分析师

姓名：
田珊 张伟亚

电话：
021-51035670

邮箱：
tiansh@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 1 月 4 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2019 年第一期上栗县投资公司企业债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：3 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

债券偿还方式：每年付息一次，公司将于债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度分别按照
债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对上栗县投资公司（以下简称“上栗投资”或“公司”）本次拟发行总额 3 亿元企业债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司主营业务持续性较好，得到了股东和当地政府的大力支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性一般，面临较大的资金压力和中长期偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2015-2017 年上栗县分别实现地区生产总值 170.19 亿元、186.98 亿元和 204.00 亿元，2017 年较上年同比增长 8.9%，区域经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司主营业务持续性较好。公司主要负责上栗县区域内的土地一级开发与基础设施代建业务，2015-2017 年主营业务收入分别为 4.24 亿元、5.21 亿元和 5.63 亿元，主营业务收入持续增加。截至 2017 年底，公司可供整理出让的土地规模达到 3,753 亩，在建、拟建基础设施项目总投资为 98.40 亿元，已投资 19.69 亿元，尚需投资金额为 78.71 亿元，存货中有 13.25 亿元代建施工成本尚未结算，公司土地一级开发与基础设施代建业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度较大。公司股东及当地政府在资产注入等方面给予了公司较大支持，2015 年上栗县财政局增资 0.50 亿元，2015-2017 年上栗县财政局分别向公司注入资本金 4.10 亿元、5.97 亿元与 6.76 亿元，2017 年江西省财政厅置换公司贷款 0.62 亿元，置换的贷款偿还责任免除，相应增加资本公积，公司资本实

力大幅提升。财政补贴方面，2015-2017 年上栗县人民政府分别给予公司政府补助 1.08 亿元、1.55 亿元与 1.52 亿元，一定程度提升了公司的利润水平。

关注：

- **公司资产流动性一般。**公司的资产主要由存货构成，截至 2017 年底，存货占资产总额的比重为 76.28%，主要为开发成本和代建施工成本，考虑到土地使用权变现易受区域土地市场的影响，且部分土地使用权已经抵押，代建施工成本变现取决于委托方的结算计划与支付安排，存在不确定性，存货变现能力不强，公司整体资产流动性一般。
- **面临较大的资金支出压力。**公司经营活动现金流表现不佳，2015-2017 年分别净流出 6.31 亿元、11.68 亿元和 22.67 亿元，系近年公司在建项目投入资金规模始终维持在较高水平，土地购置资金支出规模较大。截至 2017 年底，公司在建、拟建基础设施项目尚需投资金额为 78.71 亿元，土地一级开发尚需投入资金，本期债券募投项目上栗县保障性安居工程项目尚需投资 12.15 亿元，存在较大的资金支出压力。
- **有息债务快速增加，面临较大中长期偿债压力。**近年公司有息负债规模持续增加，复合增长率达到 204.61%，截至 2017 年底，有息债务规模为 37.12 亿元，其中 2018 年需偿付的有息债务规模为 1.99 亿元，但 2019 年以后，每年需偿付的债务规模总体表现出增加的态势，需关注公司中长期债务偿付压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年底，公司对外担保余额合计 5.64 亿元，占同期所有者权益的 8.13%，被担保企业均为国有企业，但均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,126,069.61	939,478.61	590,076.76
所有者权益（万元）	694,388.96	603,348.55	526,313.97
有息债务（万元）	371,150.00	284,670.00	40,000.00
资产负债率	38.33%	35.78%	10.81%
流动比率	13.65	12.80	23.83
主营业务收入（万元）	56,305.45	52,125.52	42,399.29
补贴收入（万元）	15,204.54	15,502.85	10,830.00
利润总额（万元）	23,043.85	23,130.68	19,402.59

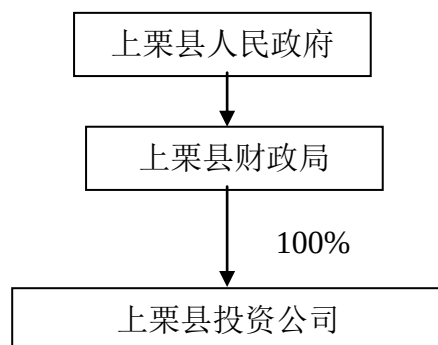
主营业务毛利率	13.89%	16.37%	21.64%
EBITDA（万元）	23,043.85	23,130.68	19,402.59
经营活动现金流净额（万元）	-226,718.12	-116,786.01	-63,135.55

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于 1998 年，原名江西省上栗县投资公司，系依据上栗县人民政府《关于同意设立上栗县投资公司批复》（栗府字[1998]12 号）设立，由上栗县财政局出资设立，初始注册资本为 500.00 万元。2013 年上栗县财政局向公司增加注册资本 4,500.00 万元。2015 年上栗县财政局向公司增加注册资本 5,000.00 万元。截至 2018 年 11 月 30 日，公司注册资本和实收资本为 10,000.00 万元，控股股东为上栗县财政局，实际控制人均为上栗县人民政府，产权及控制关系如图 1 所示。

图1 截至 2018 年 11 月 30 日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司作为上栗县重要的基础设施与土地开发投融资和建设主体。截至 2018 年 11 月末，公司无纳入合并范围的子公司。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额为 112.61 亿元，所有者权益为 69.44 亿元，资产负债率为 38.34%；2017 年度，公司实现主营业务收入 5.63 亿元，利润总额 2.30 亿元，经营活动现金净流出 2.27 亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2019 年第一期上栗县投资公司企业债券；

发行总额：3 亿元；

债券期限和利率：本期债券为 7 年期固定利率债券；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，分次还本。在本期债券存续期的第 3、第 4、第 5、第 6、第 7 个计息年度末分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金，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。

三、本期债券募集资金用途

公司本期债券总计募集资金为 3 亿元，公司将其中 2.5 亿元用于上栗县保障性安居工程项目，剩余 0.5 亿元用于补充流动资金，募投项目资金投向如表 1 所示。

表 1 本期债券募集资金拟使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟使用本期债券募集资金规模	募集资金占项目总投资的比例
上栗县保障性安居工程项目	170,458.84	25,000.00	14.67%
补充流动资金	-	5,000.00	-
合计	-	30,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

本期债券募集资金投资项目为上栗县保障性安居工程项目，由公司负责建设。项目由征收拆迁和新建安置两部分组成，征收建设规模如下：

1、棚户区征收 2,954 户，拆迁面积约 434,548 平方米，总建筑面积约 366,718 平方米，其中：福田镇（福田村、连陂村）征收 908 户，征收面积 145,500 平方米，建筑面积 119,845 平方米，该项拆迁安置工作已经纳入 2015 年江西省保障性安居工程建设计划；上栗镇双溪桥征收 1,080 户，征收面积 180,000 平方米，建筑面积 156,000 平方米，该项拆迁安置工作已经纳入 2016 年江西省保障性安居工程建设计划；上栗县（上栗镇、福田镇、赤山镇、鸡冠山乡、桐木镇）征收 966 户，征收面积 109,048 平方米，建筑面积 90,873 平方米，该项拆迁安置工作已经申请纳入 2017 年江西省保障性安居工程建设计划。

2、新建 4 处安置区住房 3,454 套，总建筑面积 490,328 平方米，占地面积 138,172 平方米其中：安置工程 1 区位于福田镇新建 908 套，占地面积为 30,924 平方米，建筑面积为 128,899 平方米；安置工程 2 区位于上栗镇新建 1,080 套，占地面积为 42,833 平方米，建筑面积为 153,316 平方米；安置工程 3 区位于赤山镇新建 544 套，占地面积为 22,107 平方米，建筑面积为 77,226 平方米，安置工程 4 区位于上栗镇新建 922 套，占地面积为 42,308 平方米，建筑面积为 130,887 平方米。安置区住房均配套商铺和地下停车场，安置区拆迁 124 户，建筑面积 17,856 平方米。

本期债券募投项目的核准申请经上栗县发展和改革局《关于上栗县保障性安居工程项目可行性研究报告的批复》（栗发改字[2015]62 号）批准；募投项目建设用地预审经上栗县国土资源局《上栗县国土资源局关于上栗县保障性安居工程建设项目用地的预审意见》（栗国土资字[2015]28 号）批准；募投项目的环境影响报告书经上栗县环境保护局《关于对上栗县保障性安居工程项目环境影响登记表的批复》（栗环字[2015]43 号）批准。

本期募投项目于 2015 年 10 月开工，预计建设工期为 34 个月。截至 2018 年 11 月，已经完成前期的征地拆迁工作，场地平整工作和部分配套的地下管网铺设工程，目前正在进行房屋主体的施工。项目已完成投资约 78,263.56 万元，占项目总投资额的 45.91%。根据公司提供的东方花旗证券有限公司出具的募投项目可行性研究报告，该项目的收入来源主要为安置房销售收入、配套商业设施销售收入、地下停车位销售收入等，安置区住房统一按 2,300 元/平方米出售，商铺价格按 16,000 元/平方米出售，停车位价格按 100,000 元一个出售。在项目完工后 5 年内可累计实现营业收入 193,372.30 万元，能够覆盖项目的总投资、运营成本和营业税金及附加，考虑到募投项目未来出售收入受区域房地产市场影响较大，未来能否实现预期收入存在一定不确定性。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持稳定态势，但随着贸易摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大

近年来，全球经济基本摆脱了 2008 年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势，但 2018 年以来全球复苏的阶段性压力逐渐显现，全球经济遇到的风险和困难逐步增多。从主要经济体来看，美国经济增长较为平稳，美联储保持了渐进加息的态势，美元处于强势周期，全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，货币政策维持宽松，紧缩步伐放缓。新兴经济体表现参差不齐，受美联储加息及强势美元影响，部分新兴市场资本流出，货币大幅贬值，金融市场持续动荡。此外，美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级，特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行整体上保持稳定态势。2015-2017 年，国内生产总值（GDP）从 68.91 万亿元增长至 82.71 万亿元，增长率分别为 6.9%、6.7%和 6.9%，2018 年上半年国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%。经济结构出现重大变革，2015-2017 年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过 60.0%，服务业占 GDP 比重均超过 50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对

经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。进出口总额在 2015 年、2016 年连续下降的情况下，2017 年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017 年年均上涨 1.7%，保持较低水平；2015-2017 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和 6.3%，2017 年结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。在财政收支矛盾较大情况下，我国实施减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目，财政赤字率一直控制在 3%以内。2015-2017 年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为 15.22 万亿元、15.96 万亿元和 17.26 万亿元，一般公共预算支出分别为 17.56 万亿元、18.78 万亿元和 20.33 万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在 3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2018 年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧改革扎实推进。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度；稳健的货币政策松紧适度，社会融资规模保持适度，结构性降准为实体经济融资提供便利。但是，我国经济外部环境不确定因素增加，中美贸易摩擦不断升级，美元强周期下人民币存在贬值压力，抢出口导致出口数据大增，但未来出口下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017 年以来，城投行业监管政策密集发布，监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2014 年 10 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自 43 号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017 年，城投行业监管政策密集出台，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。具体来看，5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推

动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号文），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号，以下简称“61 号文”），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61 号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

表 2 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015 年 3 月底、4 月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等

2016 年 2 月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016 年 3 月	《关于 2016 年深化经济体制改革重点工作的意见》（国发[2016]21 号）	发展改革委	规范地方政府债务管理，鼓励融资平台市场化转型改制，支持开展基础设施资产证券化试点
2016 年 7 月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266 号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号文）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

从宏观需求来看，国内宏观经济下行压力仍然存在，固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素，其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一，外部运营环境总体较好，短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范，未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看，城投公司举债机制将日益规范化，地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

（二）区域环境

近年上栗县国民经济保持较快增长，产业结构逐步优化，但总体经济发展水平仍较低

上栗县为江西省萍乡市下辖县，位于江西省西北部，东临江西省宜春市、芦溪县；南与安源经济开发区、湘东区荷尧镇山水相连；西与湖南省醴陵市浦口、富里二镇接界；北与浏阳市大瑶、文家市二镇相依，全县南北长 45 千米，东西宽 25 千米，总面积 720.91 平方千米，下辖 6 镇 4 乡，155 个行政村，15 个社区居委会，2017 年末常住人口数量为 45.27 万人。上栗县交通便利，距南昌 230 公里，距长沙 99 公里，319 国道、沪昆铁路、长南杭高铁均穿境而过，萍洪高速、昌栗高速顺利通车，“一条高铁、两条铁路、三条高速、五个高速出口、县域四纵七横互为支撑的十一条主干线”的路网大格局逐渐形成，区位优势明显。

近年上栗县经济保持较快增长，2015-2017 年地区生产总值增长率分别为 9.5%、9.8% 与 8.9%。2017 年实现地区生产总值 204.00 亿元，三次产业结构由上年的 9.5：58.1：32.4 调整为 6.5：55.2：38.3，经济结构有所改善。2017 年上栗县按常住人口计算的人均地区生产总值 4.50 万元，是全国人均地区生产总值的 76.28%，处于较低水平。

工业经济方面，2015-2016 年上栗县工业增加值分别为 92.41 亿元和 98.48 亿元，按可比价计算，分别比上年增长 8.60%和 8.50%，2017 年规模以上工业增加值增长 8.80%；2015-2016 年规模以上工业企业实现利润总额分别为 40.78 亿元和 43.37 亿元，分别比上年增长 7.04%和 3.50%，企业效益稳中有升。上栗县支柱产业主要包括鞭炮烟花制造业、建材、机械制造业、电子信息制造业和食品制造业。

上栗县固定资产投资增长较快，2015-2017年全社会固定资产投资分别为分别197.00亿元、222.60亿元与251.00亿元，分别同比增长14.20%、13.10%与12.90%，是拉动经济增长的重要因素。从贸易领域来看，近年上栗县社会消费品零售总额保持较快增长，

2015-2017年分别为58.13亿元、65.01亿元与73.30亿元，分别较上年增长10.10%、11.70%与12.80%。

近年上栗县财政实力不断增加，2015-2017 年地方综合财力分别为 32.78 亿元、39.83 亿元与 46.65 亿元，从地方综合财力构成来看，近年上栗县公共财政收入略有波动，2015-2017 年分别为 15.70 亿元、16.15 亿元与 16.06 亿元，其中税收收入占公共财政收入的比重分别为 83.03%、79.51%与 71.61%，公共财政收入质量尚可。从财政平衡情况来看，2015-2017 年上栗县财政自给率分别为 56.20%、53.35%与 48.31%，逐年有所下降，财政自给能力总体表现一般。

表 3 2015-2017 年上栗县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	204.00	8.90%	186.98	9.80%	170.19	9.50%
第一产业增加值	-	-	17.78	4.00%	16.30	4.60%
第二产业增加值	-	-	108.64	8.10%	102.08	8.60%
第三产业增加值	-	-	60.55	14.80%	51.81	14.20%
工业增加值	-	-	98.48	8.50%	92.41	8.60%
固定资产投资	251.00	12.90%	222.60	13.10%	197.00	14.20%
社会消费品零售总额	73.30	12.80%	65.01	11.70%	58.13	10.10%
存款余额	-	-	110.16	37.76%	79.96	13.10%
贷款余额	-	-	96.67	49.33%	64.74	22.10%
人均 GDP（万元）	4.50		4.13		3.80	
人均 GDP/全国人均 GDP	76.28%		76.52%		76.97%	

注：人均 GDP 是按照当年 GDP 与常住人口测算

资料来源：2015-2016 年数据来源于《上栗县国民经济统计公报》，2017 年数据来源于《关于上栗县 2017 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2018 年国民经济和社会发展计划草案的报告》，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司已按照《公司法》及其他有关法律法规的要求，建立了法人治理结构。公司设立董事会和监事会，实行董事会领导下的总经理负责制。董事会由 5 人组成，其中职工董事 1 人，董事会职权包括：决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度财务预算方案、决算方案，制定公司增加或减少注册资本以及发行公司债券的方案等。监事会由 3 人组成，职权包括：检查公司财务，检查公司经营效益，对董事、高级管理人员职务行为进行监督，列席公司董事会等重要会议。公司设总经理 1 名，副总经理 3 人，对董事会负责。目前，公司主要设有 5 个职能部门，分别为综合办公室、土地经营部、工程部、融资部与财务部。

为加强内部控制制度建设，强化企业管理，公司制定了较为完整的财务管理体系，建立与健全公司内部资金控制制度。此外，公司针对融资工作与土地业务出台相应的融资工作职责与土地经营工作职责，明确相关职能部门的工作范围与权限。

根据公司提供的资料，截至 2017 年底，公司董事长与总经理均为公务员，但均不在公司领取工资，高管设置符合《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职（任职）问题的意见》、公司章程、《公司法》及《公务员法》等相关规定。公司董事、监事及高级管理人员兼职情况如下：

表 4 截至 2017 年底公司董事、监事及高级管理人员兼职情况

姓名	公司职位	兼职单位名称	兼职职务	是否领薪
刘志勇	董事长	上栗县政治协商委员会	副主席	否
李茂清	董事、总经理	上栗县政治协商委员会	副主席	否

资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司作为上栗县重要的城市资源开发和运营的投融资和建设主体，主要从事土地一级开发、城市基础设施建设和保障房建设等业务。近年公司收入主要来自于土地一级开发收入和基础设施代建收入，2015-2017年分别实现主营业务收入4.24亿元、5.21亿元与5.63亿元。毛利率方面，公司一级开发的土地出让金净收益和政府分成，毛利率较高；基础设施建设业务毛利率根据所代建项目来确定，毛利率较低且有所波动，2015-2017年主营业务毛利率分别为21.64%、16.37%与13.89%。

表 5 2015-2017 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地一级开发	6,696.23	51.75%	9,141.83	52.59%	8,122.79	46.66%
代建项目	49,609.22	8.78%	42,983.69	8.67%	34,276.50	15.72%
合计	56,305.45	13.89%	52,125.52	16.37%	42,399.29	21.64%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司土地一级开发业务收入规模较小，但毛利率较高，业务持续性较好

公司作为上栗县主要的土地开发单位，承担着上栗县内土地一级开发的职能。公司按所开发的地块项目与上栗县土地收购储备中心（以下简称“土储中心”）及上栗县财政局签订《土地一级开发合作合同》，三方共同开发上栗县一级土地，公司自筹资金进行征地拆迁、土地平整、修建道路、建设路网、排水系统、公共绿化、水、电、通信的管沟等土建工程，工程完工后向土储中心提出书面竣工验收申请，土储中心在 10 日内安排验收工作。

公司进行土地开发的收益按照土储中心将所开发地块进行出让后所得全部净收益来确定，具体以所签订的土地一级开发合作收益分成确认单为准，上栗县财政局在所开发土地的出让金到位后在相关财政专户中安排支付给公司。

2015-2017 年经公司整理并出让的土地面积分别为 160.14 亩、177.10 亩与 329.20 亩，土地出让金分别为 0.96 亿元、1.19 亿元与 0.93 亿元，其中 2017 年土地单位出让价格明显低于往年，主要系当年出让工业用地较多，面积达到 190 亩；公司按照分成确认的土地出让收入分别为 0.81 亿元、0.91 亿元与 0.67 亿元。

表 6 2015-2017 年公司出让土地情况

项 目	2017 年	2016 年	2015 年
出让面积（亩）	329.20	177.10	160.14
土地出让金（万元）	9,290.20	11,935.00	9,581.00
平均出让单价（万元/亩）	28.22	67.39	59.83
确认收入（万元）	6,696.23	9,141.83	8,122.79

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2017 年底，公司待开发土地规模达到 3,753 亩，未来随着土地整理出让，公司将可获得较大规模的土地出让收入，土地一级开发业务持续性较好，但值得关注的是公司土地整理未来出让收入易受区域土地市场及政府规划影响较大，存在一定的不确定性。

公司基础设施建设业务可持续性较好，保障房业务投资规模较大，为收入提供一定的保障，但目前在建、拟建项目投资规模较大，存在较大的资金压力

为加强上栗县基础设施建设管理，上栗县人民政府与公司签订《委托代建协议书》，委托公司投资建设上栗县基础设施项目，具体代建项目上栗县人民政府以抄告单形式通知公司。公司负责筹集建设项目所需资金，按批准的建设规模、建设内容和建设标准实施管理。代建项目竣工后，上栗县人民政府或其指定的第三方对项目结算进行审核，公司根据完工进度确认收入，项目代建款由上栗县财政局安排支付。2015-2017 年公司代建收入主要来自于杨岐山风景区建设工程项目、南部次城区建设工程项目与中小河流综合整治工程项目等项目，分别合计实现代建收入 3.43 亿元、4.30 亿元与 4.96 亿元。

随着上栗县基础设施开发建设进度的推进，公司在基础设施建设方面的业务量较充足，目前公司在建基础设施项目主要包括杨岐风景区建设工程项目、南部次城区建设工程项目等，未来计划投资建设上栗县农村公路建设项目、上栗县环境整治项目、上栗县河流治理项目、上栗县赣湘合作先行示范区基础设施建设项目等项目。截至 2017 年末，公司主要在建项目总投资为 45.90 亿元，尚需投入资金 26.21 亿元；主要拟建项目未来计划投资 52.50 亿元，此外公司存货中尚未 13.25 亿元未结算的代建施工成本，未来随着代建项

目的陆续结算，预计将会实现较大规模的业务收入，代建业务持续性较好，但同时需关注，公司代建、拟建项目尚需投入较大规模的资金，面临较大的资金支出压力。

表 7 截至 2017 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	已结转成本
杨岐山风景区建设工程项目	65,222.76	20,128.34	20,128.34
南部次城区建设工程项目	28,599.33	25,370.60	25,370.60
中小河流综合整治工程	140,752.99	61,738.55	61,738.55
上栗县保障性安居工程项目	170,458.84	49,000.00	49,000.00
昌栗高速项目	15,746.90	11,582.67	11,582.67
绕城公路建设项目	20,322.20	14,203.50	14,203.50
杨宣公路建设项目	17,945.00	14,912.50	14,912.50
合计	459,048.02	196,936.16	196,936.16

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表 8 截至 2017 年末公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目拟投资	建设周期（月）
上栗县农村公路建设项目	4.50	24
上栗县环境整治项目	8.00	48
上栗县河流治理项目	10.00	36
上栗县赣湘合作先行示范区基础设施建设项目	12.00	36
粉末冶金基地基础设施建设项目	6.00	36
上栗县旧城区改造（南北街）项目	12.00	36
合计	52.50	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，本期债券募投项目上栗县保障性安居工程项目计划总投资 17.05 亿元，该项目产生的经济效益主要来自于安置房销售收入、配套商业设施销售收入、地下停车位销售收入等，项目可累计实现营业收入 19.34 亿元，为公司未来的收入提供一定的保障，但项目进度和收益能否达到预期尚存在一定不确定性。截至 2017 末，上栗县保障性安居工程项目已投资 4.90 亿元，尚需投资 12.15 亿元。

表 9 截至 2017 年底公司在建保障房项目情况（单位：万元）

项目	计划总投资	已投资	预计完工时间
上栗县保障性安居工程项目	170,458.84	49,000.00	2019.4

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

股东及地方政府在资本金注入与财政补贴等方面给与公司较大支持

公司作为上栗县重要的基础设施建设和土地整理主体，得到当地政府在资本金注入、财政补贴等方面的较大支持。根据公司提供资料，截至 2012 年 12 月 31 日，公司资本公积账面价值为 49.02 亿元，2013 年之前公司资本公积均为政府注入的出让性质土地，共

38 宗。2015 年上栗县财政局增资 0.50 亿元，2015-2017 年上栗县财政局分别向公司注入资本金 4.10 亿元、5.97 亿元与 6.76 亿元，2017 年江西省财政厅置换公司贷款 0.62 亿元，置换的贷款偿还责任免除，相应增加资本公积，公司资本实力大幅提升。财政补贴方面，2015-2017 年上栗县人民政府分别给予公司政府补助 1.08 亿元、1.55 亿元与 1.52 亿元，提升了公司的利润水平。

表 10 2015-2017 年公司收到政府补助情况（单位：万元）

批准单位	年份	文件号	补贴内容	金额
上栗县人民政府	2015 年	栗府办抄字【2015】11 号	企业发展基金	10,830.00
上栗县人民政府	2016 年	栗府办抄字【2016】7 号	企业发展基金	15,502.85
上栗县人民政府	2017 年	栗府办抄字【2017】7 号	企业发展基金	15,204.54
合计	-	-	-	41,537.39

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年审计报告，报告采用旧会计准则进行编制，2015-2017年无纳入合并范围的子公司。

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，但存货占比较大，且部分资产已被抵质押，资产整体流动性一般

近年公司总资产规模持续增加，截至 2017 年末，资产规模达 112.61 亿元，近三年复合增长率为 38.14%。从资产构成来看，公司资产主要由流动资产构成，截至 2017 年末，公司流动资产占总资产的比重达到 97.46%。

公司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。截至 2017 年底，公司货币资金余额为 13.88 亿元，主要为银行存款，无受限资金。应收账款主要为应收工程款，2017 年公司应收账款规模较上年大幅增加，主要系公司尚未收到当年结算款项所致，从应收对象来看，应收账款主要为上栗县财政局欠款，考虑到应收对象为政府单位，回收风险较小。其他应收款主要为上栗县财政局、上栗县佳诚旅游文化发展实业有限公司、上栗县嘉和投资有限公司、上栗县城市建设投资有限公司与上栗县彭高镇政府的往来款。

截至 2017 年末，其他应收款账面价值为 4.55 亿元，考虑到应收对象主要为政府单位和当地国有企业，回收风险相对可控，但具体的回收时间不确定，会对公司营运资金形成一定的占用。截至 2017 年底，公司存货账面价值达到 85.89 亿元，主要为开发成本和代建施工成本，其中开发成本主要为土地使用权，账面价值达到 72.26 亿元，面积约为 463.46 万平方米，土地性质主要为商住用地，已抵押的土地账面价值达到 29.78 亿元，占存货的账面价值比重为 34.68%；代建施工成本主要为公司代建业务形成，均在建但尚未结算，规模达到 13.25 亿元，考虑到公司存货主要为土地使用权与代建施工成本，土地使用权变现易受区域土地市场的影响，且部分土地使用权已经抵押，代建施工成本变现取决于委托方的结算计划与支付安排，存在不确定性，存货变现能力不强。

公司长期股权投资系 2017 年新增资产，账面价值为 1.01 亿元，投资对象为江西佳途公路开发有限公司，占股 40%；其他长期资产为公司期限三年的定期存单与委托贷款，账面价值为 1.85 亿元，其中已有 0.90 亿元的定期存单已用于质押。

表 11 2015-2017 年公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	138,792.19	12.33%	210,521.14	22.41%	22,957.08	3.89%
应收账款	49,388.86	4.39%	339.46	0.04%	8,613.08	1.46%
其他应收款	45,481.83	4.04%	26,986.09	2.87%	3,038.62	0.51%
存货	858,949.72	76.28%	683,618.98	72.77%	555,467.98	94.13%
流动资产合计	1,097,412.59	97.46%	921,465.67	98.08%	590,076.76	100.00%
长期股权投资	10,144.00	0.90%	-	-	-	-
其他长期资产	18,500.00	1.64%	18,000.00	1.92%	-	-
资产总计	1,126,069.61	100.00%	939,478.61	100.00%	590,076.76	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

综合来看，近年公司资产规模快速增长，但存货占比较大，存货主要为土地资产与代建施工成本，变现能力不强，整体资产流动性一般。

盈利能力

近年公司主营业务收入持续增加，政府补贴对公司的总体利润水平贡献较大

近年公司主营业务收入来源于基础设施代建和土地一级开发业务，2015-2017 年主营业务收入分别为 4.24 亿元、5.21 亿元和 5.63 亿元，主营业务收入持续增加。截至 2017 年底，公司可供整理出让的土地规模达到 3,753 亩，在建、拟建基础设施项目尚需投资金额为 78.71 亿元，存货中尚有 13.25 亿元代建施工成本尚未结算，公司土地一级开发与基础

设施代建业务持续性较好。毛利率方面，公司一级开发的土地出让金净收益和政府按一定比例分成，毛利率较高；基础设施建设业务毛利率根据所代建具体项目来确定，毛利率相对较低，2015-2017 年主营业务毛利率分别为 21.64%、16.37%和 13.89%，呈下滑趋势，考虑到公司土地一级开发业务收入占主营业务收入比重较低，基础设施代建业务存在一定公益性，预计未来公司主营业务毛利率提升空间有限。

利润总额方面，2015-2017 年公司分别实现利润总额分别为 1.94 亿元、2.31 亿元与 2.30 亿元，其中公司收到补贴款 1.08 亿元、1.55 亿元和 1.52 亿元，占当期利润总额的比率分别为 55.82%、67.02%和 65.97%，政府补贴对公司的总体利润水平贡献较大。

表 12 2015-2017 年公司主要盈利指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
主营业务收入（万元）	56,305.45	52,125.52	42,399.29
主营业务利润（万元）	7,200.87	7,589.79	6,765.03
营业利润（万元）	7,732.41	7,628.77	6,657.33
补贴收入（万元）	15,204.54	15,502.85	10,830.00
利润总额（万元）	23,043.85	23,130.68	19,402.59
净利润（万元）	17,232.48	17,341.58	14,550.86
主营业务毛利率	13.89%	16.37%	21.64%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现不佳，目前在建及拟建项目规模较大，面临较大的资金支出压力

近年公司经营业务回款主要取决于委托单位的支付计划，回款情况存在不确定性，2015-2017 年公司收现比波动较大，分别为 0.31、1.21 与 0.19，经营活动资金回笼波动显著。近年公司在建项目投入资金规模始终维持在较高水平，土地购置资金支出规模较大，公司经营活动现金持续净流出，2015-2017 年分别净流出 6.31 亿元、11.68 亿元和 22.67 亿元，经营活动现金流表现不佳。

投资活动方面，2016-2017 年公司投资活动现金流表现为净流出，规模都相对较小，其中 2017 年投资活动现金流较上年大幅增加，主要系当年委托贷款增加所致。筹资活动方面，近三年为满足公司经营和投资环节的资金需求，公司主要依赖银行借款与股东支持，筹资活动现金流始终表现为净流入，2015 年上栗县财政局向公司增资 0.50 亿元，2015-2017 年公司收到划拨的资本金分别为 4.10 亿元、5.97 亿元与 6.94 亿元；2015-2017 年公司分别获得银行借款 4.00 亿元、25.20 亿元与 11.37 亿元。截至 2017 年底，公司在建、

拟建基础设施项目尚需投资金额为 78.71 亿元，土地一级开发尚需投入资金，其中本期债券募投项目上栗县保障性安居工程项目尚需投资 12.15 亿元，存在较大的资金支出压力。

表 13 2015-2017 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	0.19	1.21	0.31
销售商品、提供劳务收到的现金	10,888.78	63,331.85	12,999.33
收到的其他与经营活动有关的现金	332,510.04	136,231.71	15,613.51
现金流入小计	343,398.82	199,563.56	28,612.84
购买商品、接受劳务支付的现金	220,198.36	171,446.73	81,783.58
支付的其他与经营活动有关的现金	326,846.31	129,858.79	9,964.81
现金流出小计	570,116.94	316,349.57	91,748.39
经营活动产生的现金流量净额	-226,718.12	-116,786.01	-63,135.55
投资活动产生的现金流量净额	-5,303.87	-12.93	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	160,293.04	304,363.00	86,000.41
现金及现金等价物净增加额	-71,728.95	187,564.06	22,864.87

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务不断攀升，面临较大的中长期偿债压力

得益于公司持续经营积累与地方政府的支持，公司所有者权益逐年增加，分别为 52.63 亿元、60.33 亿元与 69.44 亿元，复合增长率达到 14.86%，资本实力逐年增强。为满足公司土地一级开发与代建业务的资金支出需求，公司负债规模快速增加，截至 2017 年末，负债总额为 43.17 亿元，受此影响，公司产权比率逐年增加，截至 2017 年末，产权比率为 71.55%，净资产对于债务总额的保障水平一般。

表 14 2015-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
负债总额	431,680.64	336,130.05	63,762.79
所有者权益合计	694,394.08	603,348.55	526,313.97
产权比率	62.17%	55.71%	12.11%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，近年公司负债主要由长期负债构成，截至 2017 年底，长期负债占负债总额的比重为 81.37%。公司流动负债主要其他应付款及一年内到期的长期负债构成，其他应付款主要是业务往来款，2017 年末账面余额为 5.33 亿元；一年内到期的长期负债账面余额为 1.99 亿元，主要系长期借款结转所致。公司长期负债为长期借款，2017 年长

期借款规模较上年大幅增长，期末余额为 35.13 亿元，其中抵押借款 13.85 亿元、保证借款 15.89 亿元、质押借款 5.39 亿元。

表 15 2015-2017 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	53,331.58	12.35%	34,664.00	10.31%	1,968.00	3.09%
一年内到期的长期负债	19,900.00	4.61%	12,000.00	3.57%	1,000.00	1.57%
流动负债合计	80,430.64	18.63%	72,010.05	21.42%	24,762.79	38.84%
长期借款	351,250.00	81.37%	264,120.00	78.58%	39,000.00	61.16%
长期负债合计	351,250.00	81.37%	264,120.00	78.58%	39,000.00	61.16%
负债合计	431,675.53	100.00%	336,130.05	100.00%	63,762.79	100.00%
其中：有息债务	371,150.00	85.98%	284,670.00	84.69%	40,000.00	62.73%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

有息负债方面，近年公司有息负债规模持续增加，复合增长率达到 204.61%，截至 2017 年底，有息债务规模为 37.12 亿元，其中 2018 年需偿付的有息债务规模为 1.99 亿元，短期偿债压力一般，但 2019 年以后，每年需偿付的债务规模总体表现出增加的态势，需关注公司债务中长期偿付压力。

表 16 公司有息负债偿还期限分布表（单位：万元）

年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
有息负债	19,900.00	58,250.00	54,600.00	93,800.00	144,600.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债能力指标看，2015-2017 年公司资产负债率分别为 10.81%、35.78% 和 38.33%。负债经营水平表现不高。短期偿债指标方面，2017 年公司流动比率与速动比率表现尚可，分别为 13.65 与 2.97，我们关注到公司货币资金规模较大，公司短期偿债指标表现尚可，但流动资产中存货占比较高，公司的短期偿债能力受到一定影响。得益于公司主营业务收入逐年增加与政府支持，2015-2017 年 EBITDA 分别为 1.94 亿元、2.31 亿元和 2.30 亿元，且公司利息支出均由上栗县财政局承担，利息偿付压力较小。

表 17 2015-2017 年公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	38.33%	35.78%	10.81%
流动比率	13.64	12.80	23.83
速动比率	2.96	3.30	1.40
EBITDA（万元）	23,043.85	23,130.68	19,402.59
有息债务/EBITDA	16.11	12.31	2.06

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券募投项目未来的收益及产生的现金流入是本期债券还本付息资金的主要来源。本期债券募投项目收益主要来源于安置房销售收入、配套商业设施销售收入、地下停车位销售收入等，根据本期债券募投项目可行性研究报告预测，在项目完工后的5年内可累计实现营业收入193,372.30万元，能够覆盖本期债券募投项目的总投资成本。但需要关注的是，在房地产市场波动加大的背景下，未来收入能否达到预期存在一定的不确定性。

公司稳定的经营状况是本期债券按期偿付的基础。2015-2017年公司主营业务收入分别为4.24亿元、5.21亿元和5.63亿元；利润总额分别为1.94亿元、2.31亿元和2.30亿元，公司自身经营状况尚可。且公司在建、拟建项目较多，未来收入来源有较好保障。同时需要关注的是，由于在建项目投入资金规模较大，经营性现金流表现不佳，2015-2017年经营活动现金分别净流出6.31亿元、11.68亿元和22.67亿元，上述因素可能会对本期债券还本付息产生一定的影响。

公司土地资产变现能够为本期债券偿付构成一定保障。截至2017年12月31日，公司共持有土地使用权面积约为463.46万平方米，账面价值合计72.26亿元，其中账面价值42.48亿元的土地使用权尚未抵押，若出现现金流不足情况时，公司可通过变现获得必要的偿债资金。但极端情况下大规模的资产变现易遭受流动性风险，资产能否顺利变现以及变现金额存在一定的不确定性。

九、或有事项分析

截至2017年12月31日，公司对外担保余额合计5.64亿元，占同期所有者权益的8.12%，明细如下表所示。被担保企业均为国有企业，但均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表 18 截至 2017 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	担保期限
上栗县嘉和投资有限公司	6,757.52	2016.12.27-2019.12.26
上栗县佳诚旅游文化发展实业有限公司	7,500.00	2016.12.5-2019.12.4
上栗县佳诚旅游文化发展实业有限公司	16,998.82	2016.12.5-2019.12.4
上栗县佳诚旅游文化发展实业有限公司	8,600.86	2016.9.12-2026.9.11
萍乡市杨岐山旅游发展有限公司	16,500.00	2014.12.15-2019.12.14
合计	56,357.20	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	138,792.19	210,521.14	22,957.08
短期投资	4,800.00	-	-
应收账款	49,388.86	339.46	8,613.08
其他应收款	45,481.83	26,986.09	3,038.62
存货	858,949.72	683,618.98	555,467.98
流动资产合计	1,097,412.59	921,465.67	590,076.76
长期股权投资	10,144.00	-	-
固定资产合计	13.01	12.93	-
其他长期资产	18,500.00	18,000.00	-
无形资产及其他资产合计	18,500.00	18,000.00	-
资产总计	1,126,069.61	939,478.61	590,076.76
短期借款	-	8,550.00	-
应交税金	7,173.51	15,927.51	21,323.78
其他应付款	20.44	522.66	471.02
其他应付款	53,331.58	34,664.00	1,968.00
应付利息	-	345.89	-
一年内到期的长期负债	19,900.00	12,000.00	1,000.00
流动负债合计	80,425.53	72,010.05	24,762.79
长期借款	351,250.00	264,120.00	39,000.00
长期负债合计	351,250.00	264,120.00	39,000.00
负债合计	431,675.53	336,130.05	63,762.79
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
实收资本净额	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	613,651.79	539,838.75	480,145.75
盈余公积	7,059.37	5,336.63	3,602.47
未分配利润	63,682.40	48,173.17	32,565.74
所有者权益合计	694,394.07	603,348.55	526,313.97
负债和股东权益合计	1,126,069.61	939,478.61	590,076.76

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、主营业务收入	56,305.45	52,125.52	42,399.29
减：主营业务成本	48,485.22	43,590.37	33,222.10
主营业务税金及附加	619.36	945.36	2,412.16
二、主营业务利润	7,200.87	7,589.79	6,765.03
管理费用	328.06	167.81	121.48
财务费用	-859.59	-206.79	-13.77
三、营业利润	7,732.41	7,628.77	6,657.33
加：投资收益	134.96	12.66	0.00
补贴收入	15,204.54	15,502.85	10,830.00
营业外收入	-	-	1,915.26
减：营业外支出	28.05	13.60	0.00
四、利润总额	23,043.85	23,130.68	19,402.59
减：所得税	5,811.37	5,789.09	4,851.73
五、净利润	17,232.48	17,341.58	14,550.86

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	10,888.78	63,331.85	12,999.33
收到的其他与经营活动有关的现金	332,510.04	136,231.71	15,613.51
经营活动现金流入小计	343,398.82	199,563.56	28,612.84
购买商品、接受劳务支付的现金	220,198.36	171,446.73	81,783.58
支付给职工以及为职工支付的现金	72.26	44.05	0.00
支付的各项税费	23,000.00	15,000.00	0.00
支付的其他与经营活动有关的现金	326,846.31	129,858.79	9,964.81
经营活动现金流出小计	570,116.94	316,349.57	91,748.39
经营活动产生的现金流量净额	-226,718.12	-116,786.01	-63,135.55
二、投资活动产生的现金流量			
收到的其他与投资活动有关的现金	-	4,000.00	0.00
投资活动现金流入小计	-	4,000.00	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	3.87	12.93	0.00
投资所支付的现金	5,300.00	0.00	0.00
支付的其他与投资活动有关的现金	-	4,000.00	0.00
投资活动现金流出小计	-5,303.87	4,012.93	0.00
投资活动产生的现金流量净额	-5,303.87	-12.93	0.00
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金		0.00	5,000.00
取得借款收到的现金	113,700.00	251,970.00	40,000.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	69,443.04	59,693.00	41,000.41
筹资活动现金流入小计	183,143.04	311,663.00	86,000.41
偿还债务支付的现金	22,850.00	7,300.00	0.00
筹资活动现金流出小计	22,850.00	7,300.00	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	160,293.04	304,363.00	86,000.41
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-71,728.95	187,564.06	22,864.87
加：期初现金及现金等价物余额	210,521.14	22,957.08	92.22
六、期末现金及现金等价物余额	138,792.19	210,521.14	22,957.08

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	17,232.48	17,341.58	14,550.86
加：资产减值准备	1.61	11.84	1.37
投资损失	-134.96	-12.66	0.00
存货的减少	-175,330.74	-128,151.01	-160,539.49
经营性应收项目的减少	-67,546.75	-33,685.68	74,365.98
经营性应付项目的增加	-934.66	27,709.92	8,485.74
经营活动产生的现金流量净额	-226,718.12	-116,786.01	-63,135.55

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	0.19	1.21	0.31
有息债务（万元）	371,150.00	284,670.00	40,000.00
资产负债率	38.33%	35.78%	10.81%
流动比率	13.65	12.80	23.83
主营业务毛利率	13.89%	16.37%	21.64%
EBITDA（万元）	23,043.85	23,130.68	19,402.59
有息债务/EBITDA	16.11	12.31	2.06

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录五 2017年末公司土地使用权情况（单位：平方米、万元）

土地证编号	土地面积	账面价值	土地位置	土地性质	土地用途	是否抵押
栗国用 2008 第 (0001) 号	23,738	4,860.00	上栗镇新群村 N-1 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2008 第 (0002) 号	23,019	4,710.00	上栗镇新群村 N-2 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2008 第 (0012) 号	19,724	4,030.00	上栗镇龙合村 N-4 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2008 第 (0016) 号	32,717	6,700.00	上栗镇新群村 N-5 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2008 第 (0017) 号	69,835	14,280.00	上栗镇新群村 B-2-1 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2008 第 (0023) 号	22,280	5,980.00	上栗镇新群村 N-9 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2008 第 (0032) 号	13,979	2,760.00	上栗镇菜场村 G-1 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2009 第 (0016) 号	67,511	11,660.00	上栗镇泉塘村 R-1-2 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2009 第 (0017) 号	41,351	7,670.00	上栗镇四海村 A-2-5 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2009 第 (0022) 号	69,346	12,860.00	上栗镇四海村 A-2-3 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2009 第 (0023) 号	40,518	7,530.00	金山镇金山村 N-1-4 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2009 第 (0026) 号	67,021	7,860.00	赤山镇幕冲村 R-3 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2010 第 (0002) 号	44,067	8,180.00	上栗镇天埠村 A-2-6 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2010 第 (0009) 号	12,534	2,320.00	上栗镇四海村 A-2-8 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2010 第 (0013) 号	148,732	17,440.00	赤山镇丰泉村 M-1 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2010 第 (0014) 号	141,493	26,310.00	上栗镇胜利村 N-1-2 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2010 第 (0017) 号	113,828	12,140.00	赤山镇丰泉村 K-1-1 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2010 第 (0019) 号	184,593	21,480.00	彭高镇沽塘村 L-4 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2010 第 (0020) 号	116,095	12,380.00	赤山镇丰泉村 K-1-2 地块	出让	商业用地	否

栗国用 2010 第 (0022) 号	88,805	10,340.00	彭高镇坛华村 I-7 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2010 第 (0023) 号	108,041	11,520.00	赤山镇丰泉村 K-1-3 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2011 第 (0003) 号	68,632	13,540.00	上栗镇龙合村 A-1 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2011 第 (0011) 号	29,778	4,660.00	福田镇连陂村 G-1 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2011 第 (0014) 号	236,262	36,940.00	彭高镇杂下村 C-1-1 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2011 第 (0018) 号	50,913	10,050.00	金山镇金山村 K-1 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2011 第 (0022) 号	49,635	9,790.00	上栗镇佛岭村 G-1 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2011 第 (0038) 号	28,921	4,970.00	彭高镇杂下村 N-1-2 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2011 第 (0054) 号	50,551	8,690.00	彭高镇杂下村 N-1-1 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2011 第 (0055) 号	50,395	8,660.00	彭高镇杂下村 N-1-3 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2011 第 (0056) 号	42,977	7,380.00	彭高镇杂下村 N-1-4 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2011 第 (0057) 号	27,828	3,260.00	赤山镇丰泉村 R-4 地块	出让	商业用地	否
栗国用 2015 第 (9650) 号	52,100	10,245.80	上栗县佛岭村 A-03-01 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9646) 号	54,964	6,159.76	上栗县赤山镇幕冲村 A-05-02 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9645) 号	39,909	7,848.49	上栗县龙合村 A-05-01	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9644) 号	46,448	9,134.55	上栗县龙合村 A-05-03	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9640) 号	68,048	8,107.58	上栗县动漫产业园 A-03-03 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9637) 号	41,000	4,594.85	上栗县赤山镇幕冲村 A-05-01 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9636) 号	18,222	1,318.31	上栗县福田镇战山村 A-03-01 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2014 第 (8459) 号	46,746	5,444.94	上栗县赤山镇幕冲村 A-1 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9110) 号	20,609	2,533.62	上栗县彭高镇沽塘村 C-5 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9109) 号	67,647	9,471.67	上栗县彭高镇沽塘村 C-4 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2014 第 (8460) 号	18,861	2,502.40	上栗县彭高镇 B1-03-02	出让	商业用地	是

栗国用 2015 第 (9643) 号	56,615	6,745.56	上栗县动漫产业园 A-03-04 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9641) 号	41,385	4,930.93	上栗县动漫产业园 A-03-05 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (8877) 号	24,030	2,396.27	上栗县 K-03-05	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (8878) 号	29,018	2,573.16	上栗县 K-03-06	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (8882) 号	23,333	4,177.61	上栗县彭高镇杂下村 C 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (8881) 号	15,956	2,856.17	上栗县彭高镇杂下村 B 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (8880) 号	26,027	4,659.36	上栗县彭高镇杂下村 A 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2014 第 (8458) 号	33,856	3,916.44	上栗县赤山镇幕冲村 A-2 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9106) 号	53,066	7,139.91	上栗县赤山镇丰泉村 Q-1 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9107) 号	57,651	7,780.86	上栗县赤山镇丰泉村 Q-2 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9108) 号	52,374	7,057.71	上栗县赤山镇丰泉村 Q-3 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9101) 号	13,432	2,181.93	上栗县 L-02-03 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9100) 号	13,076	3,239.08	上栗县 L-02-02 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9103) 号	19,502	3,017.45	上栗县 N-02-03 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9104) 号	21,931	3,394.11	上栗县 I-02-08-1 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9105) 号	24,904	3,855.05	上栗县 I-02-08-2 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9649) 号	52,431	8,277.18	金山镇金山村 A-1-04 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9648) 号	30,057	5,204.58	上栗县南部次区域 B-2-3-6-1 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9647) 号	14,830	2,939.41	上栗县南部次区域 B-2-5-1-1 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9642) 号	49,661	7,291.82	上栗县赤山镇 A-03-01 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2014 第 (7704) 号	63,255	12,828.32	上栗县 K-03-03 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2014 第 (7703) 号	59,207	12,007.37	上栗县 J-01-08 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2014 第 (7702) 号	21,275	2,413.96	上栗县泉塘村 D 地块	出让	商业用地	是

栗国用 2014 第 (7701) 号	53,718	6,093.17	上栗县泉塘村 C 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9102) 号	69,253	11,889.79	上栗县南部次区域 B-2-4-4-1 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9502) 号	40,324	5,350.25	上栗县彭高镇沽塘村 C-3 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9501) 号	39,878	5,290.94	上栗县彭高镇沽塘村 C-2 地块	出让	商业用地	是
栗国用 2015 第 (9500) 号	59,797	7,933.81	上栗县彭高镇沽塘村 C-1 地块	出让	商业用地	是
赣 2016 上栗县不动产权第 0000499 号	20,072	4,000.72	上栗县南部次区域 B-2-1-11	出让	商业用地	是
赣 2016 上栗县不动产权第 0000498 号	47,849	6,398.03	上栗县华洋国际西侧 A-2	出让	商业用地	是
赣 2016 上栗县不动产权第 0000501 号	62,379	8,340.65	上栗县华洋国际西侧 A-1	出让	商业用地	是
赣 2016 上栗县不动产权第 0000500 号	25,062	4,902.84	上栗县南部次区域 B-2-4-6	出让	商业用地	否
赣 2016 上栗县不动产权第 0000495 号	16,868	3,361.86	上栗县南部次区域 B-2-1-6	出让	商业用地	是
赣 2016 上栗县不动产权第 0000494 号	67,066	13,245.57	上栗县南部次区域 B-2-6-2	出让	商业用地	否
赣 2016 上栗县不动产权第 0000496 号	12,455	1,941.57	上栗县新城区 L-01-04	出让	商业用地	是
赣 2016 上栗县不动产权第 0000497 号	21,730	4,330.56	上栗县南部次区域 B-2-1-5	出让	商业用地	是
赣 2016 上栗县不动产权第 0000280 号	16,212	2,527.37	上栗县新城区 L-02-06	出让	商业用地	是
赣 2016 上栗县不动产权第 0000279 号	33,917	6,635.27	上栗县南部次区域 B-3-1-1	出让	商业用地	是
赣 2016 上栗县不动产权第 0000281 号	55,442	10,943.98	上栗县南部次区域 B-2-2-4-1	出让	商业用地	是
赣 2017 上栗县不动产权第 0000194 号	6,891	382.9	上栗县彭高镇坛华村 A-05-02-02 地块	出让	商业用地	否
赣 2017 上栗县不动产权第 0000193 号	50,350	2,793.74	上栗县彭高镇坛华村 A-05-02-01 地块	出让	商业用地	否
赣 2017 上栗县不动产权第 0000163 号	29,606	4,630.48	赤山镇幕冲村 A-3-6-2	出让	商业用地	否
赣 2017 上栗县不动产权第 0000165 号	58,900	10,038.74	南部次城区 B-2-8-1-1	出让	商业用地	是
赣 2017 上栗县不动产权第 0000195 号	68,047	13,991.60	南部次城区 B-2-6-5-1	出让	商业用地	否
赣 2017 上栗县不动产权第 0000166 号	22,887	3,089.24	上栗县 D-01-07	出让	商业用地	否
赣 2017 上栗县不动产权第 0000164 号	52,359	8,117.06	赤山镇幕冲村 A-3-6-3	出让	商业用地	是

赣 2017 上栗县不动产权第 0000192 号	65,720	18,490.73	南部次城区 B-2-4-7-1	出让	商业用地	否
赣 2017 上栗县不动产权第 0000196 号	40,697	6,364.70	赤山镇幕冲村 A-3-6-1	出让	商业用地	是
赣 2017 上栗县不动产权第 0000197 号	69,515	19,710.19	南部次城区 B-2-4-7-1	出让	商业用地	否
赣 2017 上栗县不动产权第 0001193 号	34,325	4,415.85	上栗县桐木镇雅溪村 C-1 地块	出让	商业用地	否
赣 2017 上栗县不动产权第 0001195 号	17,913	3,568.59	上栗县福田镇 C-01-01 地块	出让	商业用地	否
赣 2017 上栗县不动产权第 0001194 号	21,482	4,356.71	上栗县新城区 L-02-09-01 地块	出让	商业用地	否
赣 2017 上栗县不动产权第 0001196 号	28,253	5,730.03	上栗县新城区 L-02-07-01 地块	出让	商业用地	否
赣 2017 上栗县不动产权第 0001192 号	5,720	1,149.63	上栗县新城区 L-02-03-01 地块	出让	商业用地	否
赣 2017 上栗县不动产权第 0002204 号	16,198	1,525.20	上栗县佛岭村 B-02-02 地块	出让	商业用地	否
赣 2017 上栗县不动产权第 0000198 号	47,144	1,895.40	赤山镇丰泉村	出让	工业用地	否
合计	-	722,633.41				

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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+1年内到期的长期有息债务+长期借款

附录七 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体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（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。

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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。