

江西万年国有资源投资发展股份有限公司

2019 年公司债券信用评级报告



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【2019】第 Z
【187】号 02

分析师

姓名：
陈刚 何卫平

电话：
0755-82871701

邮箱：
cheng@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 5 月 14 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

江西万年国有资源投资发展股份有限公司 2019 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：10 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

增信方式：保证担保

担保主体：上饶市城市建设投资开发集团有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 年末分别偿还债券发行总额的 20%

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”）对江西万年国有资源投资发展股份有限公司（以下简称“万年国投”或“公司”）本次拟发行总额 10 亿元公司债券（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外部环境较好，为公司发展提供良好基础，公司未来收入有一定持续性，并持续获得外部大力支持，且上饶市城市建设投资开发集团有限公司（以下简称“上饶城投”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时，中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，在建项目投资规模较大，存在一定的资金压力，偿债压力不断加大及对外担保金额较大等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。近年万年县经济增速较快，2016-2018 年分别实现地区生产总值 120.58 亿元、139.59 亿元和 151.85 亿元，按可比价格计算，同比增速分别为 9.3%、8.9%和 8.8%。
- 公司未来收入有一定持续性。公司就市政基础设施业务和道路工程业务分别与万年县建设局以及交通局签订了《项目委托代建合同》；截至 2018 年末公司主要在建项目总投资 27.48 亿元，已投资 21.17 亿元，未来收入有一定持续性。
- 公司持续获得外部大力支持。公司主要从事万年县基础设施建设和土地整理开发业务，2012-2018 年股东通过注入土地资产等方式累计增加公司资本公积 42.84 亿元；2016-2018 年公司累计获得补贴收入 3.13 亿元。

- 上饶城投提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。上饶城投是上饶市重要的国有资产管理和基础设施建设投融资主体，经中证鹏元综合评定，上饶城投的主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- 公司存货中土地资产和工程施工成本占比较高，资产流动性较弱。截至 2018 年末，公司土地资产和代建工程成本账面价值分别为 36.54 亿元、21.17 亿元，合计占期末总资产的 69.73%，其中占比为 72.82%的土地资产未缴纳土地出让金，已抵押土地资产价值为 8.30 亿元。
- 公司经营活动现金持续净流出，面临一定的资金压力。2016-2018 年公司经营活动现金分别净流出 35,058.08 万元、27,852.35 万元和 39,853.41 万元；截至 2018 年末，公司主要在建项目（含募投项目）尚需投资 19.99 亿元，面临一定的资金压力。
- 公司有息债务规模增长较快，偿债压力加大。截至 2018 年末，公司有息债务规模为 11.94 亿元，占负债总额的 48.40%，较 2016 年末累计增长 125.31%，有息债务规模增长较快，偿债压力不断加大。
- 公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。截至 2018 年末，公司对外担保金额合计为 25.73 亿元，占期末净资产的 44.29%，被担保对象系当地国企和事业单位。公司对外担保规模较大，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	827,567.24	754,418.05	522,603.04
所有者权益	580,850.49	545,543.20	395,409.28
有息债务	119,403.60	105,745.66	52,996.14
资产负债率	29.81%	27.69%	24.34%
流动比率	4.18	4.70	4.68
营业收入	75,700.48	60,391.79	44,296.20
其他收益	11,000.00	9,021.05	0.00
营业利润	20,588.99	17,464.73	4,070.77
营业外收入	12.30	5.56	11,243.00
利润总额	20,591.36	17,452.27	15,298.73
综合毛利率	15.91%	15.30%	11.51%

EBITDA	22,540.13	17,747.59	15,533.21
EBITDA 利息保障倍数	3.91	2.15	12.66
经营活动现金流净额	-39,853.41	-27,852.35	-35,058.08

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

上饶城投主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	7,298,310.08	6,189,128.44	5,125,832.40
所有者权益	3,078,274.41	2,997,867.36	2,553,434.61
资产负债率	57.82%	51.56%	50.18%
营业收入	469,886.82	410,859.00	211,162.82
利润总额	36,318.87	31,662.72	37,606.24
经营活动现金流净额	17,650.57	14,171.60	3,007.23

资料来源：上饶城投 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2007年10月，由万年县公共资源投资开发有限公司、万年县资产经营投资有限公司及万年县神农投资开发有限公司出资组建，初始注册资本金为1亿元，实收资本为2,000万元。2015年12月2日，公司注册资本增至5亿元。后经股权变更和多次增资，截至2018年12月31日，公司注册资本及实收资本均增至8.31亿元，其中万年县国有资产监督管理委员会持股比例为54.15%，系公司控股股东和实际控制人。

表 1 截至 2018 年末公司股权结构（单位：万元）

股东单位	出资金额	出资比例	股东性质
万年县国有资产监督管理委员会	45,000.00	54.15%	政府机构
中国农发重点建设基金有限公司	18,100.00	21.78%	国有企业
万年县资产经营投资有限公司	10,000.00	12.03%	国有企业
万年县公共资源投资开发有限公司	10,000.00	12.03%	国有企业
合计	83,100.00	100.00%	-

资料来源：公司提供

公司是万年县内基础设施投资、开发与资产管理的重要经营主体，主要承担县域内的基础设施建设和土地整理等。截至2018年末，纳入公司合并范围子公司共有9家，具体情况如下表所示：

表 2 截至 2018 年末纳入公司合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
万年县神农源文化旅游发展有限公司	500.00	100.00%	旅游景点的建设、经营；旅游产品的开发、经营等
万年县公务用车服务有限公司	200.00	100.00%	公务用车服务；汽车代驾；汽车租赁等
万年县国有投资信息服务有限公司	50.00	60.00%	信息技术咨询服务，企业管理咨询咨询服务
万年县正德建设工程档案咨询服务有限公司	5.00	100.00%	建设工程档案整理、收集、保管、咨询服务
万年县旭腾投资管理中心（有限合伙）	-	100.00%	以自有资金对企业进行投资
万年县万年港综合码头有限公司	10,000.00	100.00%	码头工程开发与建设；港口设施的经营等
万年县稻盛投资开发有限公司	20,000.00	100.00%	基础建设投资；棚户区改造等
万年县万众汽车租赁有限公司	50.00	100.00%	汽车租赁服务；汽车代驾等
万年县稻香投资开发有限公司	20,000.00	100.00%	基础建设投资、棚户区改造等

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及公开资料

二、本期债券概况

债券名称：2019年江西万年国有资源投资发展股份有限公司公司债券；

发行总额：10亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，同时设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别偿还债券本金的20%；

增信方式：上饶城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为10亿元，资金投向明细如下：

表 3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
万年县丰收工业园标准厂房及配套基础设施建设项目	100,269.04	70,000.00	69.81%
万年县城市小游园停车场建设项目	28,948.93	20,000.00	69.09%
补充营运资金	-	10,000.00	-
合计	129,217.97	100,000.00	-

资料来源：公司提供

（一）万年县丰收工业园标准厂房及配套基础设施建设项目

1、项目建设内容

万年县丰收工业园标准厂房及配套基础设施建设项目位于江西万年高新区丰收工业园里程村以东、创业路以西、万丰路以南、建设以北，项目投资总额为100,269.04万元，占地面积为386,668.60平方米，总建筑面积为649,900.00平方米，其中万年县丰收工业园标准厂房主要建设内容包括：机型电子标准厂房200,000平方米，食品加工标准厂房200,000平方米，现代纺织标准厂房200,000平方米。配套设施建设项目建筑面积49,900平方米，其中包括展示中心8,000平方米，会议中心3,000平方米，科研基地8,000平方米，企业办公用房18,000平方米，人才公寓12,000平方米，公共配套设施900平方米。

2、项目审批情况

截至2018年2月末，万年县丰收工业园标准厂房及配套基础设施建设项目审批情况如表4所示。

表 4 万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目相关批文情况

批准文件	发文机关	批准文号	发文时间
《关于万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目可行性研究报告的批复》	万年县发展和改革委员会	万发改投字[2018]16号	2018年2月5日
《关于万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目环境影响报告表的批复》	万年县环境保护局	万环评字[2018]13号	2018年1月25日
《关于万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目用地预审意见》	万年县国土资源局	万国土资预字[2018]2号	2018年1月15日
建设项目选址意见书	万年县城乡规划局	选字第万规选2018003号	2018年1月11日
《关于万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目社会稳定风险评估报告的批复》	中共万年县委维护稳定工作领导小组办公室	万维稳发[2018]2号	2018年1月29日

资料来源：公司提供

3、项目投资进度

万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目建设期2年，为2018年1月-2019年12月。2018年1-2月，完成项目可行性研究报告编制、规划编制等项目前期工作，2018年3月进行项目招标及施工前准备工作，于2018年4月启动相应项目建设工作，2019年12月前全部进行竣工验收。截至2018年末，项目在进行土地平整等工作。

4、项目经济效益

根据2018年3月9日万年县人民政府出具的《关于授权江西万年国有资源投资发展股份有限公司万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目的决定》（万府字[2018]13号），万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目建成后，公司拥有其经营权和经营收入。

根据江西正捷投资咨询有限公司2017年12月出具的《万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目可行性研究报告》，项目收入来源主要包括标准厂房租赁收入、人才公寓租赁收入、会议中心租赁收入、科研基地租赁收入、企业办公用房租赁收入等，在债券存续期内，预计可产生收入13.11亿元，预测情况如表5所示。中证鹏元也注意到，根据项目可行性研究报告，募投项目收入预测是基于一定规模的入园企业及项目建成后一定出租比率等指标满足的前提下，同时项目进度可能不达预期以及项目建成后实际运营情况或有所变动，项目未来收益及现金流存在一定不确定性。

表 5 万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目在本期债券存续期内预测收入明细表

项目	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	合计
机械电子厂房收入（万元）	3,200	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000	41,600
租赁价格（元/平方米）	400	400	400	400	400	400	-

租赁数量（平方米）	80,000	160,000	200,000	200,000	200,000	200,000	-
食品加工厂房收入（万元）	3,120	6,240	7,800	7,800	7,800	7,800	40,560
租赁价格（元/平方米）	390	390	390	390	390	390	-
租赁数量（平方米）	80,000	160,000	200,000	200,000	200,000	200,000	-
现代纺织厂房收入（万元）	3,040	6,080	7,600	7,600	7,600	7,600	39,520
租赁价格（元/平方米）	380	380	380	380	380	380	-
租赁数量（平方米）	80,000	160,000	200,000	200,000	200,000	200,000	-
展示中心收入（万元）	147.2	294.4	368	368	368	368	1,913.6
租赁价格（元/平方米）	460	460	460	460	460	460	-
租赁数量（平方米）	3,200	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000	-
会议中心收入（万元）	57.6	115.2	144	144	144	144	748.8
租赁价格（元/平方米）	480	480	480	480	480	480	-
租赁数量（平方米）	1,200	2,400	3,000	3,000	3,000	3,000	-
科研基地收入（万元）	134.4	268.8	336	336	336	336	1,747.2
租赁价格（元/平方米）	420	420	420	420	420	420	-
租赁数量（平方米）	3,200	6,400	8,000	8,000	8,000	8,000	-
人才公寓收入（万元）	96	192	240	240	240	240	1,248
租赁价格（元/间）	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	-
租赁数量（间）	160	320	400	400	400	400	-
企业办公收入（万元）	288	576	720	720	720	720	3,744
租赁价格（元/平方米）	400	400	400	400	400	400	-
租赁数量（平方米）	7,200	14,400	18,000	18,000	18,000	18,000	-
合计收入（万元）	10,083.2	20,166.4	25,208	25,208	25,208	25,208	131,081.60

注：第一年为项目建设期。

资料来源：《万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目可行性研究报告》

（二）万年县城市小游园停车场建设项目

1、项目建设内容

万年县城市小游园停车场建设项目投资总额为28,948.93万元，占地面积为69,751.53平方米，共六个地块，其中地块一位于规划四路东侧，正大街西侧；地块二位于正大街东侧，六0路东侧；地块三位于正大街与六0路交叉口；地块四位于长鑫路与六0路交叉口；地块五位于建明大街东侧；地块六位于六0路西侧，建明大街南侧，临近万年县二中。项目总建筑面积为74,913.75平方米，其中地上停车场建筑面积为17,422.02平方米，地下停车场建筑面积为52,329.51平方米，综合管理用房1,288.18平方米，公厕386.46平方米，配套服务用房（洗车场）3,487.58平方米，总机动车停车位4,450个，配建灯箱广告位60个。

2、项目审批情况

截至2018年2月末，万年县城市小游园停车场建设项目审批情况如表6所示。

表6 万年县城市小游园停车场建设项目相关批文情况

批准文件	发文机关	批准文号	发文时间
《关于万年县城市小游园停车场建设项目可行性研究报告的批复》	万年县发展和改革委员会	万发改投字[2018]17号	2018年2月5日
《关于万年县城市小游园停车场建设项目环境影响报告表的批复》	万年县环境保护局	万环评字[2018]14号	2018年1月25日
《关于万年县城市小游园停车场建设项目用地预审意见》	万年县国土资源局	万国土资预字[2018]1号	2018年1月15日
建设项目选址意见书	万年县城乡规划局	选字第万规选 2018004号、2018005号、2018006号、2018007号、2018008号及2018009号	2018年1月11日
《关于万年县城市小游园停车场建设项目社会稳定风险评估报告的批复》	中共万年县委维护稳定工作领导小组办公室	万维稳发[2018]1号	2018年1月29日

资料来源：公司提供

3、项目投资进度

万年县城市小游园停车场建设项目建设期2年，为2018年3月-2020年3月。2018年1-2月，公司完成可行性研究报告编制、规划编制等前期准备工作，2018年3月进行项目招标及施工前准备工作，于2018年4月启动相应项目建设工作，2020年2月底前全部进行竣工验收。截至2018年末，项目在进行土地平整等工作。

4、项目经济效益

根据2018年3月9日万年县人民政府出具的《关于授权江西万年国有资源投资发展股份有限公司万年县城市小游园停车场建设项目的决定》（万府字[2018]14号），万年县城市小游园停车场建设项目建成后，公司拥有其经营权和经营收入。

根据江西正捷投资咨询有限公司于2017年12月出具的《万年县城市小游园停车场建设项目可行性研究报告》，项目收入来源包括停车位租赁收入、广告位收入以及配套服务用房租赁收入，在债券存续期内，预计可产生收入3.13亿元，预测情况如表7所示。但中证鹏元也注意到，根据项目可行性研究报告，募投项目收入预测是基于车位使用量及租用等指标满足的前提下，同时项目进度可能不达预期以及项目建成后实际运营情况或有所变动，项目未来收益及现金流存在一定不确定性。

表7 万年县城市小游园停车场建设项目在本期债券存续期内预测收入明细表

项目	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	合计
车位自营收入（万元）	2,079.04	5,197.6	5,197.6	5,197.6	5,197.6	5,197.6	28,067.04
服务价格（元/个）	14,600	14,600	14,600	14,600	14,600	14,600	-
使用数量（个）	1,424	3,560	3,560	3,560	3,560	3,560	-
配套服务用房租赁收入（万元）	97.65	244.13	244.13	244.13	244.13	244.13	1,318.30
租赁价格（元/平方米）	700	700	700	700	700	700	-

服务数量（平方米）	1,395.03	3,487.58	3,487.58	3,487.58	3,487.58	3,487.58	-
广告位租金收入（万元）	144	360	360	360	360	360	1,944
租赁价格（元/个）	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	-
租赁数量（个）	24	60	60	60	60	60	-
合计（万元）	2,320.69	5,801.73	5,801.73	5,801.73	5,801.73	5,801.73	31,329.34

注：第一年为项目建设期。

资料来源：《万年县城市小游园停车场建设项目可行性研究报告》

四、外部运营环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2016-2018 年，我国国内生产总值（GDP）从 74.71 万亿元增长至 90.03 万亿元，各年分别增长 6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018 年，战略性新兴产业增加值分别增长 10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018 年战略性新兴产业营业收入分别增长 17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018 年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为 76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动 GDP 的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为积极财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

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，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

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。后续相关政策延续 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，政策上一定程度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 年至 2018 年上半年，随着城投行业监管政策密集发布，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 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），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），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。2018 年 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），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 8 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 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 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 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 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）	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 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释

导意见》（国办发
[2018]101号）

措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

近年万年县经济增速较快但体量偏小，固定资产投资力度较大，为公司发展提供了良好的基础

万年县隶属上饶市，地处江西省东北部、鄱阳湖东南岸，东与弋阳接壤，西与余干毗邻，南与鹰潭市接壤，北与鄱阳、乐平相邻，全县地域面积约为1,140.76平方公里。截至2017年末，万年县常住人口为37.0万人。

万年县近年来经济快速发展，整体实力不断提升，2016-2018年全县地方生产总值分别为120.58亿元、139.59亿元和151.85亿元，按可比价格计算，同比增速分别为9.3%、8.9%和8.8%，增速较快，但经济总量偏小，同期万年县人均GDP与全国人均GDP的比例分别为60.81%、63.38%和62.16%，人均GDP低于全国平均水平。

分产业看，万年县三次产业结构由2016年的11.3: 56.4: 32.3调整至2018年的10.6: 57.3: 32.1，第二产业是万年县主导产业，近年持续保持较快增速，对拉动区域经济增长作用显著。在国家鄱阳湖生态经济区发展战略实施的背景下，万年县不断加大相关产业的支持力度，以实现县域经济跨越发展。万年县代表性的产业园区有凤巢工业园、丰收工业园、万年青工业园，并初步形成以机械电子、纺织服装及食品加工三大支柱产业，主要知名企业包括佳维诚电子有限公司、江西昌硕户外休闲用品有限公司及万年贡米集团等。受益于支柱产业的带动作用，近年来万年县工业生产保持稳定增长，全县规模以上工业增加值增速均保持9.0%以上。

投资方面，2016-2018年万年县固定资产投资完成额增速分别为15.2%、13.9%和10.3%，固定资产投资规模较大且增速较快，是推动区域经济增长的主要动力。社会消费方面，随着城镇居民生活水平的提高，近年万年县社会消费品零售总额保持两位数增长，存、贷款余额增速较快。

表 9 2016-2018 年万年县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	151.85	8.8%	139.59	8.9%	120.58	9.3%

第一产业增加值	16.07	3.7%	14.94	4.2%	13.61	3.8%
第二产业增加值	86.99	9.3%	80.35	9.0%	68.07	8.9%
第三产业增加值	48.79	9.5%	44.30	10.2%	38.90	12.0%
规模以上工业增加值	-	9.4%	-	9.2%	60.54	9.5%
固定资产投资完成额	-	10.3%	140.50	13.9%	123.34	15.2%
社会消费品零售总额	56.04	11.3%	55.00	12.6%	48.83	12.3%
进出口金额（亿美元）	-	-	2.75	2.0%	2.70	3.4%
存款余额	187.25	10.4%	169.61	29.8%	130.71	-
贷款余额	121.79	12.0%	108.75	24.3%	87.49	-
人均 GDP（元）	40,183		37,810		32,825	
人均 GDP/全国人均 GDP	62.16%		63.38%		60.81%	

资料来源：2016-2107 年数据来自于万年县 2016-2017 年国民经济和社会发展情况统计公报，2018 年数据来自于 2018 年万年县经济运行情况分析，中证鹏元整理

2018年万年县实现公共财政收入14.06亿元，同比增长1.2%，同期万年县公共财政支出为38.64亿元，同比增长10.4%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为36.39%。

五、公司治理与管理

按照《公司法》要求，公司设立了股东大会、董事会、监事会和经理层的法人治理结构。股东大会是公司的最高权力机构，行使决定公司经营方针和投资计划等职权。董事会是股东大会的常设权利机构，向股东大会负责，在股东大会闭会期间，负责公司重大事宜的决策。董事会由五人组成，设董事长1名，任期为3年，由董事会选举产生和罢免，任期届满，可连选连任。监事会处于监督评价的核心地位，公司经理层负责公司的日常经营管理，是决策的执行人。公司设监事会，由三人组成，监事会设主席一人，其余两名均为监事。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理对董事会负责。总经理层下设立行政部、工程部、财务核算中心及资产经营部四个职能部门。整体来看，公司组织结构基本可满足日常经营需要。

六、经营与竞争

公司是万年县基础设施建设、土地整理等方面重要的建设主体，主要负责县域内基础设施建设及土地整理等业务。2018年公司营业收入为7.57亿元，三年复合增长率为30.73%。从收入构成来看，基础设施工程及道路工程业务是公司收入的主要来源，2016-2018年合计占营业收入比重分别为94.37%、74.25%和65.16%，其中2017年起收入占比下滑较快主要系土地整理收入较大所致。房屋租赁等其他业务收入持续上升，对公司营业收入形成一

定补充。毛利率方面，2016以来公司综合毛利率持续上升，其中2017年较上年提升3.79个百分点，主要系毛利率水平较高的土地整理业务收入占比提升所致。

表 10 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入合计	72,155.22	11.78%	57,442.98	10.95%	43,599.05	10.10%
市政基础设施收入	34,822.09	9.83%	18,766.88	9.71%	21,448.02	10.49%
道路工程收入	14,507.00	10.19%	25,637.50	8.95%	20,354.34	9.13%
土地整理收入	22,202.56	16.26%	11,917.89	16.26%	1,525.96	14.17%
居间收入	80.07	100.00%	142.48	100.00%	59.65	100.00%
租车收入	543.50	-16.52%	544.31	9.09%	211.09	9.09%
保障房收入	0.00	-	433.92	10.28%	0.00	-
其他业务收入合计	3,545.26	100.00%	2,948.81	100.00%	697.14	100.00%
其中：房屋租赁	3,545.26	100.00%	2,828.57	100.00%	697.14	100.00%
利息收入	0.00	-	120.24	100.00%	0.00	-
合计	75,700.48	15.91%	60,391.79	15.30%	44,296.20	11.51%

注：公司市政基础设施、保障房和园区建设业务统称为基础设施工程业务。

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

基础设施工程和道路工程业务是公司收入主要来源，近年合计收入规模持续增长，目前公司在建工程投资规模较大，未来收入较有保障，面临一定的资金压力

（一）基础设施工程业务

公司作为万年县基础设施建设的投融资主体，承担着包括市政、教育基础设施以及廉租房等在内的基础设施建设。根据《项目委托代建合同》，万年县建设局委托公司进行工程项目的建设、投资，工程完工后，由万年县建设局验收合格后移交。项目完工后，根据代建合同及双方认定的代建成本，加成12%¹作为工程项目总价款，款项由万年县建设局委托县财政局在项目款项结算后30日内向公司支付。2016-2018年公司分别完成教育局生活配套区、经济服务中心大楼及一河两岸等项目，分别实现市政基础设施业务收入21,448.02万元、18,766.88万元和34,822.09万元，毛利率分别为10.49%、9.71%和9.83%，毛利率水平相对稳定。

表 11 公司承建主要基础设施工程收入确认情况（单位：万元）

年份	类别	项目名称	收入
2018 年	市政基础设施	一河两岸	9,076.38
		文广局大楼	8,972.24
		职业高中	5,817.03

¹ 其中 2%作为代建管理费、10%作为项目资金回报。

		县委党校	3,107.74
		其他	7,848.70
		合计	34,822.09
2017 年	保障房	公租房	433.92
	市政基础设施	经济服务中心大楼	8,409.62
		污水处理厂	2,708.90
		市民中心大楼	7,648.36
		合计	18,766.88
2016 年	市政基础设施	教育局生活配套区	13,578.92
		公安指挥大楼	2,878.60
		零星工程	2,485.03
		迎宾大道提升段应急绿化工程	1,677.29
		珠溪河景观亮化工程	748.61
		其他	79.57
		合计	21,448.02

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）道路工程业务

公司每年与万年县交通局签订《项目委托代建合同》，受托进行工程项目的投资、建设，工程完工后，由万年县交通局验收合格后移交。项目完工后，根据代建合同及双方认定的代建成本，加成12%作为工程项目总价款，款项由万年县交通局委托县财政局在结算后30日内向公司支付。2016-2018年公司分别完成珠曹线、德昌高速挂线及滨溪河、杨湾码头等项目，分别实现道路工程收入20,354.34万元、25,637.50万元和14,507.00万元。

表 12 公司承建主要道路工程项目收入确认情况（单位：万元）

年份	项目名称	收入
2018 年	滨溪河、杨湾码头	3,657.11
	富民路	1,320.47
	建元大街	1,201.02
	其他	8,328.40
	合计	14,507.00
2017 年	德昌高速挂线	17,891.14
	疏港公路	4,774.95
	零星工程	2,091.46
	正大街延伸段（至姚西路）	879.95
	合计	25,637.50
2016 年	珠曹线	9,621.69
	六〇路	3,512.57
	万年青大道	2,949.36

	迎宾大道	2,705.36
	零星工程	1,565.36
	合计	20,354.34

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司基础设施工程业务主要在建项目包括万年县夏营水库建设、丰收工业园区以及上万高速连接线，该等项目总投资规模为27.48亿元，尚需投资7.07亿元。总体而言，公司在建项目投资规模较大，未来公司收入有一定持续性，但后续项目建设面临一定的资金压力。

表 13 截至 2018 年末公司基础设施工程及道路业务主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目业主	总投资	已投资	尚需投资
秀美乡村	万年县建设局	62,600.00	47,427.80	15,172.20
万年县夏营水库建设	万年县建设局	31,869.58	24,265.48	7,604.10
丰收工业园区	万年县建设局	21,500.00	24,552.19	-
上万高速连接线	万年县交通局	17,290.95	11,283.95	6,007.00
乡村公路	万年县交通局	15,500.00	20,029.64	-
西南片区市政道路	万年县交通局	10,235.39	3,852.72	6,382.67
石镇产业园	万年县建设局	8,500.00	6,380.99	2,119.01
万兴小区	万年县建设局	7,938.67	5,577.24	2,361.43
城市植物园	万年县建设局	6,410.43	5,257.15	1,153.28
万年工业园化工产业区	万年县建设局	6,000.00	5,074.54	925.46
其余项目小计	-	87,003.28	58,002.18	29,001.09
合计		274,848.30	211,703.88	70,726.24

注：表中的丰收工业园区项目是指园区相关基础设施建设投资，与募投项目万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目非同一项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是万年县土地整理的主体，近年土地整理业务收入持续增长，但受政府征地计划及项目进度等影响，未来该业务收入可能波动

公司土地整理业务主要是受万年县土地储备委员会项目部委托，对万年县城乡规划范围内的开发土地进行整理实施和管理，土地项目总价款按照实际投资金额及加成20%进行确认。2015年及以前公司没有土地整理业务，根据《土地交付协议》，2016-2018年公司分别完成丰收工业园土地整理项目、职业中学土地整理项目以及乡镇土地整理项目等，分别确认土地整理收入1,525.96万元、11,917.89万元和22,202.56万元。公司作为万年县土地整理的主体，土地整理业务收入有一定持续性，但受政府征地计划及完工进度影响，未来该业务收入可能波动。

房屋租赁等其他业务收入规模持续增长，对公司收入形成一定补充

此外，公司将自持物业通过出租获取收益，2018年末自持物业面积15.52万平方米，

物业类型以万年县城临街商铺为主，出租率达100%，主要承租方为万年县祥安物业管理有限公司。2016-2018年公司分别实现租赁收入697.14万元、2,828.57万元和3,545.26万元，租赁收入持续保持增长，对公司收入形成一定补充。居间收入及租车业务分别由子公司万年县正德建设工程档案咨询服务有限公司及万年县公务用车服务有限公司负责运营，近年收入规模较小。

公司持续获得外部大力支持，提升了自身资本实力和利润水平

公司项目建设资金需求量大，股东一方面通过资产注入提升公司的资本实力以增强公司的融资能力，另一方面通过拨付资金来缓解公司的资金压力。2012-2018 年股东向公司注入土地及房产等资产，累计增加公司资本公积 42.84 亿元，其中土地资产 30.02 亿元、房产 5.62 亿元和货币资金 5.59 亿元，提升了公司资本实力。

表 14 近年来公司获得外部支持情况（单位：万元）

年份	文件名称	注入方	资产内容	入账价值
2018 年	万财资字[2018]12 号	万年县财政局	货币资金	17,200.00
2017 年	“万府办抄字[2017]1255 号”抄告	万年县人民政府	土地资产	45,049.45
	万财预字[2017]32 号	万年县财政局	货币资金	22,664.80
	“万府办抄字[2017]1305 号”抄告	万年县人民政府	债务置换	5,834.00
	“万府办抄字[2017]1249 号”抄告	万年县人民政府	房产	18,882.08
	“万府办抄字[2017]1250 号”抄告	万年县人民政府	房产	2,985.28
2016 年	“万府办抄字[2016]1200 号”抄告	万年县人民政府	债务置换	5,365.20
	“万府办抄字[2016]192 号”抄告	万年县人民政府	房产	23,291.58
	“万府办抄字[2016]167 号”抄告	万年县人民政府	公务用车	275.43
2015 年	“万府办字[2015]144 号”抄告	万年县人民政府	债务置换	4,700.00
2013 年	“万府办字[2013]204 号”抄告	万年县人民政府	土地资产	48,866.11
	“万府办字[2013]203 号”抄告	万年县人民政府	房产	4,747.37
2012 年	万财预字[2012]3 号	万年县财政局	货币资金	16,010.00
	“万府办字[2012]153 号”抄告	万年县人民政府	房产	6,251.13
	“万府办字[2012]154 号”抄告	万年县人民政府	土地资产	206,250.70
合计				428,373.13

注：债务置换是指公司向金融机构的借款置换为政府的地方政府债券，相应的借款本金偿还责任予以免除，定向债券的本息由政府支付，并作为政府对公司资本性投入的补充。

资料来源：公司提供

政府补助方面，2016-2018 年万年县财政局合计给予公司 3.13 亿元的补贴收入，有效提升了公司的利润水平。

表 15 近年公司获得外部支持情况（单位：万元）

年份	相关批准文件	补助内容	计入科目	金额
2018 年	万财资字【2018】11 号	基础设施建设政补贴	其他收益	11,000.00
2017 年	万财预字【2017】21 号文件	城乡社区建设财政补贴	其他收益	9,021.05
2016 年	万财预字【2016】26 号文件	城乡社区建设财政补贴	营业外收入	11,243.00
合计				31,264.05

资料来源：公司提供

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天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年三年连审审计报告，报告采用新会计准则编制。2016年公司合并范围新增万年县公务用车服务有限公司和万年县国有投资信息服务有限公司2家，2017年公司合并范围新增万年县正德建设工程档案咨询服务有限公司、万年县旭腾投资管理中心（有限合伙）以及万年县万年港综合码头有限公司三家，2018年公司新设万年县稻盛投资开发有限公司、万年县万众汽车租赁有限公司及万年县稻香投资开发有限公司三家子公司并纳入合并范围。

资产结构与质量

近年公司资产规模增长较快，资产中土地资产和代建工程成本占比较高，其他应收款存在资金占用情形，整体资产流动性较弱

随着股东持续注资及自身业务规模的扩大，近年公司资产规模增长较快，截至2018年末，公司资产总规模为82.76亿元，三年复合增长率为25.84%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主但占比有所下滑，2018年末为85.80%。

表 16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	32,425.69	3.92%	59,453.27	7.88%	10,208.01	1.95%
其他应收款	77,713.20	9.39%	52,464.01	6.95%	50,774.89	9.72%
存货	599,873.99	72.49%	533,466.25	70.71%	422,166.65	80.78%
流动资产合计	710,042.88	85.80%	645,869.79	85.61%	485,085.04	92.82%
长期股权投资	22,178.90	2.68%	20,158.41	2.67%	1,044.96	0.20%

投资性房地产	66,776.22	8.07%	65,798.49	8.72%	36,110.16	6.91%
其他非流动资产	20,000.00	2.42%	20,000.00	2.65%	0.00	-
非流动资产合计	117,524.36	14.20%	108,548.25	14.39%	37,518.00	7.18%
资产总计	827,567.24	100.00%	754,418.05	100.00%	522,603.04	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2018年末公司货币资金余额为3.24亿元，其中银行存款2.82亿元、0.42亿元的其他货币资金因用于质押而使用权受限。其他应收款主要系应收万年县稻源投资开发有限公司及宏盛建业投资集团有限公司万年分公司、万年县饶光新能源发电有限公司等单位的往来款，截至2018年末账面价值为7.77亿元，其中账龄在1年以内的占比为64.25%，1-2年的占比为30.89%，前五名欠款对象应收账款余额合计占比为87.79%，其中第二、三及五大应收对象为当地民企、体量较小。公司其他应收款规模相对较大且部分账龄偏长，存在一定的资金占用及坏账损失风险，2018年末公司其他应收款累计计提坏账准备200.00万元。

表 17 2018 年末公司其他应收款前五大应收对象（单位：万元）

单位名称	期末余额	账龄
万年县稻源投资开发有限公司	29,240.27	1-2 年
宏盛建业投资集团有限公司万年分公司	16,300.00	1-2 年
万年县饶光新能源发电有限公司	8,780.75	1 年以内
万年县万投金控投资有限公司	8,000.00	1 年以内
万年县全民健身中心开发有限公司	6,082.64	1-2 年
合计	68,403.66	-

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

存货是公司的主要资产，由开发成本和库存商品构成，其中开发成本主要包括土地成本、代建工程施工成本，2018年末规模为59.99亿元，占总资产的72.49%，较2016年末累计增长42.09%。其中，存货中土地资产账面价值为36.54亿元（其中价值为26.61亿元的土地未缴纳土地出让金，占土地资产的72.82%），性质主要为商业、商服用地，其中已抵押土地账面价值8.30亿元；代建工程施工成本规模为21.17亿元，包括秀美乡村、万年县夏营水库建设及丰收工业园区等项目的建设支出；库存商品系持有待售的商铺，成本法入账价值为2.28亿元，物业面积合计为2.63万平方米。

公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和其他非流动资产组成。公司长期股权投资系向联营企业的投资，其中2017年末长期股权投资规模大幅增长系公司向万年县久赢投资管理中心（有限合伙）等联营公司追加投资所致。受联营企业经营情况影响，近年公司长期股权投资收益呈现一定波动，其中2018年亏损139.51万元。公司投资性房地产采用公允价值方式计量，2018年末账面价值为6.68亿元，三年复合增长率为35.99%；2017

年末公司投资性房地产账面价值同比增长82.22%，主要系当年万年县人民政府向公司注入评估价值为2.19亿元（评估基准日为2017年12月31日）的房产所致。其他非流动资产系对江西振兴发展（万年县）私募投资基金的投资。

总的来说，近年公司资产规模增长较快，资产中土地资产和代建工程施工成本占比较高，其中占比为72.82%的土地资产未缴纳土地出让金，其他应收款存在资金占用情形，整体资产流动性较弱。

盈利能力

近年公司营业收入持续增长，未来收入有一定持续性，政府补助对利润贡献较大

公司主要从事万年县内基础设施建设及土地整理业务，2018年营业收入为7.57亿元，三年复合增长率为30.73%；其中基础设施工程和道路工程业务是公司收入主要来源，2016-2018年合计占比均在65%以上。公司代建基础设施工程投资规模大，未来业务收入有一定持续性；此外，本期债券募投项目未来可为公司带来一定规模的标准厂房租赁收入、人才公寓租赁收入以及停车位租赁收入等。2016年公司营业外收入为政府补助收入，2017-2018年获得的城乡社区建设财政补贴均计入其他收益，占同期利润总额的比重分别为73.49%，51.69%和53.42%，政府补助对公司利润总额贡献较大。

表 18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	75,700.48	60,391.79	44,296.20
其他收益	11,000.00	9,021.05	0.00
营业利润	20,588.99	17,464.73	4,070.77
营业外收入	12.30	5.56	11,243.00
利润总额	20,591.36	17,452.27	15,298.73
净利润	18,134.87	14,718.31	14,144.50
综合毛利率	15.91%	15.30%	11.51%

资料来源：公司 2016-2018 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较差，投资活动现金持续流出，面临一定的资金压力

2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来自其他业务中房屋租赁收入、居间收入和部分土地整理收入，受当地政府财政资金安排影响，未收到基础设施和道路工程款，导致收现比很低，经营活动现金表现为净流出；2017-2018 年公司主业回款虽有所好转，但由于基础设施建设支出规模较大，且存在一定的往来款占用，经营活动现金持续净

流出。

投资活动现金流方面，2017年公司投资活动净现金缺口较大主要系投资江西振兴发展（万年县）私募投资基金2亿元及对万年县久赢投资管理中心（有限合伙）等联营公司新增投资1.89亿元所致；2018年投资活动现金净流出主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金及向江西旭腾新材料科技实业有限公司等增资所致。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入主要源于银行借款和收到股东的投资款，近三年公司筹资活动现金流量均呈净流入状态；筹资活动现金流出主要是偿付利息支付的现金。截至2018年末，公司主要在建工程（含募投项目）尚需投资19.99亿元，面临一定的资金压力。

表 19 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
收现比	1.22	0.80	0.03
销售商品、提供劳务收到的现金	92,080.81	48,264.74	1,533.83
收到的其他与经营活动有关的现金	78,274.25	141,788.35	91,869.14
经营活动现金流入小计	170,355.06	190,053.08	93,402.97
购买商品、接受劳务支付的现金	97,568.44	85,971.59	53,880.09
支付的其他与经营活动有关的现金	112,542.42	131,628.53	74,507.50
经营活动现金流出小计	210,208.46	217,905.43	128,461.05
经营活动产生的现金流量净额	-39,853.41	-27,852.35	-35,058.08
投资活动产生的现金流量净额	-8,220.92	-41,214.09	-1,050.00
筹资活动产生的现金流量净额	16,846.74	118,311.71	25,373.05
现金及现金等价物净增加额	-31,227.58	49,245.27	-10,735.03

资料来源：公司 2016-2018 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

公司有息债务增长较快，偿债压力加大

因股东持续注资，叠加经营积累，近年公司所有者权益增长较快，2016-2018年复合增长率为21.20%。随着公司承建城市基础设施项目规模的扩大，公司负债规模持续增加，2018年期末较2016年末累计增加93.97%；受上述因素影响，期末公司产权比率上升至42.48%。

表 20 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
负债总额	246,716.75	208,874.85	127,193.77
所有者权益	580,850.49	545,543.20	395,409.28

产权比率	42.48%	38.29%	32.17%
------	--------	--------	--------

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债中应付票据及应付账款、预收款项以及应交税费均为无息债务。期末应付票据及应付账款主要系应付万年县财政局的土地出让金。预收款项主要系预收万年县财政局的工程款，随着公司承建的基础设施及道路工程项目逐步完工结算，其规模持续下滑。应交税费主要包括应付土地使用税和企业所得税，随着公司收入规模的扩大，其规模逐年上升。2018年末公司其他应付款主要包括两部分，一部分系公司对江西省行政事业资产集团公司等单位的有息借款3.94亿元、还款期限分布于2018年-2023年、利率介于6.15%-8.32%之间，另一部分系应付万年县神农投资开发有限公司等企业的往来款。公司长期借款系全部向中国农业发展银行万年县支行的借款，均为抵押、质押借款。截至2018年末，公司有息债务规模为11.94亿元，占负债总额的48.40%，较2016年末累计增长125.31%。

表 21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据及应付账款	8,753.41	3.55%	21,852.72	10.46%	6,238.59	4.90%
预收款项	23,585.13	9.56%	30,613.81	14.66%	44,697.83	35.14%
应交税费	12,731.77	5.16%	9,026.88	4.32%	5,547.08	4.36%
其他应付款	119,166.80	48.30%	75,893.71	36.33%	41,309.29	32.48%
流动负债合计	169,913.02	68.87%	137,388.03	65.78%	103,592.79	81.44%
长期借款	74,325.00	30.13%	70,000.00	33.51%	23,034.80	18.11%
非流动负债合计	76,803.73	31.13%	71,486.82	34.22%	23,600.98	18.56%
负债合计	246,716.75	100.00%	208,874.85	100.00%	127,193.77	100.00%
其中：有息债务	119,403.60	48.40%	105,745.66	50.63%	52,996.14	41.67%

注：2016 年公司部分有息借款由万年县神农投资开发有限公司、万年县资产经营投资有限公司等公司使用，借款利息由使用单位承担，未在公司账面利息支出中体现。

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司资产负债率为29.81%，整体负债水平不高。从偿债指标来看，公司速动比率表现较弱，考虑到流动资产中土地资产及工程施工成本占比较高，实际变现能力受限，短期偿债能力不足。2016年以来公司EBITDA持续增加，EBITDA利息保障倍数波动下降，经营活动产生的现金流对利息支出保障尚可。总的来看，近年公司经营活动现金表现较差，自身主业盈利一般，而项目建设资金依赖筹资，有息债务规模增长较快，未来偿债压力将不断加大。

表 22 公司偿债能力指标（万元）

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	29.81%	27.69%	24.34%

流动比率	4.18	4.70	4.68
速动比率	0.65	0.82	0.61
EBITDA	22,540.13	17,747.59	15,533.21
EBITDA 利息保障倍数	3.91	2.15	12.66
有息债务/EBITDA	5.30	5.96	3.41

资料来源：公司 2016-2018 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

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

1、本期债券募投项目产生的现金流入：根据《万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目可行性研究报告》以及《万年县城市小游园停车场建设项目可行性研究报告》，在债券存续期内，预计万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目及万年县城市小游园停车场建设项目在债券存续期内合计可产生收入16.24亿元。但中证鹏元也注意到，上述两项目进度可能不达预期，项目建成后实际运营情况或有所变动，因而未来收益和现金流可能存在不确定性。

2、公司经营性业务现金流：公司主要从事万年县内基础设施建设及土地整理业务，2018年公司营业收入为7.57亿元，三年复合增长率为30.73%；目前公司主要在建项目投资规模大，未来主业收入有一定持续性。公司经营业务收入可为本期债券按期还本付息提供一定保障，但公司近年工程代建业务回款能力可能受政府财政安排影响存在不确定性。

3、资产变现：截至2018年末，公司拥有账面价值为28.24亿元的未抵押的土地资产、价值为6.68亿元的投资性房地产和2.28亿元的待售商铺，未来公司可以通过变卖土地资产及出售房产等方式变现来获得必要的偿债资金支持。同时我们注意到，公司土地资产规模较大且部分未交土地出让金，土地资产集中处置及变现价值存在一定不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

上饶城投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

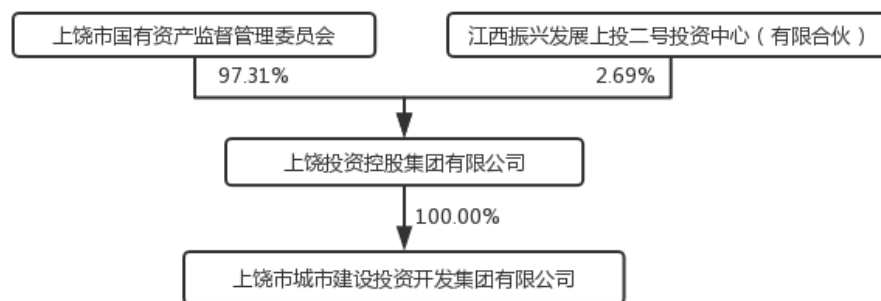
上饶城投为公司拟发行的本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。上饶城投承担保证责任的期限为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

上饶城投前身为“上饶市城市建设投资开发有限公司”，系由上饶市国有资产监督管

理委员会（以下简称“上饶市国资委”）于2002年6月18日出资设立的国有独资公司，初始注册资本为5,000万元。2008年上饶市国资委以土地向上饶城投进行增资，注册资本增至1.00亿元。2009年上饶城投变更为现名。2011年1月，上饶市国资委以土地向上饶城投进行增资，上饶城投注册资本增至6.20亿元。2015年9月上饶市国资委将上饶城投100%股权无偿划拨给上饶投资控股集团有限公司（以下简称“上投集团”），上饶城投控股股东由上饶市国资委变更为上投集团。2017年上饶城投以资本公积转增注册资本，注册资本增至10.00亿元。

截至2018年9月末，上饶城投注册资本、实收资本均为10.00亿元，控股股东为上投集团，持股比例为100%，实际控制人为上饶市国资委，具体产权及控制关系如下：

图1 截至2018年9月30日上饶城投产权及控制关系图



资料来源：上饶城投提供，中证鹏元整理

上饶城投是上饶市国有资产管理运营平台，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，2018年实现主营业务收入46.50亿元，近三年复合增长率为50.02%。其中，代建项目业务收入是上饶城投主营业务收入的主要来源，2016-2018年占主营业务收入的比重分别为63.35%、92.36%和68.13%；土地出让收入、商品销售业务、营运业务、餐饮客房业务等对上饶城投营业收入形成较好的补充。毛利率方面，2016-2018年上饶城投主营业务毛利率分别为13.42%、3.48%和11.46%。

表 23 上饶城投主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
代建项目收入	316,817.05	6.36%	376,727.03	3.06%	130,859.22	6.36%
土地出让收入	80,963.96	14.30%	9,410.22	25.85%	60,378.38	32.34%
商品销售收入	12,654.14	22.53%	4,149.54	6.12%	4,325.21	1.47%
营运收入	14,761.02	23.85%	4,121.04	-145.17%	3,389.79	-128.94%
餐饮收入	3,419.66	56.79%	3,192.17	56.10%	2,932.92	51.43%
客房收入	1,535.04	95.70%	1,485.79	98.37%	1,792.28	95.46%
污水处理收入	1,620.00	-5.06%	1,440.00	-43.66%	1,440.00	3.34%

IC 卡收入	464.89	100.00%	708.79	100.00%	731.50	100.00%
手续费收入	0.00	-	10.49	100.00%	251.14	100.00%
包车收入	166.12	-2.68%	116.65	-38.01%	154.22	100.00%
公务用车收入	975.88	-36.61%	804.74	-48.89%	298.88	-65.37%
二维码收入	678.86	100.00%	60.55	100.00%	0.00	-
LNG 液化天然气	1,469.17	26.59%	1,665.59	40.32%	0.00	-
修车收入	0.00	-	88.53	-35.99%	0.00	-
车辆通行费收入	4,347.56	64.57%	3,807.60	60.55%	0.00	-
路产赔偿收入	0.00	-	25.24	100.00%	0.00	-
供水收入	704.52	94.77%	0.00	-	0.00	-
光伏发电收入	24,345.90	29.43%	0.00	-	0.00	-
其他	70.19	57.14%	67.75	76.38%	0.00	-
主营业务收入合计	464,993.97	11.46%	407,881.69	3.48%	206,553.55	13.42%

资料来源：上饶城投提供，中证鹏元整理

表 24 上饶城投主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	7,298,310.08	6,189,128.44	5,125,832.40
所有者权益	3,078,274.41	2,997,867.36	2,553,434.61
资产负债率	57.82%	51.56%	50.18%
有息债务	-	2,731,216.16	2,298,978.84
流动比率	5.63	4.66	6.89
营业收入	469,886.82	410,859.00	211,162.82
其他收益	11,213.40	37,322.52	-
营业外收入	7,366.04	6,411.94	37,093.79
利润总额	36,318.87	31,662.72	37,606.24
综合毛利率	12.01%	3.82%	14.45%
EBITDA	-	52,379.73	61,903.88
EBITDA 利息保障倍数	-	0.47	0.42
经营活动现金流净额	17,650.57	14,171.60	3,007.23

资料来源：上饶城投 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

上饶城投所处外部环境较好，为其发展提供了良好基础，上饶城投未来业务收入较有保障，同时获得的外部支持力度较大。但中证鹏元也关注到，上饶城投资产流动性较弱、资金支出压力较大、存在一定的或有负债等风险因素。经中证鹏元综合评定，上饶城投主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年4月25日公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额合计为25.73亿元，占期末净资产的44.29%，被担保对象系当地国企和事业单位。公司对外担保规模较大，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 25 截至 2018 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	担保起始日	担保到期日	是否有反担保
万年县稻源投资开发有限公司	95,000.00	信用担保	2016.11.18	2036.11.17	否
万年县稻源投资开发有限公司	20,000.00	抵押物担保	2017.1.17	2027.1.16	否
万年县稻源投资开发有限公司	13,000.00	信用保证和抵押物担保	2016.12.8	2027.12.8	否
万年县稻源投资开发有限公司	30,000.00	信用担保	2017.1.5	2022.1.4	否
万年县珠溪河投资开发有限公司	50,000.00	信用保证和抵押物担保	2017.7.21	2032.7.20	否
万年县妇幼保健院	13,000.00	信用保证和抵押物担保	2016.10.27	2027.10.27	否
江西省万年中学	13,000.00	信用担保	2016.1.15	2021.7.15	否
江西省万年中学	4,000.00	抵押物担保	2014.12.30	2020.12.29	否
万年县中医院	12,000.00	信用保证和抵押物担保	2016.6.1	2019.5.31	否
万年县中医院	7,280.00	抵押物担保	2014.2.14	2019.2.14	否
合计	257,280.00	-	-	-	-

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	32,425.69	59,453.27	10,208.01
其他应收款	77,713.20	52,464.01	50,774.89
存货	599,873.99	533,466.25	422,166.65
流动资产合计	710,042.88	645,869.79	485,085.04
投资性房地产	66,776.22	65,798.49	36,110.16
非流动资产合计	117,524.36	108,548.25	37,518.00
资产总计	827,567.24	754,418.05	522,603.04
预收款项	23,585.13	30,613.81	44,697.83
其他应付款	119,166.80	75,893.71	41,309.29
一年内到期的非流动负债	5,675.00	0.00	5,800.00
流动负债合计	169,913.02	137,388.03	103,592.79
长期借款	74,325.00	70,000.00	23,034.80
非流动负债合计	76,803.73	71,486.82	23,600.98
负债合计	246,716.75	208,874.85	127,193.77
有息债务	119,403.60	105,745.66	52,996.14
所有者权益	580,850.49	545,543.20	395,409.28
营业收入	75,700.48	60,391.79	44,296.20
其他收益	11,000.00	9,021.05	0.00
营业利润	20,588.99	17,464.73	4,070.77
营业外收入	12.30	5.56	11,243.00
利润总额	20,591.36	17,452.27	15,298.73
经营活动产生的现金流量净额	-39,853.41	-27,852.35	-35,058.08
投资活动产生的现金流量净额	-8,220.92	-41,214.09	-1,050.00
筹资活动产生的现金流量净额	16,846.74	118,311.71	25,373.05
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	15.91%	15.30%	11.51%
收现比	1.22	0.80	0.03
产权比率	42.48%	38.29%	32.17%
资产负债率	29.81%	27.69%	24.34%
流动比率	4.18	4.70	4.68
速动比率	0.65	0.82	0.61
EBITDA（万元）	22,540.13	17,747.59	15,533.21
EBITDA 利息保障倍数	3.91	2.15	12.66
有息债务/EBITDA	5.30	5.96	3.41

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
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	1 年内到期的非流动负债+长期借款+其他应付款中的有息借款

附录三 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。