

信用评级公告

联合〔2021〕3766号

联合资信评估股份有限公司通过对德兴市投资控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持德兴市投资控股集团有限公司主体长期信用等级为AA，“16德兴城经债/PR德投债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月七日



德兴市投资控股集团有限公司

2021 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
“16 德兴城经债/PR 德投债”	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 德兴城经债/PR 德投债	8.00 亿元	3.20 亿元	2023/03/21

注:上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间:2021 年 6 月 7 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构	1	
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
				--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级,各级因子评价划分为 6 档,1 档最好,6 档最差;财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级,各级因子评价划分为 7 档,1 档最好,7 档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点:

德兴市投资控股集团有限公司(以下简称“公司”)是江西省德兴市唯一的城市开发建设和国有资产运营主体。跟踪期内,公司继续得到德兴市政府在股权划拨和财政补助等方面的支持。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司资产流动性较弱、自营项目未来投资压力较大、经营活动现金持续净流出等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司承担的基建项目的逐步推进和代建项目的陆续移交,整体收入水平有望得到提升;同时随着经营性业务的拓展,公司收入有望进一步多元化。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司以其合法拥有的土地使用权和房地产为“16 德兴城经债/PR 德投债”提供抵押担保,担保物账面价值对“16 德兴城经债/PR 德投债”剩余本金的覆盖倍数较高。同时,“16 德兴城经债/PR 德投债”设置分期偿还条款,可有效缓解公司的集中偿付压力。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA,维持“16 德兴城经债/PR 德投债”信用等级为 AA,评级展望为稳定。

优势

1. 经营环境良好。跟踪期内,德兴市经济持续发展,财政实力较强。2020 年,德兴市实现地区生产总值 165.96 亿元,财政总收入 40.82 亿元。
2. 公司继续获得有力的政府支持。跟踪期内,公司仍为德兴市唯一的基础设施开发建设主体,继续获得德兴市政府在股权划拨和财政补助方面的有力支持。

分析师:

宋金玲 章 进

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

关注

1. **资产流动性较弱。**公司应收类款项、存货和长期股权投资占比较大,其他非流动资产包含较大规模的林权资产,整体资产流动性较弱。
2. **公司自营项目投资规模较大,自营项目收益受项目进度、租售进展等因素影响存在不确定性。**截至2020年底,公司在建和拟建自营项目尚需投资85.12亿元,资金支出压力较大。
3. **公司有息债务快速增长,2021年面临一定集中兑付压力。**2021—2023年,公司到期债务规模分别为15.60亿元、11.26亿元和5.66亿元,2021年公司面临一定集中兑付压力。
4. **融资压力较大。**公司经营活动现金持续净流出且规模快速扩大,未来随着项目的持续投入,公司存在较大的融资压力。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	17.76	17.15	21.81
资产总额（亿元）	166.62	264.60	300.52
所有者权益（亿元）	91.20	167.26	171.64
短期债务（亿元）	6.41	10.59	15.60
长期债务（亿元）	59.00	72.91	102.23
全部债务（亿元）	65.42	83.49	117.83
营业收入（亿元）	12.67	15.24	29.74
利润总额（亿元）	2.92	3.75	3.26
EBITDA（亿元）	3.39	4.24	3.66
经营性净现金流（亿元）	-4.64	-11.15	-25.49
现金收入比（%）	72.62	66.91	117.21
营业利润率（%）	10.79	25.29	10.02
净资产收益率（%）	2.80	1.64	1.33
资产负债率（%）	45.26	36.79	42.89
全部债务资本化比率（%）	41.77	33.30	40.71
流动比率（%）	840.40	666.53	750.68
速动比率（%）	420.23	374.99	393.95
经营现金流动负债比（%）	-28.25	-45.66	-98.76
现金短期债务比（倍）	2.77	1.62	1.40
EBITDA 利息倍数（倍）	1.89	2.05	0.77
全部债务/EBITDA（倍）	19.29	19.69	32.18
公司本部			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	151.46	239.98	261.76
所有者权益（亿元）	87.75	148.37	148.40
全部债务（亿元）	39.30	57.95	77.16
营业收入（亿元）	11.92	14.58	11.10
利润总额（亿元）	2.96	4.42	3.64
资产负债率（%）	42.06	38.17	43.31
全部债务资本化比率（%）	30.93	28.09	34.21
流动比率（%）	423.49	370.09	354.98
经营现金流动负债比（%）	-22.05	-29.78	-29.61

注：长期应付款中有息部分纳入长期债务核算

评级历史

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 德兴城经债/ PR 德投债	AA	AA	稳定	2020/07/23	黄琪融、胡元杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 (V3.0.201907) 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
	AA	AA	稳定	2017/06/23	陈茜、李海宸	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015)	阅读全文
	AA	AA	稳定	2015/10/19	过国艳、卜彦花	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由德兴市投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

德兴市投资控股集团有限公司

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于德兴市投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债项的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化；德兴市国有资产监督管理委员会（以下简称“德兴市国资办”）持股 96.00%，中国农发重点建设基金有限责任公司持股 4.00%，公司控股股东及实际控制人均为德兴市国资办。

跟踪期内，公司经营范围和职能定位未发生变化。截至 2020 年底，公司合并范围子公司 40 家。公司本部内设党政办、审计法务部、计划财务部等 7 个业务管理部门。

截至 2020 年底，公司资产总额 300.52 亿元，所有者权益 171.64 亿元（少数股东权益 0.74 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 29.74 亿元，利润总额 3.26 亿元。

公司注册地址：江西省上饶市德兴市南门新区金山大道市委党校内（北侧）。法定代表人：顾树榕。

三、跟踪评级债券概况与募集资金使用情况

截至本报告出具日，联合资信所评“16 德兴城经债/PR 德投债”尚需偿还债券余额 3.20 亿元。详见表 1。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 德兴城经债/PR 德投债	8.00	3.20	2016/03/21	7

资料来源：联合资信整理

“16 德兴城经债/PR 德投债”设置分期还本条款，在债券存续期的后 5 年每年还本 20%。跟踪期内，公司已按时足额支付当期利息和分期本金。截至 2020 年底，募集资金已全部使用完毕。

跟踪期内，“16 德兴城经债/PR 德投债”募投项目“德兴市南门农贸市场建设项目”计划总投资 2.37 亿元，截至 2020 年底已完成全部投资；“德兴市城区污水管网补充完善工程”计划总投资 6.78 亿元，截至 2020 年底已投资 6.00 亿元。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），

第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常

水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019

年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。

2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部疫情影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是

由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上

升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板力度并在资金端提供较大支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，

明确基础设施投资建设重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中共中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占

该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。

《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表3 2020年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县
2020年7月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020年8月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出

			机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济概况

跟踪期内，德兴市经济总量保持增长，财政实力仍较强，为公司发展提供了良好的外部环境。

根据《关于德兴市 2020 年国民经济和社

会发展计划执行情况与 2021 年国民经济和社会发展计划草案的报告》，2020 年，德兴市实现地区生产总值 165.96 亿元，比 2019 年增长 3.5%。其中：第一产业完成 20.72 亿元，增长 2.1%；第二产业完成 58.07 亿元，增长 4.3%；第三产业完成 87.17 亿元，增长 3.2%。三次产业结构调整为 12.5：35.0：52.5。

2020 年，德兴市规模以上固定资产投资额同比增速 9.1%。同期，全市规模以上固定资产投资项目数 165 个，累计完成投资 112.2 亿元。工业经济总量不断扩张，全市规模以上工业主营业务收入达到 279.2 亿元，增长 17.5%。

根据《关于德兴市 2020 年预算执行情况和 2021 年预算草案的报告》，2020 年，德兴市完成财政总收入 40.82 亿元，较 2019 年增长 0.14 亿元。2020 年，德兴市一般公共预算收入完成 27.72 亿元，同比下降 4.8%。其中，税收收入 16.14 亿元，增长 0.4%，占一般公共预算收入的 58.23%。一般公共预算支出 59.01 亿元，增长 2.6%，财政自给率 46.98%，财政自给率较低。2020 年，德兴市基金收入完成 16.57 亿元，增长 8.9%。其中，土地出让金收入完成 16.42 亿元。

2020 年底，德兴市债务系统内债务余额 36.84 亿元，主要包括地方政府债券 35.58 亿元（其中一般债券 20.71 亿元，专项债券 14.87 亿元），2014 年清理甄别存量债务 0.19 亿元（一般债务），2014 年清理甄别或有债务 1.07 亿元。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司持续获得德兴市政府在股权划拨和财政补助等方面的支持，过往信用记

录良好。

公司是德兴市唯一的城市开发建设主体和国有资产运营实体，主要负责德兴市区内基础设施、重大项目的开发建设以及国有资产经营，区域专营优势明显。

2020年，公司收到无偿划入的德兴市保障性住房投资建设有限公司（作价4.09亿元）和德兴市铜都融资担保有限公司（作价0.51亿元），公司据此增加资本公积4.59亿元。2020年，公司收到政府补助1.01亿元，计入“其他收益”。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：3610110000062118，自主查询版），截至2021年4月26日，公司本部无不良类或关注类信贷信息记录。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司总经理变更、法人治理结构和内部管理制度无重大变化。

徐建华先生，汉族，1973年2月出生，浙江龙游人，1995年参加工作，大学学历，曾任德兴市城市管理局监察大队大队长，公司副总经理；现任公司总经理，同时直管财务。

截至2021年4月底，公司尚缺1名监事，所缺监事尚不影响公司日常生产经营活动。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入大幅增长，营业毛利率大幅下降；业务收入结构转变为以商品销售和土地转让为主。

2020年，公司实现营业收入29.74亿元，同比增长95.20%，主要系新增商品销售业务和保障房销售业务收入所致。2020年公司业务结构转变为以土地转让收入（占35.67%）和商品销售收入（占52.86%）为主。公司其他业务包括房屋及宾馆出租、发电业务、运输服务和旅游景点服务等，收入占比较小，对公司整体收入影响有限。

毛利率方面，2020年，受新增收入规模占比高的商品销售业务毛利率为负的影响，公司毛利率下降至11.77%；公司基础设施建设和土地转让业务毛利率同比变化不大；2020年，其他业务毛利率同比大幅下降主要系当年新增运输服务业务，该业务（主要为公交客运）大幅亏损所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地转让	136418.51	89.53	30.32	106093.38	35.67	32.09
基础设施建设	9233.97	6.06	7.63	4791.75	1.61	7.63
房屋出租	3565.58	2.34	10.50	470.30	0.16	38.04
保障房销售	--	--	--	25375.54	8.53	12.73
商品销售	--	--	--	157228.58	52.86	-1.60
其他	3155.74	2.07	-0.51	3470.31	1.17	-17.36
合计	152373.80	100.00	27.85	297429.85	100.00	11.77

注：公司其他业务收入主要来自少量房屋和宾馆出租、发电业务、运输服务和旅游景点服务

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

公司基础设施建设代建收入确认受项目结算进度影响较大。公司自营项目投资规模较

大，面临较大资金支出压力，自营项目收益受项目进度、租售进展等因素影响存在不确定性。

委托代建模式

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，确认每年度的基础设施建设收入（按照进度确认收入），公司根据所承揽项目的建设进度与德兴市财政局每年进行一次结算，但财政局回款视当年财政安排情况而定。

2020 年，公司确认基础设施建设收入 0.48 亿元，收到代建项目款 3.85 亿元，主要为以前年度代建项目款回款。

截至 2020 年底，公司在建的委托代建项目为棚户改造项目，计划总投资 17.55 亿元，已投资 12.55 亿元，尚需投资 6.00 亿元。公司无拟建的委托代建项目。

自建自营模式

公司大部分项目通过自筹资金的方式进行建设，未来计划通过租售收入或生产经营对项目建设资金进行平衡。公司主要的在建自营项目包括硫化工产业基地、香屯生态工业园建设项目、德兴市返乡创业标准厂房项目等工程，计划总投资 61.48 亿元，已完成投资 31.98 亿

元，未来尚需投资 29.50 亿元。

表 5 截至 2020 年底公司主要在建自营项目情况
(单位：亿元)

项目	建设内容	总投资	已投资
硫化工产业基地	硫化工及精深加工产业基地	8.00	3.20
香园大道项目	园区及道路建设	6.00	3.50
香屯生态工业园建设项目	产业园建设	11.10	4.60
德兴市返乡创业标准厂房项目	标准化厂房建设	14.30	7.00
胜利亭片区保障房建设项目	安置房建设	1.90	1.55
红山片区保障房建设项目	安置房建设	6.80	4.23
德兴市城区污水管网补充完善工程	污水管网修缮	6.78	6.00
万村乡废花岗岩石材制砂项目	制砂厂	0.50	0.30
德贤珠宝产业园	产业园建设	3.50	1.00
年产 100 吨黄金精炼项目	精炼厂	2.60	0.60
合计		61.48	31.98

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2020 年底，公司拟建的自营项目计划总投资 55.62 亿元，投资规模较大。公司在拟建项目未来投资规模大，公司将面临较大融资压力。

表 6 截至 2020 年底公司主要拟建自营项目情况 (单位：亿元)

项目名称	总投资	建设周期	项目建设内容
中医温泉文旅康养特色小镇项目	30.00	3 年	将盘石山电站家属楼及原办公楼改为游客住宿和接待中心，周边道路硬化、亮化、绿化等工程。
垃圾发电项目	3.50	--	600T 生活垃圾焚烧发电厂，建成后预计年发电量 6837 万千瓦时，年消耗垃圾量 219 万吨。
德兴市贫困村基础设施提升工程项目	3.00	3 年	用于 6 个贫困村基础设施建设及其他乡镇秀美乡村建设。
山川之保障馆基础设施建设	1.00	2 年	总占地面积 65000 平方米，总建筑面积 15000 平方米。总项目投资约 1 亿元。
人防疏散基地建设	0.62	2 年	建设用地面积 19980 平方米（合 30 亩），总建筑面积为 9000 平方米，地面建筑主楼为 7 层，辅楼为 3 层，地下工程为 2 层建筑，室内外建有相关配套设施。
三清快道炉口“山路人家”风情特色街项目	0.50	--	项目占地面积：100 亩，分二期建设。一期概况：占地面积 50 亩，投资 2800 万元。
德兴市黄金、银贵金属电镀项目	9.00	3 年	项目厂区占地总面积约 100 亩，包括主要生产设施：电铸及 K 金电镀车间、五金首饰车间；辅助生产设施：10kV 配电站、危废仓库、纯水站、废水处理站、消防泵站。
朱潭埠片区保障房项目	8.00	--	朱潭埠项目预计总投入 8 个亿，占地面积 106600 平，总建筑面积 291946 平，可售面积 250000 平，其中棚改回迁房 1000 套（预计面积 120000 平）
合 计	55.62	--	--

资料来源：公司提供

(2) 土地转让

受收储土地规模影响，跟踪期内公司土地

转让收入有所下降，回款效率尚可。未来该业务受政府规划及土地市场波动影响较大，收入及利润具有一定的不确定性。

土储中心根据市场需求以及区域规划，与公司签订土地转让合同，公司根据土储中心收储确认单确认收入，具体交易价格视地块、收储时间等有所不同，待土储中心土地出售后，分期返还公司土地转让款。

2020 年，公司完成收储 10 宗土地，面积合计 438.39 亩，实现土地转让收入 10.61 亿元，收到土地回款 9.59 亿元。截至 2020 年底，公司待开发土地账面价值为 50.10 亿元（存货-待开发土地），公司土地为政府历年注入以及招拍挂获取，均已取得土地证。

（3）商品销售

2020 年，公司新增商品销售业务，该业务实现收入规模大，但毛利率为负。

公司商品销售业务分别大宗商品销售业务和再生资源销售业务。

大宗商品销售业务由子公司厦门德金贸易有限公司负责。销售商品主要为电解铜、锌锭、铝锭、乙二醇、精对苯二甲酸等。业务模式分为三种，分别为对锁业务（上下游确定）、以下游需求确定采购计划以及采购后再确定销售方。公司大宗商品销售业务前五大供应商采购量占总采购量的 38.14%，前五大购买商销售金额占总销售金额的 40.17%，集中度一般。

再生资源销售业务由子公司江西万舟再生资源有限公司负责。销售商品主要为废钢。公司与当地的废钢供应商签订采购合同，并销售给钢厂，按照供应商实际送货量和钢厂的每日挂牌价进行结算。公司再生资源销售业务前五大供应商采购量约占总采购量的 24%，前五大购买商销售金额约占总销售金额的 79%。公司再生资源销售业务购买商集中度较高。

2020 年，公司商品销售收入 15.72 亿元，毛利率为-1.60%，毛利率为负主要系商品先采购后销售，商品采购后市场价格出现波动，导

致销售价格低于采购价格所致。

（3）保障房销售

2020 年，公司新增保障房销售业务，在拟建项目尚需投资资金规模较大，未来存在一定的投资压力。

保障房销售业务由子公司德兴市兴德置业有限公司负责开发。公司在建安置房项目 3 个，分别为德馨花苑一期已完工并交付使用，德馨花苑二期预售中（德馨花苑一期、德馨花苑二期为红山片区保障房建设项目），胜利亭片区保障房建设项目一期正在办理预售，在建项目预计总投资 8.70 亿元，已投资 5.78 亿元。公司拟建安置房项目为朱潭埠项目，目前处于规划设计阶段，计划总投资 8.00 亿元。2020 年，公司保障房销售收入 2.54 亿元，毛利率 12.73%，收入全部来自于德馨花苑一期。

3. 未来发展

未来，公司将按照市政府的要求，切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。同时公司根据德兴市产业发展情况及公司自身管理经验，积极拓展市场化业务板块。公司市场化业务将形成五大板块，分别为建筑建材板块、黄金板块、类金融板块、再生资源循环经济板块和矿业板块。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2020 年底，公司拥有纳入合并范围子公司 40 家；跟踪期内，公司合并范围内新增子公司 21 家，其中 18 家为投资设立，2 家为划转取得，1 家由联营企业转为合并范围内子公司。公司合并范围变化对公司收入规模影响较大，对其余财务数据的可比性影响较小。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产中应收类款项、存货和长期股权投资占比较大，应收类款项主要是与德兴市政府及其他国有企业的往来款，对公司资金占用明显；存货主要由土地和开发成本构成，其结算受区域土地市场和政府结算进度影响大；长期股权投资收益有限；公司账面还

包含较大规模的林权资产，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2020 年底，公司资产总额 300.52 亿元，较 2019 年底增长 13.58%。从构成上看，公司流动资产占 64.46%，非流动资产占 35.54%，公司资产以流动资产为主。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.15	6.48	21.79	7.25
应收账款	23.33	8.82	21.58	7.18
其他应收款	46.84	17.70	53.92	17.94
存货	71.22	26.92	92.06	30.63
流动资产	162.82	61.54	193.71	64.46
长期股权投资	69.54	26.28	69.29	23.06
固定资产	1.43	0.54	5.15	1.71
在建工程	7.83	2.96	3.98	1.32
其他非流动资产	20.86	7.88	20.87	6.94
非流动资产	101.77	38.46	106.81	35.54
资产总额	264.60	100.00	300.52	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年底，公司流动资产 193.71 亿元，较 2019 年底增长 18.97%，主要系其他应收款和存货增长所致。

2020 年底，公司货币资金 21.79 亿元，较 2019 年底增长 27.03%。其中，银行存款 19.56 亿元（占 89.75%），其他货币资金 2.23 亿元，其他货币资金中 1.02 亿元为公司银行借款所质押的定期存单、保证金。

2020 年底，公司应收账款 21.58 亿元，较 2019 年底下降 7.47%，主要系收回部分应收德兴市财政局的工程款所致。从账龄上看，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中 1 年以内占 99.05%，其余为 1~3 年，整体账龄较短。从集中度上看，公司应收德兴市财政局和德兴市国土资源局的账款合计占 96.78%，集中度高。公司累计计提坏账准备 2.24 万元。

2020 年底，公司其他应收款 53.92 亿元，较 2019 年底增长 15.12%，主要来自应收德兴市房屋征收补偿办公室和江西大茅山建设工

程有限公司往来款的增长。从集中度上看，其他应收款前五名欠款方合计占 90.16%，集中度高。公司累计计提坏账准备 131.62 万元。

表8 2020 年底公司其他应收款前五大欠款方情况
（单位：万元、%）

项目名称	款项性质	期末余额	账龄	占比
德兴市财政局	往来款	293246.83	1 年以内、1-2 年、2-3 年	54.37
德兴市房屋征收补偿办公室	往来款	87396.37	1 年以内	16.20
江西大茅山建设工程有限公司	往来款	51346.53	1 年以内	9.52
江西铜都园区管理有限责任公司	往来款	40308.14	1 年以内、1-2 年、2-3 年、3-4 年	7.47
德兴市人民医院	往来款	14006.26	1 年以内、1-2 年、2-3 年	2.60
合计	--	486304.14	--	90.16

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

2020 年底，公司存货 92.06 亿元，较 2019

年底增长 29.26%，主要系项目建设投入大幅增加导致开发成本大幅增长所致。公司存货主要由土地 50.10 亿元和开发成本 41.36 亿元构成。公司未对存货计提跌价准备。

2020 年底，公司非流动资产 106.81 亿元，较 2019 年底增长 4.95%，主要系投资性房地产和固定资产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资和其他非流动资产构成。

2020 年底，公司可供出售金融资产 3.58 亿元，较 2019 年底增长 119.99%，主要包括对德兴市乾辰机械制造产业投资基金（有限合伙）投资款 1.20 亿元、德兴市意发半导体产业投资基金（有限合伙）投资款 0.58 亿元和德兴市铜都产业发展中心（有限合伙）投资款 0.50 亿元。

2020 年底，公司长期股权投资 69.29 亿元，较 2019 年底变化不大。公司长期股权投资主要由对德兴农垦和德兴市兴德高铁站前经营管理有限公司（以下简称“兴德公司”）的股权投资构成，合计占比为 97.88%。其中，兴德公司原为公司 100.00%持股并纳入合并范围的子公司，德兴市人民政府于 2019 年 8 月将兴德公司 51.00%的股权划拨给上饶市之道高新技术有限公司，兴德公司自 2019 年 9 月起不再纳入公司合并范围，转而计入“长期股权投资”。2020 年，公司在权益法下确认长期股权投资收益 515.89 万元。

2020 年，公司新增投资性房地产 3.13 亿元，主要系南门新区农贸市场项目由在建工程转入本科目所致。

2020 年底，公司固定资产 5.15 亿元，较 2019 年底增长 261.35%，主要系德兴生态工业

园由在建工程转入本科目。公司固定资产主要由房屋及建筑物 4.42 亿元、运输设备 0.35 亿元和其他设备 0.35 亿元构成；累计计提折旧 0.50 亿元。

2020 年底，公司在建工程 3.98 亿元，较 2019 年底下降 49.21%，主要系德兴生态工业园项目转入固定资产，南门新区农贸市场项目转入投资性房地产所致。

2020 年底，公司其他非流动资产主要由林权资产（20.01 亿元）和委托贷款（0.85 亿元）构成，林权资产不产生收益。

2020 年底，公司受限资产 19.64 亿元，其中货币资金 1.02 亿元、存货 13.26 亿元、在建工程 4.85 亿元、固定资产 0.51 亿元，均用于贷款抵质押；公司资产受限比例为 6.54%，受限比例较低。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益规模略有增长；负债规模持续增长，有息债务以长期债务为主，整体债务负担一般。

所有者权益

2020 年底，公司所有者权益 171.64 亿元，较 2019 年底增长 2.62%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。

2020 年，公司实收资本未发生变化，为 10.00 亿元。同期，公司资本公积 141.64 亿元，较 2019 年底增长 1.14%，主要系股权划拨增加 4.59 亿元、财政拨款增加 0.29 亿元、土地注销减少 3.29 亿元所致。

表9 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	10.00	5.98	10.00	5.83
资本公积	140.05	83.73	141.64	82.52
未分配利润	15.21	9.09	17.22	10.03
所有者权益合计	167.26	100.00	171.64	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

负债

2020 年底，公司负债总额 128.88 亿元，较 2019 年底增长 32.41%，主要系长短期借款

和应付债券增长所致。从构成上看，公司流动负债占 20.02%，非流动负债占 79.98%，公司负债以非流动负债为主。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.00	1.03	5.11	3.96
其他应付款	9.42	9.68	4.18	3.24
一年内到期的非流动负债	9.59	9.85	10.50	8.15
流动负债合计	24.43	25.10	25.80	20.02
长期借款	32.42	33.31	45.45	35.27
应付债券	13.60	13.97	30.40	23.59
长期应付款	26.88	27.61	27.23	21.13
非流动负债合计	72.91	74.90	103.08	79.98
负债合计	97.34	100.00	128.88	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年底，公司流动负债 25.80 亿元，较 2019 年底增长 5.64%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要包括短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。

2020 年底，公司短期借款 5.11 亿元，较 2019 年底增长 410.90%。其中，保证借款 2.71 亿元，信用借款 2.10 亿元。

2020 年底，公司其他应付款 4.18 亿元，较 2019 年底下降 55.68%，主要系往来款减少所致。其中，应付利息 0.50 亿元，主要为企业债券和借款利息；其他应付款项 3.68 亿元，包括往来款 3.65 亿元和保证金 0.03 亿元。

2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 10.50 亿元，较 2019 年底增长 9.49%。其中，公司一年内到期的长期借款 4.65 亿元、应付债券 2.10 亿元、长期应付款 3.75 亿元。

2020 年底，公司非流动负债 103.08 亿元，较 2019 年底增长 41.38%，主要系长期借款和应付债券增长所致。

2020 年底，公司长期借款 45.45 亿元，较 2019 年底增长 40.19%。其中，抵押借款占（长期借款与一年内到期的长期借款合计数）58.88%、保证借款占（长期借款与一年内到期

的长期借款合计数）31.89%。

2020 年底，公司应付债券 30.40 亿元，较 2019 年底增长 123.53%，主要系新发债券所致。公司存续债券明细见表 11。

表 11 2020 年底公司存续债券

（单位：亿元、年）

债券简称	债券余额	发行日期	期限
16 德兴城经债/ PR 德投债	4.80	2016.03.21	7
19 德投 01	8.80	2019.10.23	8
江右私募可转债 002 号	3.00	2020.01.15	2
江右私募可转债 005 号	0.90	2020.01.20	2
20 德兴 01	5.00	2020.09.29	2
20 德兴债	5.00	2020.11.09	7
20 德兴 02	5.00	2020.12.25	5
合计	32.50	--	--

注：债券余额未考虑溢价因素；表中包含一年内到期应付债券 2.10 亿元

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2020 年底，公司长期应付款 27.23 亿元，较 2019 年底增长 1.27%。公司长期应付款主要由融资租赁款、基金投入款和专项借款构成。本报告将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算。

表 12 公司有息债务情况 (单位: 亿元、%)

项 目	2019 年	2020 年
短期债务	10.59	15.60
长期债务	72.91	102.23
全部债务	83.49	117.83
长期债务资本化比率	30.36	37.33
全部债务资本化比率	33.30	40.71
资产负债率	36.79	42.89

注: 长期应付款中有息部分纳入长期债务核算
资料来源: 联合资信根据公司提供整理

有息债务方面, 2020 年底, 公司全部债务 117.83 亿元, 较 2019 年底增长 41.13%。其中, 短期债务 15.60 亿元、长期债务 102.23 亿元, 有息债务结构以长期债务为主。

债务指标方面, 2020 年底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 42.89%、40.71%和 37.33%, 较 2019 年底分别增加 6.10 个百分点、7.41 个百分点和 6.97 个百分点。公司债务负担一般。

2021—2023 年, 公司到期债务规模分别为 15.60 亿元、11.26 亿元和 5.66 亿元, 2021 年公司面临一定集中兑付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内, 公司营业收入大幅增长, 政府补助对利润总额形成一定补充, 整体盈利能力一般。

2020 年, 公司营业收入 29.74 亿元, 同比增长 95.20%, 主要系新增商品销售和保障房销售收入所致。同期, 公司营业成本 26.24 亿元, 同比增长 138.70%。2020 年, 受商品销售业务收入占比大且毛利率为负影响, 公司营业利润率由 2019 年的 25.29%大幅下降至 10.02%。

2020 年, 公司期间费用大幅增长至 0.86 亿元, 主要系管理费用增长所致。同期, 公司期间费用率为 2.91%, 较 2019 年减少 0.09 个百分点。2020 年, 公司利润总额 3.26 亿元, 同比下降 13.20%, 当期收到政府补助 1.02 亿元, 计入“其他收益”。政府补助对利润总额形成一定补充。

表 13 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项 目	2019 年	2020 年
营业收入	15.24	29.74
期间费用	0.46	0.86
其他收益	0.30	1.02
利润总额	3.75	3.26
营业利润率	25.29	10.02
总资本收益率	1.15	0.86
净资产收益率	1.64	1.33

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2020 年, 公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.86%和 1.33%, 同比分别减少 0.29 个百分点和 0.31 个百分点。

5. 现金流分析

公司经营活动现金持续净流出且缺口进一步扩大, 经营活动回款质量转好, 筹资活动维持较大规模, 未来存在一定筹资压力。

受经营性业务以及往来款收支规模影响, 公司经营活动现金流入流出规模显著增长。2020 年, 公司经营活动现金流入 44.32 亿元, 同比增长 102.79%, 主要为经营性业务收到的现金 34.86 亿元和往来款项收到的现金 8.25 亿元。2020 年, 公司现金收入比为 117.21%, 同比增加 50.30 个百分点, 回款质量大幅提升。2020 年, 公司经营活动现金流出 69.80 亿元, 同比增长 111.47%, 主要为经营性业务支付的现金 49.09 亿元 (包括建设项目投入 25.45 亿元、购买商品及其他支出合计 23.63 亿元) 和往来款项支付的现金 18.40 亿元。2020 年, 公司经营活动净现金流 -25.49 亿元, 缺口进一步扩大。

表 14 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项 目	2019 年	2020 年
经营活动现金流入量	21.85	44.32
经营活动现金流出量	33.01	69.80
经营活动净现金流	-11.15	-25.49
现金收入比	66.91	117.21
投资活动净现金流	-5.21	3.83
筹资活动净现金流	17.76	25.35

注: 尾差系四舍五入所致

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

2020年,公司投资活动现金流入量大幅增长至9.59亿元,主要包括合并范围增加子公司取得的现金9.56亿元。2020年,公司投资活动现金流出量5.76亿元,主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金2.64亿元、投资支付的现金2.00亿元以及支付融资租赁款1.12亿元。2020年,公司投资活动现金净流量由负转正为3.83亿元。

2020年,公司筹资活动现金流入44.26亿元,主要为借款和发行债券(计入“其他与筹资活动有关的现金”)收到的现金。2020年,公司筹资活动现金流出18.92亿元,主要为偿付债务本息。2020年,公司筹资活动净现金流25.35亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内,公司短期偿债能力指标强,长期偿债能力指标较弱,考虑到公司在德兴市的行业地位以及德兴市政府的支持力度,公司整体偿债能力很强。

短期偿债能力方面,2020年,公司流动比率和速动比率均较2019年底有所增长,分别为750.68%和393.95%。2020年,公司经营活动现金呈净流出状态,对流动负债无保障能力。2020年底,公司现金短期债务比为1.40倍。

长期偿债能力方面,2020年,公司EBITDA3.66亿元,同比下降13.68%,同期,公司全部债务/EBITDA较2019年的19.69倍提高至32.18倍,EBITDA利息倍数较2019年的2.05倍下降至0.77倍。

截至2020年底,公司对外担保金额0.83亿元,担保比率为0.49%。公司对外担保全部为下属子公司开展经营性担保业务形成的担保,均为民营企业,存在一定的或有负债风险。

截至2020年底,公司共获得银行授信额度65.11亿元,已使用44.91亿元,尚未使用的额度为20.20亿元,公司间接融资渠道较为畅通。

7. 母公司财务分析

母公司是公司土地开发与整理业务的实施主体,母公司资产、所有者权益和负债占合并口径的比例高,债务负担一般,营业收入占比较低。

2020年底,受存货增长影响,母公司资产总额较2019年底增长9.08%至261.76亿元,其中流动资产160.32亿元,主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成;非流动资产101.44亿元,主要由长期股权投资构成。2020年底,母公司资产总额占合并口径的87.10%。

2020年底,母公司所有者权益为148.40亿元,与2019年底基本持平,其中实收资本占6.74%、资本公积占79.53%,母公司所有者权益稳定性较强。2020年底,母公司所有者权益占合并口径的86.46%。

2020年底,母公司负债总额113.36亿元,较2019年底增长23.74%,其中流动负债45.16亿元,主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成;非流动负债68.19亿元,由长期借款、应付债券和长期应付款构成。母公司2020年底资产负债率43.31%,较2019年底增加5.13个百分点,债务负担一般。2020年底,母公司负债总额占合并口径的87.96%。

2020年,母公司营业收入为11.10亿元,营业成本为7.65亿元,利润总额为3.64亿元。2020年,母公司营业收入占合并口径的37.32%,占比较低。

十、跟踪评级债券偿还能力分析

截至2021年5月底,公司存续债券的短期偿债压力小。

截至2021年5月底,公司存续债券余额31.4亿元(不包括可转债)。其中,一年内到期的应付债券为“16德兴城经债/PR德投债”分期还本金额1.60亿元。截至2020年底,公司现金类资产为21.81亿元;2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为

44.32亿元、-25.49亿元和3.66亿元，为公司债券待偿还本金峰值的6.72倍、-3.86倍和0.55倍。公司对存续债券保障情况下表。

表15 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	指标值
2021 年到期债券余额	1.60
未来待偿债券本金峰值	6.60
2020 年底现金类资产/2021 年到期债券余额	13.63
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	6.72
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-3.86
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.55

资料来源：联合资信整理

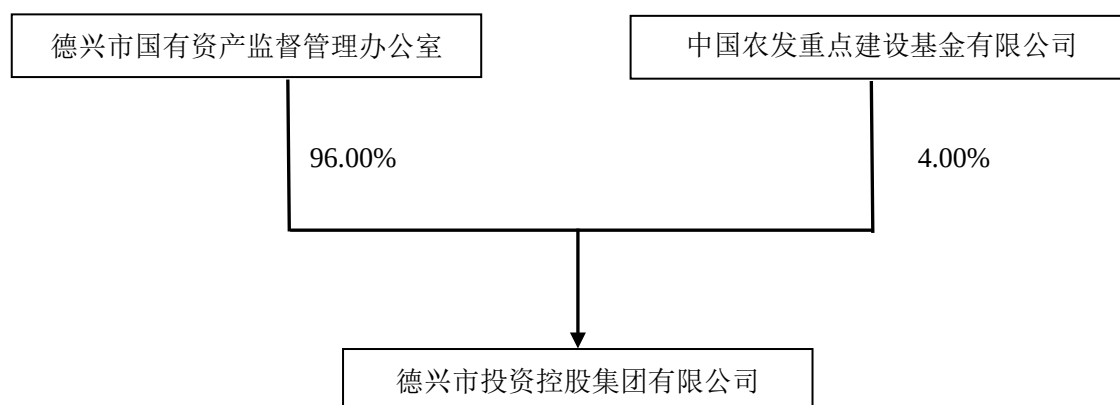
总体看，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力强；经营活动现金流入量规模大，对公司待偿还存续债券本金峰值的保障能力强。

“16德兴城经债/PR德投债”以国有土地使用权及房地产进行抵押担保，“16德兴城经债/PR德投债”抵押的国有土地使用权及房地产账面价值为10.46亿元，为“16德兴城经债/PR德投债”本金余额的3.27倍，保障能力较好。考虑到上述用于抵押的国有土地使用权及房地产未在2020年底重新进行价值评估，其实际价值或存在高估的风险。

十一、 结论

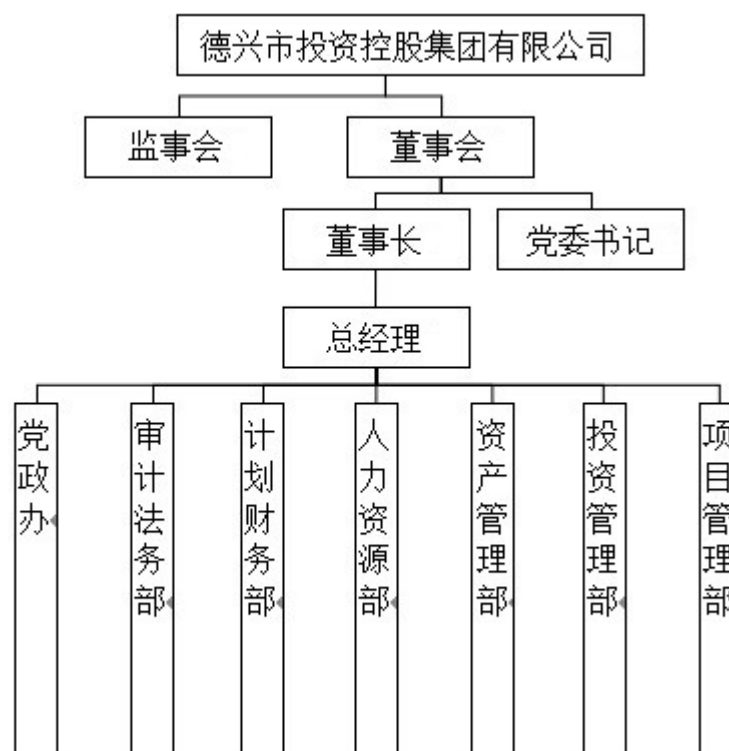
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“16 德兴城经债/PR 德投债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
		直接	间接	
德兴市黄金有限公司	黄金的勘查、采选、冶炼、加工销售	100.00	--	投资设立
厦门德金贸易有限公司	批发	--	51.00	投资设立
德兴市德美黄金精炼有限公司	有色金属冶炼和压延加工业	--	51.00	投资设立
德兴市交通投资有限公司	重大基础设施项目投资、建设、管理	100.00	--	投资设立
德兴市公交客运有限公司	城乡客运服务、广告服务、旅游客运服务、出租客运服务	--	100.00	股权划转
德兴市公务用车服务有限公司	公务用车服务	100.00	--	投资设立
德兴市城市建设投资有限公司	基础设施建设	100.00	--	股权划转
德兴市保障性住房投资建设有限公司	商务服务	--	100.00	股权划转
德兴市兴德置业有限公司	房地产开发	100.00	--	投资设立
德兴市兴德殡改服务有限公司	殡仪馆管理服务、殡葬礼仪服务	--	100.00	投资设立
德兴市返乡创业产业园管理有限公司	商务服务	100.00	--	投资设立
德兴市德能产业园发展有限公司	产业园区投资项目管理、运营	100.00	--	股权收购
德兴市国有资产经营有限责任公司	国有资产管理、经营、开发	100.00	--	股权划转
德兴市双溪温泉开发经营有限责任公司	地热水泉水的开发、利用、管理、销售	--	100.00	投资设立
江西大茅山旅游发展股份有限公司	景区建设	80.40	12.00	股权划转
德兴市银鹿宾馆有限公司	餐饮、住宿服务、酒店经营管理	--	100.00	投资设立
德兴市梧风银河宾馆有限公司	餐饮、住宿服务、酒店经营管理	--	100.00	投资设立
江西中惠旅大茅山旅游经营管理有限公司	酒店管理运营	--	65.00	投资设立
德兴市兴德新能源开发有限公司	光伏电站投资、建设、运营管理、维护及保洁	100.00	--	投资设立
江西铜都投资有限公司	基础设施建设	100.00	--	股权划转
江西省德贤珠宝产业园开发有限公司	房屋建筑	53.00	30.00	投资设立
德兴市德贤房地产开发有限公司	房地产		83.00	投资设立
德兴市卓悦置业有限公司	房地产		83.00	投资设立
江西万舟再生资源有限公司	再生物资、废旧物资回收、加工及销售	51.00	--	投资设立
江西万之舟再生资源有限公司	批发业		30.60	投资设立
德兴市兴德石材制砂有限公司	机制砂、碎石生产、加工、销售	51.00	--	投资设立
德兴市城市发展投资有限责任公司	基础设施建设	0.99	--	投资设立
德兴金鑫融资租赁有限公司	货币金融服务	100.00	--	投资设立
德兴市铜都融资担保有限公司	商务服务业	100.00	--	股权划转
德兴市兴德新型墙体材料有限责任公司	制造业	51.00	--	投资设立
德兴金鑫金融服务有限公司	其他金融服务	100.00	--	投资设立

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
		直接	间接	
德兴市铜都开发有限公司	房地产	--	100.00	投资设立
德兴市公路基础设施建设开发有限公司	房地产	--	100.00	投资设立
德兴市兴德市政工程有限公司	土木工程建筑	--	100.00	投资设立
上饶市兴德农产品市场股份有限公司	商务服务		61.93	投资设立
德兴市兴德矿业有限公司	其他采矿	100.00	--	投资设立
德兴市兴德资产运营管理有限公司	商务服务	54.31		投资设立
德兴市农业发展投资集团有限公司	农、林、牧、渔专业及辅助性活动	100.00	--	投资设立
德兴市工投投资发展有限公司	资本市场服务	100.00	--	投资设立
德兴市铜都文化旅游产业发展集团有限公司	娱乐	100.00	--	投资设立

注：德兴市城市发展投资有限责任公司由江西金控投资管理中心（有限合伙）（出资 10 亿元，占 99.01%）与公司共同投资设立，公司尚未对其出资。根据其章程约定，江西金控投资管理中心（有限合伙）将所持有股权对应的表决权全部委托公司行使，故纳入公司合并范围
 资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	17.76	17.15	21.81
资产总额（亿元）	166.62	264.60	300.52
所有者权益（亿元）	91.20	167.26	171.64
短期债务（亿元）	6.41	10.59	15.60
长期债务（亿元）	59.00	72.91	102.23
全部债务（亿元）	65.42	83.49	117.83
营业收入（亿元）	12.67	15.24	29.74
利润总额（亿元）	2.92	3.75	3.26
EBITDA（亿元）	3.39	4.24	3.66
经营性净现金流（亿元）	-4.64	-11.15	-25.49
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.83	0.75	1.32
存货周转次数（次）	0.17	0.16	0.32
总资产周转次数（次）	0.08	0.07	0.11
现金收入比（%）	72.62	66.91	117.21
营业利润率（%）	10.79	25.29	10.02
总资本收益率（%）	1.63	1.15	0.86
净资产收益率（%）	2.80	1.64	1.33
长期债务资本化比率（%）	39.28	30.36	37.33
全部债务资本化比率（%）	41.77	33.30	40.71
资产负债率（%）	45.26	36.79	42.89
流动比率（%）	840.40	666.53	750.68
速动比率（%）	420.23	374.99	393.95
经营现金流动负债比（%）	-28.25	-45.66	-98.76
现金短期债务比（倍）	2.77	1.62	1.40
全部债务/EBITDA（倍）	19.29	19.69	32.18
EBITDA 利息倍数（倍）	1.89	2.05	0.77

注：长期应付款中有息部分纳入长期债务核算

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	10.99	14.36	12.89
资产总额（亿元）	151.46	239.98	261.76
所有者权益（亿元）	87.75	148.37	148.40
短期债务（亿元）	3.39	6.32	9.11
长期债务（亿元）	35.91	51.63	68.04
全部债务（亿元）	39.30	57.95	77.16
营业收入（亿元）	11.92	14.58	11.10
利润总额（亿元）	2.96	4.42	3.64
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-6.13	-11.91	-13.37
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.12	0.93	0.64
存货周转次数（次）	0.23	0.23	0.15
总资产周转次数（次）	0.08	0.07	0.04
现金收入比（%）	67.53	58.69	125.57
营业利润率（%）	11.76	28.18	30.89
总资本收益率（%）	2.04	1.65	1.25
净资产收益率（%）	2.96	2.30	1.90
长期债务资本化比率（%）	29.04	25.82	31.44
全部债务资本化比率（%）	30.93	28.09	34.21
资产负债率（%）	42.06	38.17	43.31
流动比率（%）	423.49	370.09	354.98
速动比率（%）	257.85	257.47	222.51
经营现金流动负债比（%）	-22.05	-29.78	-29.61
现金短期债务比（倍）	3.24	2.27	1.41
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/

注：长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；因母公司财务报表未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。