



信用等级通知书

信评委函字[2017]Y003-1号

中诚信证券评估有限公司对鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司及其拟发行的“2017年鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司主体信用等级为**AA-**，评级展望稳定；“2017年鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司公司债券”的信用等级为**AA+**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一七年七月二十日

2017年鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司公司债券信用评级报告

债券级别 AA⁺
主体级别 AA⁻
评级展望 稳定
发行主体 鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司
发行规模 12亿元
债券期限 7年。
债券利率 本期债券为固定利率债券。票面年利率根据上海银行间同业拆放利率（简称“Shibor”）的基准利率加上基本利差确定。Shibor基准利率为发行公告日前5个工作日全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网（www.shibor.org）上公布的一年期Shibor（1Y）利率的算术平均数（基准利率四舍五入，保留两位小数）。本期债券的最终基本利差和最终票面年利率将根据簿记建档结果确定，并报国家有关主管部门备案，在本期债券存续期内固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利。

偿还方式 本期债券每年付息一次，年度付息款项自付息日起不另计利息。每年付息时按债权登记日日终在证券登记托管机构托管名册上登记的各债券持有人所持债券面值所应获利息进行支付。本期债券的本金在本期债券存续期的第3年、第4年、第5年、第6年和第7年分期兑付，分别偿还本金的20%。每次还本时按债权登记日日终在证券登记托管机构名册上登记的各债券持有人所持债券面值占当年债券存续余额的比例进行分配（每名债券持有人受偿的本金金额计算取位到人民币分位，小于分的金额忽略不计）。

概况数据

鄱阳国资	2014	2015	2016
总资产（亿元）	33.98	46.72	50.64
所有者权益合计（亿元）	29.97	41.84	42.81
总负债（亿元）	4.01	4.88	7.83
总债务（亿元）	0.40	1.05	3.08
营业总收入（亿元）	3.15	3.79	2.23
净利润（亿元）	0.99	2.91	0.87
EBIT（亿元）	1.42	3.73	0.94
EBITDA（亿元）	1.43	3.74	0.95
经营活动净现金流（亿元）	0.28	-0.30	7.05
营业毛利率（%）	24.55	45.30	57.68
总资产收益率（%）	4.17	7.98	1.85
资产负债率（%）	11.80	10.44	15.47
总资本化比率（%）	1.30	2.44	6.70
总债务/EBITDA（X）	0.28	0.28	3.25
EBITDA利息倍数（X）	13.70	43.05	27.36

基本观点

中诚信证券评估有限公司（简称“中诚信证评”）评定“2017年鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司公司债券”的信用级别为AA⁺，该级别反映了本期债券信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司（以下简称“鄱阳国资”或“公司”）主体信用级别为AA⁻，评级展望为稳定。该级别反映了鄱阳国资偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司业务在鄱阳县处于垄断地位、当地政府对公司的有力支持、公司资产负债率较低等因素对公司发展的积极作用。同时，中诚信证评也关注到公司土地开发业务收入存在一定不确定性、公司未来存在一定资本支出压力、存在或有负债风险等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

此外，中诚信证评充分考虑了重庆三峡担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券还本付息的保障作用。

正 面

- 业务垄断性高。公司作为鄱阳县人民政府授权的从事基础设施建设、土地开发等业务的主体，在鄱阳县内上述业务领域拥有垄断优势，业务持续性相对较有保障。
- 政府支持力度大。鄱阳县人民政府给予公司较大支持，自公司成立以来多次对公司注入土地和房产，持续夯实公司的自有资本实力。此外，当地政府每年给予公司经营财政补贴以扶持公司发展。
- 资产负债率较低。2014~2016年末，公司资产负债率分别为11.80%、10.44%和15.47%，处于较低水平，财务弹性较大。
- 有力的偿债保障措施。三峡担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、计算总债务时，将其他应付款中的有息债务调整至交易性金融负债。

三峡担保（合并口径）	2014	2015	2016
总资产（亿元）	77.87	101.15	111.27
担保损失准备金合计（亿元）	18.69	18.65	19.64
所有者权益合计（亿元）	50.26	60.98	64.59
在保责任余额（亿元）*	614.19	780.10	1,139.93
当年新增担保额（亿元）*	239.62	417.20	604.73
担保业务（亿元）	10.21	9.85	9.91
投资收益（含利息收入）（亿元）	5.50	5.85	4.66
净利润（亿元）	7.39	6.02	6.03
平均资本回报率（%）	15.39	10.83	9.60
累计代偿率（%）*	1.25	1.53	1.67
核心资本放大倍数（X）	8.95	9.91	13.67
净资产放大倍数（X）	12.22	12.79	17.65

注：1、2014年~2016年母公司融资性担保放大倍数分别为9.38倍、7.11倍和5.93倍；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信证评计算口径，可能与公司统计口径有差异；3、本报告中不可得或不适用的数据或指标，均使用“-”表示，上表中含*标记的数据使用母公司口径。

保，对本期债券还本付息起到了很强的保障作用

关 注

- 土地开发业务收入存在一定不确定性。土地一级开发业务作为公司重要业务板块，受宏观环境及区域规划影响较大，存在一定不确定性。
- 公司未来存在一定资本支出压力。公司未来待整理土地及拟建基建项目较多，面临一定的投资压力，债务规模存在上行压力。
- 或有负债风险。公司对江西佳辉光电科技有限公司（以下简称“佳辉科技”）两笔银行借款提供担保，该两笔借款逾期未还，公司面临一定的代偿风险。

分 析 师

霍贾莉 hjzhang@ccxr.com.cn

陈 伟 zhchen@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年7月20日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

概 况

发债主体概况

鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司成立于 2007 年 7 月，原前身为鄱阳县芝诚投资股份有限公司，初始设立注册资本 1.00 亿元，由鄱阳县人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“鄱阳国资办”）分两期合计货币出资 0.58 亿元，江西省剑风教育投资有限公司以房屋、土地出资 0.42 亿元。2008 年 4 月 23 日，根据股东大会决议，公司名称变更为“鄱阳县芝诚投资有限责任公司”，公司类型变更为有限责任公司（国有控股）；同年 5 月，公司名称变更为“鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司”，同时，原股东江西省剑风教育投资有限公司将全部股权转让给鄱阳国资办。2009 年 2 月，新增股东江西国际信托投资股份有限公司货币增资 0.50 亿元，增资后公司注册资本增至 1.50 亿元。2012 年 8 月，江西国际信托投资股份有限公司将全部股权转让给鄱阳国资办。截至 2016 年末，公司注册资本 1.5 亿元，由鄱阳国资办全额出资，是公司的唯一股东。

鄱阳国资作为鄱阳县基础设施建设和国有资产经营的主要实体，主要职责是对鄱阳县内土地进行开发，筹集县域建设资金，承担鄱阳县基础设施建设，对国有资产进行优化管理，盘活存量资产，实现国有资产的保值、增值。截至 2016 年末，公司共有 11 家一级子公司纳入合并报表。

公司经营范围包括：国有资产投资、开发；房地产开发经营；土地开发整理；城市基础设施建设；公路、桥梁交通基础设施开发经营；农业项目开发；水利工程建设；生态保护和环境治理；旅游景区开发与管理；广告经营；新能源项目开发建设；国有资产租赁经营；国有资产增值的其他经营活动等。

截至 2016 年末，公司总资产为 50.64 亿元，所有者权益合计为 42.81 亿元，资产负债率为 15.47%。2016 年，公司实现营业总收入 2.23 亿元，净利润 0.87 亿元，经营活动净现金流 7.05 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	2017 年鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司公司债券
发行总额	12 亿元
债券期限	7 年
债券利率	本期债券为固定利率债券。票面年利率根据上海银行间同业拆放利率（简称“Shibor”）的基准利率加上基本利差确定。Shibor 基准利率为发行公告日前 5 个工作日全国银行间同业拆借中心在上海银行间同业拆放利率网（www.shibor.org）上公布的一年期 Shibor（1Y）利率的算术平均数（基准利率四舍五入，保留两位小数）。本期债券的最终基本利差和最终票面年利率将根据簿记建档结果确定，并报国家有关主管部门备案，在本期债券存续期内固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利。
偿还方式	本期债券每年付息一次，年度付息款项自付息日起不另计利息。每年付息时按债权登记日日终在证券登记托管机构托管名册上登记的各债券持有人所持债券面值所应获利息进行支付。本期债券的本金在本期债券存续期的第 3 年、第 4 年、第 5 年、第 6 年和第 7 年分期兑付，分别偿还本金的 20%。每次还本时按债权登记日日终在证券登记托管机构名册上登记的各债券持有人所持债券面值占当年债券存续余额的比例进行分配（每名债券持有人受偿的本金金额计算取位到人民币分位，小于分的金额忽略不计）。
募集资金用途	用于鄱阳县饶州北大道棚户区改造工程项、鄱阳县五一路城市停车场建设项目和补充营运资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

上饶市经济财政概况

上饶为江西省地级市，下辖 12 个县区，位于江西东北部，地处赣东北，与长三角经济区、海西经济区、皖江城市带经济区、鄱阳湖生态经济区“四区”交汇，为赣浙闽皖四省交界区域之地，豫章第一门户。

上饶市经济总量稳步增长，2016 年上饶市地区生产总值为 1,811.1 亿元，同比增长 9.0%。其中，第一产业增加值 235.4 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 864.0 亿元，增长 8.7%；第三产业增加值 711.7 亿元，增长 11.1%。2016 年上饶市三次产业结构调整为 13.0：47.7：39.3，第三产业占比较上年提高 1.5 个百分点。

2016年上饶市规模以上工业35个行业大类中，31个实现增长。其中，有色金属冶炼和压延加工业、电气机械和器材制造业、化学原料和化学制品制造业、非金属矿物制品业、纺织服装服饰业等五大行业分别增长6.0%、11.3%、32.2%、5.7%、16.3%，合计实现增加值433.2亿元，占规模以上工业的比重为57.6%，对规模以上工业增长的贡献率达67.0%。

2016年，上饶市固定资产投资为1,801.4亿元，比上年增长14.7%。从产业看，第一产业投资43.4亿元，增长5.4%；第二产业投资1,004.3亿元，增长8.3%；第三产业投资742.6亿元，增长25.5%。

总体来看，上饶市经济总量逐步增大，形成了以第二、三产业为主的经济发展结构，为上饶市财政实力的同步增长提供了支持。

在经济稳步增长的带动下，近年来上饶市财政收入稳步增长。2014~2016年，上饶市公共财政预算收入分别为194.21亿元、222.37亿元和227.54亿元，其中税收收入分别占比67.54%、65.86%和62.09%，公共财政预算收入主要来源于税收收入，财税结构相对合理和稳定。此外，上饶市的转移性收入规模也较大，2014~2016年分别为192.14亿元、221.61亿元和247.66亿元，稳定的上级补助收入进一步提高了上饶市的财政实力。

政府性基金收入方面，2014~2016年，上饶市政府性基金预算收入分别为92.86亿元、148.35亿元和142.30亿元，上饶市政府性基金收入受房地产调控政策的影响波动较大，未来存在一定的不确定性。

财政支出方面，近年来上饶市公共财政预算支出持续增加，2014~2016年分别为384.61亿元、456.96亿元和495.57亿元，主要用于教育、城乡社区事务和社会保障就业等。同期，政府性基金预算支出分别为102.28亿元、149.32亿元和154.28亿元，也呈逐年增长态势。

表 2：2014~2016 年上饶市财政收支情况（全口径）

单位：亿元

项目	2014	2015	2016
地方财政收入（1）	490.52	592.33	617.5
公共财政预算收入（2）	194.21	222.37	227.54
其中：税收收入	131.16	146.47	141.29
非税收入	63.05	75.90	86.25
政府性基金收入（3）	92.86	148.35	142.30
其中：国有土地出让收入	90.62	136.97	132.47
转移性收入（4）	192.14	221.61	247.66
地方财政支出（5）	486.89	606.28	649.85
公共财政预算支出（6）	384.61	456.96	495.57
政府性基金支出（7）	102.28	149.32	154.28
公共财政平衡率（8）	50.50%	48.66%	45.91%

注：地方财政收入（1）=（2）+（3）+（4）；（5）=（6）+（7）；（8）=（2）/（6）。

资料来源：上饶市财政预决算报告，中诚信证评整理

总体来看上饶市公共财政预算收入近年保持较快增长，税收收入为其提供了有力支持。公共财政预算支出与公共财政预算收入的缺口主要由转移性收入来填补，对转移性收入的依赖度较大。

鄱阳县经济财政概况

鄱阳县位于上饶市西北，鄱阳湖东岸，北与彭泽县和安徽省东至县交界；南同余干县、万年县接壤；东以景德镇、乐平市为邻；西北同都昌县山水相连，是江西省面积第二大县、人口最多县。截至2016年末，鄱阳县辖1个街道办事处（饶州街道办事处）、14个建制镇、15个乡、总人口163万。鄱阳县辖区面积4,215平方公里，县内水域面积948.7平方公里，占辖区面积的22.50%，有“中国湖城”之称。

鄱阳县地处“昌九景”金三角腹地，是环鄱阳湖经济圈的重要组成部分，是鄱阳湖畔正在建设中的区域中心城市。鄱阳县城距景德镇、九江机场、南昌昌北机场分别为半小时、1小时、2小时车程，一小时经济圈已基本形成。境内乐安河、西河、潼津河、昌江经鄱阳湖直通长江，鄱阳港是江西省重要港口，千吨货轮可直达长江。“两高一铁”（景婺衢铁路）建成后，鄱阳将进入江浙沪4小时经济圈，鄱阳县的区位优势将更加突出。

2014~2016年，鄱阳县分别实现生产总值159.02亿元、180.30亿元和189.80亿元，同比分别增长

13.50%、8.40%和8.10%。2016年，鄱阳县实现固定资产投资161.70亿元，增长14%；规模以上工业增加值64.80亿元，增长9.4%。

总体来看，受益于较好的区位优势和丰富的资源，鄱阳县积极进行基础设施建设、发展现代农业，推动以工业为主导的产业布局，为全县经济建设奠定了基础。

近年来随着招商引资与对外开放力度加大，鄱阳县宏观经济形势持续向好，财政实力稳步增强。2014~2016年，鄱阳县公共财政预算收入分别为11.42亿元、13.47亿元和13.33亿元，其中，税收收入分别为8.45亿元、9.79亿元和9.10亿元，占比分别为73.99%、72.68%和68.27%。

公共财政预算支出方面，2014~2016年，鄱阳县公共财政预算支出分别为47.51亿元、56.69亿元和59.12亿元，从支出构成来看，鄱阳县财政支出主要用于教育、一般公共服务、社会保障、医疗卫生支出及农林水事务等领域。从财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出*100%）来看，2014~2016年，鄱阳县财政平衡率分别为24.04%、23.76%和22.55%，财政自给能力较差，财政总收入较大部分来源于上级补助收入，2014~2016年，鄱阳县上级补助收入分别为34.54亿元、39.91亿元和45.11亿元。

表 3：2014~2016 年鄱阳县财政收支主要指标

单位：亿元			
项目名称	2014	2015	2016
公共财政预算收入（1）	11.42	13.47	13.33
其中：税收收入	8.45	9.79	9.10
政府性基金收入（2）	6.40	3.02	4.68
上级补助收入（3）	34.54	39.91	45.11
财政总收入（4）	52.36	56.40	63.12
公共财政预算支出（5）	47.51	56.69	59.12
政府性基金支出（6）	6.43	3.62	2.72
上解上级支出（7）	0.58	1.00	1.28
财政总支出（8）	54.52	61.31	63.12
财政平衡率（9）	24.04%	23.76%	22.55%

注：（4）=（1）+（2）+（3）；（8）=（5）+（6）+（7）；
（9）=（1）/（5）。

资料来源：鄱阳县财政局，中诚信证评整理

从政府性基金来看，2014~2016年鄱阳县政府性基金收入分别完成6.40亿元、3.02亿元和4.68

亿元。受房地产调控政策的影响，鄱阳县土地出让收入出现了一定幅度下、滑；2014~2016年政府性基金支出分别为6.43亿元、3.62亿元和2.72亿元，呈逐年下降趋势。

政府性债务方面，截至2016年末，鄱阳县直接债务余额为3.48亿元，担保债务余额为1.21亿元，地方政府债务余额总计4.09亿元。

总体而言，近年来，鄱阳县地区财政实力持续增长。但中诚信国际也关注到鄱阳县财政自给能力较弱，主要依赖上级转移支付来满足刚性支出。

竞争实力

公司是鄱阳县最主要的基础设施投融资与建设主体，负责鄱阳县范围内的重大基础设施建设、土地开发以及少量保障房业务。近年来公司在资产注入、财政补贴等方面获得了鄱阳县人民政府的大力支持。

为支持公司发展，2014~2016年，鄱阳县政府累计向公司注入投资性房地产、土地使用权和子公司共计14.88亿元，其中投资性房地产12.36亿元、土地使用权2.43亿元及子公司0.09亿元，以上均计入资本公积。

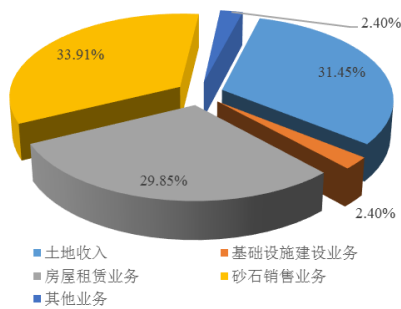
财政补贴方面，2014~2016年，公司分别收到鄱阳县财政局拨付的相关补贴款1,396.13万元、2,622.04万元和3,085.83万元。

总体来看，公司作为鄱阳县最重要的基础设施投融资建设主体，在资产、资金注入及政府补贴等方面获得当地政府的支持力度较大，公司具有一定的竞争及抗风险能力。

业务运营

公司是鄱阳县土地开发整理和城镇化基础设施建设最重要的主体，目前，公司已经形成以土地开发、基础设施建设、房屋租赁及砂石销售为主的业务发展格局。2014~2016年，公司营业总收入分别为3.15亿元、3.79亿元和2.23亿元。

图 1：公司 2016 年营业总收入构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

土地开发业务

土地开发业务主要由公司本部负责，主要负责鄱阳县城区域内的土地开发整理工作，是鄱阳县重要的土地开发公司。公司于 2009 年与鄱阳县人民政府签订了《土地开发整理框架协议》，协议赋予公司在鄱阳县范围内的土地开发职责。近两年，公司相继完成了迎宾大道东侧、汽车站、体育公园东侧等 25 宗地块的土地出让，实现了较为可观的经营收益。

从业务模式来看，公司经鄱阳县人民政府批准对鄱阳县辖区范围内的土地进行开发，公司根据鄱阳县的建设规划与土地市场需求，待相关土地达到可出让状态后，委托鄱阳县国土资源局进行“招拍挂”程序出让。土地成交后，竞得人与鄱阳县国土资源局签订土地出让合同，鄱阳县财政局将竞得人缴纳的土地出让金在扣除各项规费后 100% 返还公司，公司据此确认收入。

2014 年，公司完成 12 宗共计 431.39 亩土地的开发整理工作，包括 8 宗商住用地、3 宗住宅用地，1 宗金融业用地，其中 3 宗商住用地位于鄱阳县城周边的芦田及团林乡，位置较为偏远，评估价值远低于鄱阳县城内土地，因而 2014 年的平均开发成本低于 2013 年；2015 年，公司完成 6 宗共计 405.32 亩土地的开发整理工作，包括 4 宗商住用地，1 宗住宅用地，1 宗交通商服用地，但其中有 1 宗商住用地位于鄱阳县周边区域高家岭镇，1 宗住宅用地位于鄱阳县城周边区域的团林乡镇，受土地用途及土地所处位置影响，公司 2015 年的土地平均开发成本低于 2014 年。2016 年，公司完成 19 宗共计

707.28 亩土地的开发整理工作，包括 1 宗商业用地，2 宗住宅用地，6 宗商住用地，10 宗工业用地，由于工业用地占比较大，公司 2016 年的土地平均开发成本远低于 2015 年。

表 4：2014~2016 年公司土地开发情况

单位：万元、亩、万元/亩

项目名称	2014	2015	2016
土地整理面积	431.39	405.32	707.28
平均开发成本	54.42	48.64	6.53
土地开发总成本	23,476.47	19,714.34	4,618.45

注：土地开发成本主要为划拨土地的账面价值。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司的土地出让情况良好，当年开发整理的土地均于当年实现出让。2014~2016 年，公司实现出让的土地面积分别为 431.39 亩、405.32 亩和 707.28 亩，平均开发收入分别为 60.72 万元/亩、66.75 万元/亩、9.93 万元/亩，获得扣除规费后的土地开发收入分别为 26,192.70 万元、27,054.90 万元和 7,020.00 万元，是公司营业收入的主要来源。受 2016 年开发用地主要为工业用地出让收入较低的影响，2016 年土地开发收入较之前大幅降低。

表 5：2014~2016 年公司土地出让情况

单位：万元、亩、万元/亩

项目名称	2014	2015	2016
土地出让面积	431.39	405.32	707.28
平均开发收入	60.72	66.75	9.93
土地开发总收入	26,192.70	27,054.90	7,020.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2016 年末，公司待开发土地面积 716.06 亩，土地账面价值为 8.70 亿元，暂未有抵押，土地均已办理土地权证。

表 6：截至 2016 年末公司土地储备情况

单位：亩

土地性质	面积	已抵押面积
有所有权证		
出让地	180.69	0
划拨地	535.37	0
合计	716.06	0

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

综合来看，公司作为鄱阳县重要的土地开发整理公司，在业务上具有一定的垄断性，且有一定的土地储备，但公司土地资产多为划拨地，且土地转让受宏观环境及区域规划影响较大，土地业务未来

存在较大不确定性，中诚信证评将对此保持持续的关注。

基础设施建设业务

公司的基础设施建设业务主要由公司本部承担。公司是鄱阳县重要的基础设施建设主体，自成立以来，承接了多个鄱阳县范围内重点市政基础设施建设项目。

公司承担的委托代建项目均与鄱阳县人民政府签订《基础设施建设委托代建框架协议》，公司依据协议规定，从事鄱阳县范围内市政基础设施建设业务，并根据协议约定收取 10%~20% 的委托代建收入。

从业务模式来看，公司先行筹措项目建设资金，并负责项目的全过程代建，包括土地征迁、前期设计、施工建设、工程竣工结算、竣工验收、项目后期评估以及项目建设相关的其他工作。公司承担代建项目的投入均计入存货。待项目竣工移交后，公司与鄱阳县人民政府进行结算，按比例收取委托代建费用。截至 2016 年末，公司已完成的項目有迎宾大道工程项目和湖城大道工程项目。2014~2016 年，公司分别实现基础设施建设收入 260.42 万元、988.25 万元和 534.84 万元。

表 7：截至 2016 年末公司已完工基础设施项目情况

单位：亿元			
项目名称	建设内容	总投资	政府已回购金额
迎宾大道工程项目	路面、绿化、排水	0.99	1.09
湖城大道工程项目	路面、绿化、排水	0.96	1.07
合计		1.95	2.16

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2016 年末，公司无在建基础设施项目。

拟建项目方面，截至 2016 年末，公司拟建项目包括鄱阳县饶州北大道棚户区改造工程项目及鄱阳县五一路城市停车场建设项目，均为本期债券的募投项目，预计总投资 13.32 亿元，建设期均为 2 年。除此之外，鄱阳县政府正在积极部署鄱阳县现代农业园、文化产业园以及综合环境治理工程，拟由公司承担建设任务，预期公司将承接更多的基础设施建设项目。

表 8：截至 2016 年末公司拟建基础设施项目情况

单位：亿元

项目名称	建设内容	总投资	资金来源	建设周期
鄱阳县饶州北大道棚户区改造工程	保障房建设	11.01	建设方自筹	2 年
鄱阳县五一路城市停车场建设项目	城市停车场建设	2.31	建设方自筹	2 年
合计	--	13.32	--	--

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司是鄱阳县重要的基础设施建设主体，业务量较有保障，回款相对及时。公司未来拟建项目投入较大，公司将面临一定资本支出压力。

房屋租赁业务

公司房屋租赁业务主要由公司本部承担。公司是鄱阳县国有资产经营的主要实体，其职责之一是管理和经营鄱阳县经营性国有资产，实现国有资产的增值保值。公司拥有大量的商铺、写字楼等优良资产，房屋租赁收入主要来自公司的自有房产出租。目前，公司注入的经营性资产中，除部分资产租赁给零星个体户经营外，大部分统一租赁给鄱阳县工业园区实业有限公司。

公司房屋租赁业务收入主要来自公司名下位于鄱阳镇商业大道、鄱阳镇鄱阳大道、鄱阳镇建设路等地的自有房产出租，其地理位置均处于鄱阳县核心商圈内，租约相对固定，租金根据近年来的市场价格稳步增长。

截止到 2016 年末，公司可供出租面积约 30.00 万平方米，出租率为 88.50%，2014~2016 年末，公司实现房屋租赁收入分别为 0.49 亿元、0.81 亿元和 0.67 亿元，总体比较稳定。

总体而言，由于公司与租户保持长期合作关系，租约相对固定，公司房屋租赁业务收入和利润较为稳定，房屋租赁业务是公司稳定的收入及利润来源之一。

砂石销售业务

公司的砂石销售业务主要由子公司鄱阳县鄱昌砂石有限公司（以下简称“鄱昌砂石”）承担，鄱

昌砂石于 2015 年 8 月 18 日经鄱阳县人民政府批准（鄱府字[2015]70 号）正式成立，由鄱阳县国资办代表县政府出资，注册资本人民币 100 万元，后股东转为鄱阳国资，主要经营范围为砂石开采及销售，主要销售产品包括毛砂、中粗及鹅卵石。鄱昌砂石作为鄱阳县河道采砂“统一经营”执行者，对符合规定的采砂船，依法组织统一开采、市场经营和生产管理，依据省市水利部门批准的年控制开采量 and 市场需求情况确定经营策略和经营目标。

具体操作方式上，鄱阳县政府将省管河道砂石开采权许可给鄱昌砂石，鄱昌砂石与有资质的民营采砂公司签订劳务承包合同，鄱昌砂石为有资质的采砂公司提供 10 元/方的开采补贴，其发包劳务费用计入鄱昌砂石的存货。待采砂公司完成所采砂石的销售后，按承包合同约定与鄱昌公司结算采砂款并结转成本。

截至 2016 年末，鄱阳县内河有三个采区生产点加上鄱阳湖 01 号采区生产点共 4 个采区生产点：即金方采区生产点、信江东大河十字河采区生产点和乐安河新排采区生产点。鄱阳湖鄱阳县 01 号采区受水位及禁渔期限限制，每年开采时间一般为 6 月中旬至 9 月初。2016 年，公司共采挖砂石 494.24 万吨，实现销售收入 7,568.65 万元。

表 9：2015~2016 年砂石产销量情况

单位：万吨、万元/吨、万元

年份	开采量	销量	平均售价	销售收入
2015	106	106	15.27	1,618.26
2016	494.24	494.24	15.31	7,568.65

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司砂石开采销售业务规模较小，盈利能力有限，但作为鄱阳县重要的砂石开采销售公司，具有一定的垄断性，盈利可持续性较强。

其他

公司其他业务还包括子公司赣剧团经营的赣剧戏剧演出业务，收入主要来源于表演门票收入，2015 年公司该业务实现收入 7.40 万元，2016 年公司该业务实现收入 3 万元，2014 年由于当年无演出该业务未实现收入。

战略规划

公司作为鄱阳县土地开发和城镇化基础设施建设主体，未来几年将依托市政府、区政府的大力支持，不断扩大经营规模、增强经济效益，进一步提高国有资产运营效率，以鄱阳国资为主体，以产权为纽带，逐步成为有核心竞争力的跨行业的综合性开发经营产业集团。

公司将以“市场运作、多元投资、法人治理”的运作方式，充分整合现有资产，不断优化公司的资产结构，提高公司盈利性资产的使用效率，实现公司资产结构的可持续发展。同时以整合市政建设资源的方式，不断挖掘鄱阳县建设的潜在资源，通过整合原有分散管理的县域公用设施，扩大公司的经营规模，提升公司的盈利能力。

“十三五”期间，公司将根据鄱阳县城市总体规划，结合公司实际情况，争取在重点工作上有新作为，在难点工作上取得新突破，不断提高公司的管理水平，努力使公司各项事业再上一个新台阶。

第一、加强融资及资金管理。公司将按照“立足当前、谋划长远”的思路，扎实推进融资工作，多渠道筹集资金。公司将进一步整合融资资源，发挥整体融资能力，逐步构建多元化的融资格局，实现融资方式多元化、融资主体层次多元化、融资渠道多元化。一方面根据项目特点灵活运用多种项目融资方式，另一方面通过提高自身盈利能力，积极运用直接融资方式，为县域建设提供多渠道稳定的资金来源，以加快县域建设步伐。

第二、公司将根据鄱阳县的整体发展规划及公司自身实际情况，做好土地整理与开发及基础设施建设，改善城市面貌，提升城市品位。公司将进一步加大土地前期整治开发的力度，加快土地上市进度，积极落实农用地转用指标，亦会充分利用这一过程不断提高收入水平，做大做强，提高公司抗风险能力。

第三、继续优化内部管理，提高管理水平。公司将继续坚持政企分开的原则，并按照现代企业制度的要求建立、完善内部管理机制，提高管理效率，增强企业发展活力。通过建立现代企业制度，切实

加强对国有资本的管理、运营和监督，推动国有资产的保值增值，不断壮大自身实力。

第四、强化公司人才储备的建设，为公司可持续发展奠定基础。公司将更加注重人力资源的储备和开发，打造一支专业化、实干型人才梯队，为公司今后的发展奠定坚实基础。

公司治理和管理

法人治理结构

公司不设股东会，建立了以董事会、监事会以及经营管理层两会一层为结构的治理机制。其中：董事会成员为 5 人，其中职工代表 2 人，职工代表董事由公司职工代表大会选举产生，非职工代表董事由出资人委派。董事会设董事长一人，由出资人鄱阳县国资办从董事会成员中指定。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘。总经理任期三年，任期届满可连任。公司设监事会，成员 5 人，其中职工代表 2 人，职工代表监事由职工代表大会选举产生，非职工代表监事由出资人委派。监事会主席由出资人从监事会成员中指定。监事的任期每届为三年，任期届满可连选连任。董事、高级管理人员不得兼任监事。此外，公司分设办公室、财务部、资产管理部和项目投资部 4 个部门。

管理水平

公司结合自身特点，建立了包括财务管理制度、子公司管理办法、关联交易管理办法、融资管理办法、担保管理办法等一系列内控风险制度。公司实行统一领导、分级管理的内部财务管理体制并严格控制对外担保，以财务部牵头的相关部门对被担保人的资产质量、偿债能力、财务信用等进行评估，经公司决策层集体审批同意后才能正式对外签署担保合同，担保合同签署后，按照国家统一的会计制度管理担保业务的处理规定，及时对担保业务进行核算和披露。在担保期满后，及时办理终止担保关系手续。

融资管理方面，公司制定了《鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司融资管理办法》，完善了内部管理制度。

关联交易方面，公司规定董事与董事会会议决议事项所涉及企业有关联关系的，不得对该项决议行使表决权，也不得代理其他董事行使表决权。公司与关联法人发生交易金额在 1,000 万元人民币以下，或占最近一期经审计净资产绝对值 0.5% 以下的关联交易，由董事会授权董事长审批；公司与关联方发生的交易（公司获赠现金资产和提供担保除外）金额在 10,000 万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值 5% 以上的关联交易，应及时披露，还应当聘请具有执业证券、期货相关业务资格的中介机构，对交易标的进行评估或审计，并将该交易提交出资人审议决定。

目前，公司管理制度涉及行政管理、投融资管理、子公司管理及关联交易等各个方面，规章制度较为完善，使得公司各部门和员工有矩可循，规范了公司内部管理秩序。

总体看来，公司不断完善的各项管理制度对于业务发展和管理效率的提高提供了一定的支持；不过，公司管理提升不仅要有完善的制度，更需要有坚定的执行力，公司如何在进一步完善各项制度的基础上提高制度运行的有效性，将是公司管理中长期面临的挑战。

财务分析

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 2014~2016 年度三年连审财务报告，公司各年度财务报表均按照新会计准则编制。截至 2016 年末，公司纳入合并报表范围包括 11 家全资子公司。

资本结构

随着鄱阳县政府持续的资产注入、承接土地开发整理与基础设施建设业务的增加以及经营性业务的扩张，公司的资产规模逐渐增加。2014~2016 年末，公司的资产总额分别为 33.98 亿元、46.72 亿元和 50.64 亿元。

资产构成方面，公司资产以非流动资产为主，截至 2016 年末，非流动资产在公司总资产中占比为 52.61%。2014~2016 年末，公司投资性房地产分别为 14.88 亿元、23.52 亿元和 23.76 亿元，占公司

总资产的比重分别为 43.79%、50.34%和 46.92%，其构成主要为房屋、建筑物。近三年，公司投资性房地产规模迅速增长，主要系鄱阳县人民政府持续向公司划拨房产，且公司按公允价值计量投资性房地产带来增值，使得公司投资性房地产逐年增加。

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货组成，截至 2016 年末，上述科目在流动资产中占比分别为 23.67%、25.34%和 40.77%。2014~2016 年末，公司其他应收款分别为 1.62 亿元、2.24 亿元和 6.08 亿元，呈逐年增长态势。2016 年末的其他应收款主要系应收鄱阳县鄱阳湖国家湿地公园生态旅游开发有限责任公司、重庆三峡担保股份有限公司、鄱阳县鄱阳湖投资有限公司等公司的往来款和担保保证金。截至 2016 年末，公司存货为 9.79 亿元，主要为公司拥有的待开发土地。

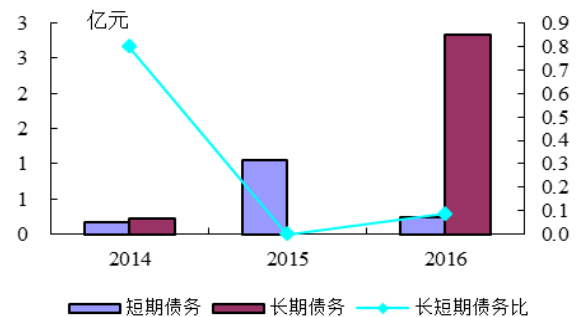
随着公司资本支出不断增加，近三年，公司总负债稳定增长。2014~2016 年末，总负债分别为 4.01 亿元、4.88 亿元和 7.83 亿元。截至 2016 年末，流动负债与非流动负债在总负债中占比分别为 48.47%和 51.53%，非流动负债占比较大。流动负债方面，公司流动负债主要以应付账款和应交税费为主，2014~2016 年公司应付账款分别为 1.30 亿元、1.11 亿元和 2.03 亿元，主要系未结算项目工程款。应交税费主要为应交企业所得税和房产税，2014~2016 年末应交税费分别为 0.50 亿元、0.56 亿元和 0.53 亿元。

非流动负债包括长期借款、递延所得税负债和预计负债。2014~2016 年末，公司长期借款分别为 0.22 亿元、0 亿元和 2.83 亿元。2014~2016 年末，公司递延所得税负债分别为 0.44 亿元、1.03 亿元和 1.07 亿元，全部是由投资性房地产的公允价值变动损益引起。2014~2016 年末，公司预计负债未发生变化，均为 0.14 亿元，系公司为佳辉科技向江西省农村信用合作社的 1,400 万元借款提供的担保，该笔借款逾期未归还，且佳辉科技财务状况不佳但尚未资不抵债，公司经测算计提 0.14 亿元预计负债。

债务规模方面，2014~2016 年末，公司总债务分别为 0.40 亿元、1.05 亿元和 3.08 亿元，债务规模呈上升趋势。从债务结构上来看，2014 及 2016 年末，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为

0.80 和 0.09，公司以长期债务为主，2015 年末，公司债务全部为短期债务，包括短期借款 0.84 亿元和一年内到期的非流动负债 0.21 亿元。同期，公司资产负债率分别为 11.80%、10.44%和 15.47%；总资本化比率分别为 1.30%、2.44%和 6.70%。

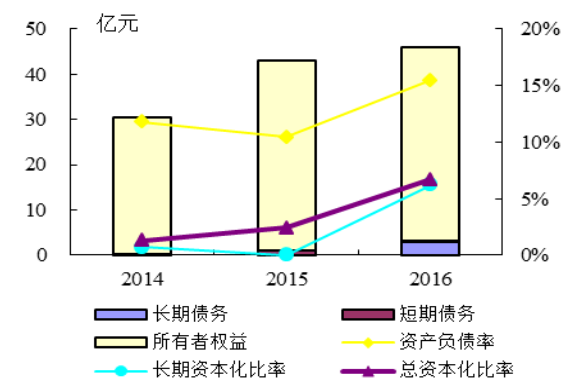
图 2：2014 年~2016 年公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

所有者权益方面，2014~2016 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 29.97 亿元、41.84 亿元和 42.81 亿元。2014~2016 年末，公司注册资本均为 1.50 亿元。鄱阳县政府持续的资产注入及公司业务发展推动公司所有者权益的增长，主要由资本公积和未分配利润增长所致。资本公积方面，2014~2016 年末分别为 26.32 亿元、35.29 亿元和 35.38 亿元。2014 年，根据鄱阳县政府鄱府字【2014】42 号文，公司获得价值 5.73 亿元的投资性房地产，计入资本公积；2015 年，根据鄱阳县政府鄱府字【2015】30 号文和鄱府字【2015】109 号文，公司获得 6.64 亿元的投资性房地产和 2.33 亿元的土地使用权，当年资本公积增加 8.97 亿元。2016 年，根据鄱阳县政府鄱府字【2016】6 号文，公司新划入 0.09 亿元的子公司。

图 3：2014 年~2016 年公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，作为鄱阳县重要的投融资平台，公司在资产注入方面得到了当地政府的大力支持，自有资本实力持续夯实。近年来公司资产规模稳步增长，债务规模维持在较低水平，目前公司资产负债率较低，财务结构较为稳健。

盈利能力

2014~2016 年，公司营业总收入分别为 3.15 亿元、3.79 亿元和 2.23 亿元。公司收入主要来自于土地开发业务、基础设施建设业务、房屋租赁业务和砂石销售业务。

分业务来看，土地开发、房屋租赁业务与砂石销售业务是公司主要经营领域，也是公司最主要的收入来源。2014~2016 年，公司土地开发业务收入分别为 2.62 亿元、2.71 亿元和 0.70 亿元，受 2016 年开发用地主要为工业用地出让收入降低的影响，土地开发收入较之前大幅降低；房屋租赁业务收入

分别为 0.50 亿元、0.81 亿元和 0.67 亿元，收入较为稳定，主要系鄱阳县人民政府给予公司较大的政策支持，持续将鄱阳县区域内的相应房产划拨给公司；砂石销售业务是公司 2015 年的新增业务模块，2015~2016 年分别实现收入 0.16 亿元和 0.76 亿元，对公司收入起到了一定补充作用。

从毛利率水平来看，2014~2016 年公司营业毛利率分别为 24.55%、45.30%和 57.68%。呈上升趋势。其中，土地开发业务近三年的毛利率分别为 10.31%、27.31%和 34.29%，逐年上涨，主要受出让的土地位置影响，2014 年公司出让土地中受团林乡、芦田等地块出让成交价格较低影响，当年土地开发业务毛利率相对较低。房屋租赁方面，公司毛利率保持在较高水平，2016 年公司房屋租赁业务的毛利率为 95.05%。

表 10：2014 年~2016 年公司营业总收入构成

单位：亿元、%

	2014		2015		2016	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发业务	2.62	10.31	2.71	27.31	0.70	34.29
基础设施建设业务	0.03	100.00	0.10	100.00	0.05	100.00
房屋租赁	0.49	95.56	0.81	97.36	0.67	95.05
砂石销售业务	--	--	0.16	53.93	0.76	42.57
其他业务	0.01	27.16	0.01	56.59	0.05	71.70
合计	3.15	24.55	3.79	45.30	2.23	57.68

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2014~2016 年，公司期间费用分别为 0.15 亿元、0.13 亿元和 0.10 亿元；同期三费收入占比分别为 4.80%、3.51%和 4.62%，有所波动，但总体呈上升趋势。公司的期间费用以财务费用为主，由于债务规模较小，财务费用始终维持在较低水平。

表 11：2014 年~2016 年公司期间费用分析

单位：亿元、%

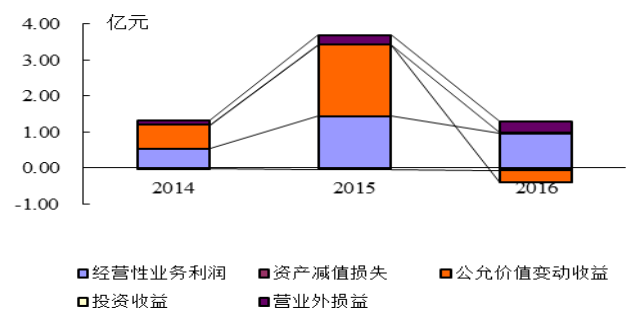
	2014	2015	2016
销售费用	--	--	--
管理费用	0.05	0.05	0.09
财务费用	0.10	0.09	0.01
三费合计	0.15	0.13	0.10
营业总收入	3.15	3.79	2.23
三费收入占比	4.80	3.51	4.62

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2014~2016 年，公司利润总额分别为 1.31 亿元、

3.64 亿元和 0.90 亿元，主要由经营性业务利润和营业外损益构成。经营性业务利润方面，2014~2016 年公司的经营性业务利润分别为 0.53 亿元、1.43 亿元和 0.96 亿元，有所波动。2014~2016 年公司的营业外损益分别为 0.14 亿元、0.26 亿元和 0.31 亿元。

图 4：2014 年~2016 年公司利润总额构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看,近年来公司经营水平稳步提升,经营性业务的利润贡献度尚可。但中诚信国际关注到,公司土地开发整理业务收入波动较大,可能影响公司盈利能力的稳定性。

偿债能力

从偿债能力指标来看,2014~2016年末,公司总债务分别为0.40亿元、1.05亿元和3.08亿元,呈上升趋势。近三年,公司经营活动净现金流呈上升趋势,对债务本息的覆盖能力也有所提升,2016年,经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障系数分别为2.29倍和203.85倍。2014~2016年末,公司EBITDA分别为1.43亿元、3.74亿元和0.95亿元,先升后降,由于债务规模较小,EBITDA利息保障倍数逐渐好转。截至2016年末总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为3.25倍和27.36倍,债务负担相对较轻。

表 12: 2014 年~2016 年公司主要偿债能力指标

项目名称	2014	2015	2016
长期债务(亿元)	0.22	--	2.83
总债务(亿元)	0.40	1.05	3.08
经营活动净现金流(亿元)	0.28	-0.30	7.05
EBITDA(亿元)	1.43	3.74	0.95
经营活动净现金流/总债务(X)	0.71	-0.29	2.29
总债务/EBITDA(X)	0.28	0.28	3.25
经营活动净现金流利息保障系数(X)	2.68	-3.46	203.85
EBITDA利息保障系数(X)	13.70	43.05	27.36

资料来源:公司财务报告,中诚信证评整理

从债务到期情况来看,截至2016年末公司总债务3.08亿元,大部分为长期债务。2016年公司置换政府债务0.66亿元。考虑到公司进行基础设施建设业务所借入的大部分贷款本息由政府偿还,公司实际偿债压力可控,中诚信证评将对公司债务情况持续关注。

或有事项方面,截至2016年末,公司共有4笔对外担保,对外担保余额0.55亿元,占净资产的比重为1.28%。公司为佳辉科技提供的2笔银行借款担保,因佳辉科技逾期未归还,公司经测算计提0.14亿元预计负债。针对公司对佳辉科技提供的2笔最高担保金额为2,500万元的抵押担保因佳辉科技财务状况不佳导致逾期的情况,鄱阳县人民政府

出具了《关于鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司部分对外担保情况的说明》(以下简称“《说明》”),向鄱阳国资承诺,将积极协调法院、银行、园区管理委员会等机构,一方面积极与佳辉科技取得联系,落实贷款偿还及担保责任的履行等相关事宜;另一方面将通过注入资产、加强被担保公司反担保或资产清偿等综合措施,妥善解决该担保事项。

表 13: 截至 2016 年末公司对外担保情况

单位: 亿元

被担保人	借款日期	还款日期	担保余额
江西佳辉光电科技有限公司	2008.11	2010.11	0.14
江西佳辉光电科技有限公司	2011.04	2012.04	0.11
江西省百盈明业投资有限公司	2015.05	2018.05	0.15
鄱阳县工业园区实业有限公司	2015.09	2018.09	0.15
合计	--	--	0.55

注:公司对佳辉科技1,100万元的担保,法院已判令银行在最高抵押额1,100万元内对公司提供抵押的财产拍卖、变卖的价款享有优先受偿权,因而公司未再计提预计负债。

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

资产抵质押方面,截至2016年末,公司受限资产1.48亿元,主要为土地使用权和投资性房地产,受限资产账面价值占总资产的比重为2.92%。

银行授信方面,截至2016年末,公司授信总额为3.08亿元,已全部使用完毕。

担保

三峡担保成立于2006年4月,原名重庆市三峡库区产业信用担保有限公司,成立时注册资本5亿元,全部由重庆渝富资产经营管理集团有限公司(以下简称“渝富公司”)出资。2009年9月,公司引入中国长江三峡集团公司(以下简称“三峡集团”)作为战略投资者,注册资本金增至20亿元,并更名为重庆市三峡担保集团有限公司;2010年9月三峡担保引入国开金融有限责任公司(以下简称“国开金融”)作为战略投资者,注册资本增至25亿元;2011年4月,中国长江三峡集团公司出资5亿元,注册资本金增至30亿元。三峡担保于2014年启动股份制改造工作,2015年5月,三峡担保名称变更为重庆三峡担保集团股份有限公司,企业类

型正式变更为股份有限公司，同年原股东等比例增资，三峡担保注册资本增至 36 亿元。2016 年，三峡担保以资本公积和未分配利润按持股比例转增股本，截至 2016 年末，三峡担保注册资本增至 46.50 亿元，三峡担保实际控制人为重庆市国资委。

作为地方政府实际控制企业，三峡担保致力于为全市中小企业和基础设施建设提供融资性和非融资性担保。自成立以来，三峡担保在重庆市委市府、国资委的领导大力支持下，始终坚持政策性目标与市场化并重的经营理念，业务规模保持快速增长。

目前三峡担保设立了万州、江津、黔江、成都、武汉、西安、北京和昆明 8 个分公司，拥有全资子公司深圳渝信资产管理有限公司，并控股重庆市教育担保有限责任公司、重庆渝台信用担保有限公司、重庆两江新区长江三峡小额贷款有限公司、重庆金宝保信息技术服务有限公司和重庆市小微企业融资担保有限公司五个子公司，持股比例分别为 60%、66.67%、55%、51%和 51%。同时公司还参股黔江鸿业担保和长寿宏昌担保等 4 家区县担保公司和重庆市再担保有限责任公司。截至 2016 年末，三峡担保合并口径总资产 111.26 亿元，净资产 64.59 亿元，在保余额 1,139.93 亿元。2016 年三峡担保实现担保业务收入 9.91 亿元，净利润 6.03 亿元。

中诚信证评肯定了三峡担保在重庆地区担保行业中的龙头地位、重庆地区商业性担保领域和金融产品担保巨大的市场潜力、同银行、区县政府之间良好的合作关系、良好的风险控制体系以及较强的资本实力。同时，中诚信证评也关注到监管环境亟待完善、三峡担保业务集中度偏高、代偿回收率偏低、资本金面临补充压力、以及业务规模扩大给三峡担保风险管理能力带来的挑战等。此外，三峡担保是一家由省级人民政府、国家级银行和中央大型企业出资的大型国有担保集团，重庆市政府为三峡担保的实际控制人，中诚信证评认为，重庆市政府具有较强的能力和意愿在有需要时对三峡担保给予支持，并将此因素纳入此次三峡担保主体评级考虑。

中诚信证评评定重庆三峡担保集团股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

结 论

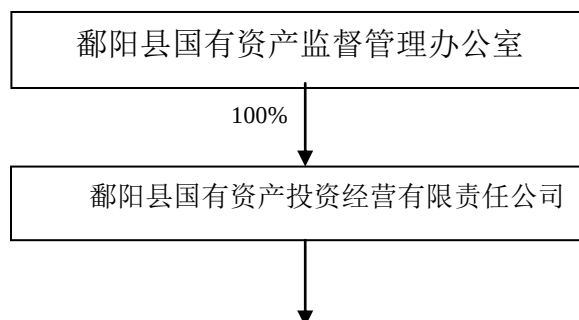
综上，中诚信证评评定鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司的主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；评定“2017 年鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司公司债券”的信用等级为 **AA⁺**。

关于2017年鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司 公司债券的跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级的权利。

同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

附一：鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司股权结构图（截至 2016 年末）



一级子公司名称	持股比例（%）
鄱阳县赣剧团有限责任公司	100
鄱阳县湖城能源投资有限公司	100
鄱阳县行政事业国有资产担保有限公司	100
鄱阳县鄱昌砂石有限公司	100
鄱阳县鄱兴房地产公司综合开发有限公司	100
鄱阳饶盛投资经营有限公司	100
鄱阳县现代农业投资有限公司	100
鄱阳县国有资产经营有限公司	100
鄱阳县农村水利投资有限公司	100
鄱阳县绿色能源投资有限公司	100
鄱阳县湖城物业发展有限公司	100

注：鄱阳县现代农业投资有限公司、鄱阳县农村水利投资有限公司、鄱阳县绿色能源投资有限公司、鄱阳县湖城物业发展有限公司、鄱阳县国有资产经营有限公司均于2016年12月23日成立，虽完成注册登记，但发行人没有对其实缴出资、没发生经营业务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司组织结构图（截至 2016 年末）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：鄱阳县国有资产投资经营有限责任公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016
货币资金	873.14	1,889.17	56,839.65
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	61,959.57	100,517.79	20,064.91
其他应收款	16,218.11	22,397.56	60,779.05
存货净额	98,222.29	92,496.16	97,879.57
可供出售金融资产	4,012.00	4,012.00	24,010.00
长期股权投资	900.00	903.13	875.21
固定资产	747.51	700.47	593.27
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	3,509.26	3,426.53	0.00
总资产	339,814.20	467,226.17	506,401.13
其他应付款	11,335.73	8,091.55	4,215.01
短期债务	1,756.40	10,456.40	2,450.00
长期债务	2,200.00	0.00	28,300.00
总债务	3,956.40	10,456.40	30,750.00
净债务	3,083.26	8,567.23	-26,089.65
总负债	40,112.25	48,788.72	78,328.73
财务性利息支出	1,045.19	868.64	345.91
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
实收资本	15,000.00	15,000.00	15,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	299,701.94	418,437.45	428,072.40
营业总收入	31,546.07	37,871.82	22,323.05
三费前利润	6,856.19	15,619.74	10,660.06
营业利润	11,788.12	33,795.26	5,911.35
投资收益	0.00	3.13	230.57
营业外收入	1,432.59	2,631.48	3,125.28
净利润	9,948.95	29,087.67	8,657.26
EBIT	14,185.31	37,265.41	9,369.45
EBITDA	14,317.07	37,397.34	9,464.02
销售商品、提供劳务收到的现金	4,189.74	9,509.25	112,320.91
收到其他与经营活动有关的现金	3,745.73	4,785.82	106,859.55
购买商品、接受劳务支付的现金	2,230.26	4,017.12	5,098.95
支付其他与经营活动有关的现金	2,374.43	8,087.39	140,568.69
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00
资本支出	808.86	2.15	5,594.82
经营活动产生现金净流量	2,801.52	-3,004.78	70,511.56
投资活动产生现金净流量	-808.86	-2.15	-31,387.36
筹资活动产生现金净流量	-1,932.86	4,022.97	15,826.27

财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率 (%)	24.55	45.30	57.68
三费收入比 (%)	4.80	3.51	4.62
总资产收益率 (%)	4.17	7.98	1.85
流动比率 (X)	5.57	5.93	6.32
速动比率 (X)	2.51	3.44	3.74
资产负债率 (%)	11.80	10.44	15.47
总资本化比率 (%)	1.30	2.44	6.70
长短期债务比 (X)	0.80	0.00	0.09
经营活动净现金/总债务 (X)	0.71	-0.29	2.29
经营活动净现金/短期债务 (X)	1.60	-0.29	28.78
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.68	-3.46	203.85
总债务/EBITDA (X)	0.28	0.28	3.25
EBITDA/短期债务 (X)	8.15	3.58	3.86
货币资金/短期债务 (X)	0.50	0.18	23.20
EBITDA 利息倍数 (X)	13.70	43.05	27.36

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、计算总债务时，将其他应付款中的有息债务调整至交易性金融负债

附四：重庆三峡担保集团股份有限公司主要财务数据及担保组合数据

(金额单位：百万元)	2014	2015	2016
资产			
货币资金	3,496.97	1,877.29	1,627.27
存出担保保证金	1,289.72	1,146.26	869.06
交易类金融资产	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	802.59	3,503.44	4,062.19
委托贷款	656.57	583.01	1,003.28
长期股权投资	35.00	87.14	82.14
现金及投资资产合计	6,935.58	7,925.37	8,271.83
应收账款净额	302.95	595.34	626.25
其他资产	342.94	1,383.42	2,022.07
资产合计	7,787.21	10,115.13	11,126.62
负债及所有者权益			
短期借款	57.00	15.00	0.00
未到期责任准备金	874.94	866.22	869.94
担保合同准备金	993.95	998.50	1,093.59
担保损失准备金合计	1,868.89	1,864.72	1,963.53
存入担保保证金	578.75	492.87	525.47
其他负债	256.66	1,644.57	1,828.32
实收资本	3,000.00	3,600.00	4,650.00
一般风险准备	243.02	305.06	359.02
所有者权益合计	5,025.91	6,097.97	6,458.81
利润表摘要			
担保业务净收入	880.56	993.51	990.63
担保合同准备金支出	(329.73)	(304.97)	(276.02)
提取未到期责任准备	0.00	0.00	0.00
担保业务净收入	547.94	688.09	713.94
投资收益（含利息收入）	550.20	584.73	466.26
其他业务净收入	48.81	67.44	29.44
业务及管理费用	(203.86)	(232.97)	(261.59)
营业税金及附加	(82.04)	(81.44)	(30.49)
营业利润	855.72	700.84	691.76
营业外收支净额	16.74	13.91	37.84
税前利润	872.46	714.76	729.59
所得税	(133.31)	(112.50)	(126.82)
净利润	739.15	602.25	602.77
担保组合			
在保余额（亿元）	614.19	780.10	1,139.93
当年新增担保额（亿元）*	239.62	417.20	604.73

注：上表中含*标记的数据使用母公司口径。

附五：重庆三峡担保集团股份有限公司主要财务指标

	2014	2015	2016
年增长率（%）			
现金及投资资产	6.55	14.27	4.37
总资产	13.63	29.89	10.00
担保损失准备金	30.44	(0.22)	5.30
所有者权益	9.74	21.33	5.92
担保业务收入	19.09	12.83	(0.29)
担保业务成本	113.84	(8.18)	(9.41)
担保业务净收入	(6.15)	25.58	3.76
投资收益（含利息收入）	19.45	6.28	(20.26)
业务及管理费用	9.86	14.28	12.28
营业利润	10.00	(18.10)	(1.30)
税前利润	9.67	(18.08)	2.08
净利润	10.25	(18.52)	0.09
年新增担保额	(15.56)	74.10	44.95
在保余额	9.87	27.01	46.13
盈利能力（%）			
成本费用率	19.44	19.26	27.02
投资回报率	8.18	7.87	5.76
平均资产回报率	10.10	6.73	5.68
平均资本回报率	15.39	10.83	9.60
担保项目质量（%）			
年内代偿额（百万元）*	376.43	545.16	544.09
年内回收额（百万元）*	198.08	101.15	414.16
年内代偿率*	1.91	2.26	2.14
累计代偿率*	1.25	1.53	1.67
累计回收率*	41.21	31.83	44.78
担保损失准备金/在保余额	3.04	2.39	1.72
最大单一客户在保余额/核心资本	18.03	63.03	57.09
最大十家客户在保余额/核心资本	152.14	261.61	280.22
资本充足性			
净资产（百万元）	5,025.91	6,097.97	6,458.81
核心资本（百万元）	6,859.80	7,875.55	8,340.19
净资产放大倍数（X）	12.22	12.79	17.65
核心资本放大倍数（X）	8.95	9.91	13.67
流动性（%）			
高流动性资产/总资产	71.78	64.53	58.94
高流动性资产/在保余额	9.10	8.37	5.75

注：[1]上表中含*标记的数据使用母公司口径。

[2]2014年至2016年母公司融资性担保放大倍数分别为9.38倍、7.11倍和5.93倍。

附六：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附七：三峡担保主要财务指标计算公式

现金及投资资产=现金及现金等价物+银行存款+交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期证券+长期股权投资+投资物业+委托贷款

高流动性资产=现金及现金等价物+银行存款+交易性金融资产+可供出售金融资产

担保损失准备金=未到期责任准备金+担保赔偿准备金

核心资本=所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资

在保责任余额=在保余额-分保余额（含分出担保责任）

营业利润=担保业务净收入+利息收入+投资收益+公允价值变动损益+其他业务净收入

年度承保费用率=（管理费用+财务费用+营业税金及附加+其他费用支出）/已实现承保收入

年内代偿率=年内解除担保项目代偿支出/年度解除担保额

累计代偿率=成立以来累计代偿支出/成立以来累计解除担保额

担保损失准备金覆盖率（X）=（担保赔偿准备金+担保责任准备金）/累计代偿支出

核心资本担保放大倍数=在保责任余额/核心资本

净资产担保放大倍数=在保责任余额/净资产

附八：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。