

2012 年上饶市城市建设投资开发集团有限公司

公司债券 2018 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第
【667】号 01

债券简称: 12 饶城投债
/PR 饶城投

债券剩余规模: 5.2 亿元

债券到期日期:
2019 年 09 月 10 日

债券偿还方式:
按年计息, 每年付息一
次, 第三年末至第七年
末分别偿还本期债券本
金的 20%, 最后五年每
年的应付利息随当年兑
付的本金部分一起支
付。

分析师

姓名:
何馨逸 张昱燊

电话:
021-51035670

邮箱:
hexy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
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。

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

2012 年上饶市城市建设投资开发集团有限公司 公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 17 日	2017 年 06 月 26 日

评级观点:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对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”或“公司”) 及其 2012 年 9 月 10 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2018 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA+, 发行主体长期信用等级维持为 AA+, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到 2017 年外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础, 公司主营业务收入大幅增长, 代建项目收入为公司主营业务收入的主要来源, 未来收入有一定的保障, 公司在资产划拨和财政补贴方面获得较大的外部支持; 同时我们也关注到, 公司资产流动性较弱, 面临较大的资金压力较大和偿债压力, 以及存在一定或有负债风险等风险因素。

正面:

- 外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础。2017 年上饶市地区生产总值达到 2,055.4 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 8.8%。
- 公司主营业务收入大幅增长, 代建项目收入为公司主营业务收入的主要来源, 未来收入有一定的保障。2017 年公司实现主营业务收入 40.79 亿元, 同比大幅增长 97.47%; 2017 年代建项目业务收入占主营业务收入为 92.36%, 是主营业务收入的主要来源, 截至 2017 年末, 公司主要在建和拟建项目预计总投资 437.81 亿元, 累计已投资 140.65 亿元, 未来项目完工结转将确认相应的成本和收入, 未来收入有一定保障。
- 公司在资产划拨和财政补贴方面获得较大的外部支持。上饶市政府将市光伏精准扶贫项目资产划入公司, 评估价值为 20.17 亿元, 公司资本实力进一步增强。2017

年政府给予公司政府补贴共计 4.37 亿元，提高了公司整体盈利水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2017 年底，公司资产中应收款项和存货共计占资产的比重为 64.85%，应收款项回收时间不确定，其他应收款规模较大，占用公司营运资金，且存货中部分土地资产被抵押，资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2017 年 12 月末，公司主要在建和拟建项目预计总投资 437.81 亿元，累计已投资 140.65 亿元，未来尚需投资至少为 323.18 亿元，公司面临较大的资金支出压力。
- **公司面临较大的偿债压力。**截至 2017 年末，公司有息债务合计 273.12 亿元，同比增长 18.80%，其中短期有息债务 59.25 亿元，同比大幅增长 76.48%，短期偿债压力加大；2017 年 EBITDA 利息保障倍数为 0.47，有息债务与 EBITDA 的比值提升至 52.14，盈利对债务本息偿付的保障进一步减弱，公司面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外担保金额共计 27.00 亿元，占所有者权益的比重为 9.01%，主要担保对象为国有企业，但均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	6,189,128.44	5,125,832.40	4,247,065.95
所有者权益（万元）	2,997,867.36	2,553,434.61	2,141,992.30
资产负债率	51.56%	50.18%	49.57%
有息债务（万元）	2,731,216.16	2,298,978.84	1,839,398.96
流动比率	4.66	6.89	6.48
营业收入（万元）	410,859.00	211,162.82	159,360.23
其他收益（万元）	37,322.52	-	-
营业外收入（万元）	6,411.94	37,093.79	23,317.04
利润总额（万元）	31,662.72	37,606.24	24,696.60
综合毛利率	3.82%	14.45%	11.77%
EBITDA（万元）	52,379.73	61,903.88	41,875.20
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.42	0.35
经营活动现金净额（万元）	14,171.60	3,007.23	445,293.67

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2012 年 9 月 10 日公开发行 7 年期公司债券，票面利率为 7.3%，发行金额为 13 亿元，其中 11 亿元用于上饶市老火车站棚户区改造，2 亿元用于上饶市城市供水水源饮水工程建设。

二、发行主体概况

2017 年 4 月 10 日，根据股东上饶投资控股集团有限公司出具的《上饶市城市建设投资开发有限公司出资人决定》，同意公司新增注册资本 3.8 亿元，由资本公积转增注册资金出资，增资后，公司注册资本由 6.2 亿元变更为 10.0 亿元。截至 2017 年末，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元。2017 年，公司控股股东和实际控制人均未发生变化，控股股东仍为上饶投资控股集团有限公司，持股比例仍为 100.00%，公司实际控制人为上饶市国有资产监督管理委员会。

2017 年公司主营业务未发生重大变化，合并范围增加 10 家子公司，减少 1 家子公司，详见下表。

表1 2017 年公司合并范围的子公司变化情况（单位：万元）

1、2017 年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式	经营范围
上饶市城投新型材料有限公司	100.00%	2,500.00	新设	新型建筑材料加工、生产、销售；房屋建筑工程、厂房建设工程、市政工程、管道工程设计、施工；厂房租赁服务；土地开发。
上饶市医疗投资集团有限公司	51.00%	20,000.00	新设	医疗产业、养老产业投资；综合医院服务；药品购销及中药种植加工；医疗器械购销；医疗基础设施建设。
上饶市医投医疗器械有限公司	100.00%	200.00	新设	第一类、第三类、第二类医疗器械销售及咨询服务；玻璃仪器、化妆品、医用消毒用品销售。
江西兴饶资产管理有限公司	51.00%	20,000.00	新设	不良资产的收购、管理和处置；追偿债务；对所收购的不良资产进行整合、重组和经营；对所管理的不良资产进行必要投资；债权转股权、并对企业阶段性持股；对外投资和财务性投融资；财务、投资、法律及风险管理等咨询和顾问业务；资产及项目评估；接受地方政府、金融企业、类金融企业及其他企业委托管理和处置不良资产。
上饶市大坳引水运营发展有限公司	100.00%	2,000.00	新设	大坳水库的取水、输水、供水经营管理；大坳引水工程沿线的建筑物、构筑物、设备隧道的维护、管理；水力发电及维护。
上饶市上武高速	100.00%	2,000.00	新设	公路运营服务；公路养护服务；通讯设备、监

公路经营管理有限责任公司				控设备、交通配套设施的生产、加工、安装、销售；交通工程信息咨询服务；软件开发；苗木种植；园林绿化工程、道路工程施工；汽车维修服务；建筑材料加工、销售；设计、制作、发布、代理国内外各类广告。
江西城联一卡通科技股份有限公司	67.00%	1,000.00	新设	智慧城市规划、设计、咨询服务；城市智能化系统工程、环保工程、建筑智能化工程、公共安全防范工程承接、设计、施工、维修；节能环保设备开发、销售；城市智能化相关的技术咨询、技术服务；信息平台建设；基础数据库建设；计算机软硬件、多媒体系统、网络系统的设计、开发和维护；自有设备租赁；旅游咨询服务；票务代理；会务会展服务；办公设备维修、销售；工艺品、纺织品、服装、日用百货、办公用品、文化体育用品销售；网上贸易代理。
上饶市城投光伏发电有限公司	100.00%	2,000.00	新设	光伏电站的设计、施工、运行、维护；光伏发电领域内的技术开发、技术咨询、技术服务；电力设备的销售、维修；电力销售。
上饶市联兴汽车服务有限公司	100.00%	1,000.00	新设	汽车维修服务；汽车配件批发、零售。
江西春和新能源有限公司	51.00%	2,000.00	新设	提供天然气加气服务，以及提供清洁能源和新能源相关配套服务。

2、2017年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	不再纳入合并范围的原因	经营范围
上饶市中小微企业转贷互助帮扶基金有限公司	33.33%	15,000.00	不合并	为上饶辖区内正常经营的中小微企业、个人经营性贷款客户在合作银行范围内提供转贷服务；受托开展中小微企业股权投资；投融资管理及相关咨询服务；其他无须报经审批的一切合法项目。

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为618.91亿元，所有者权益为299.79亿元，资产负债率为51.56%。2017年公司实现营业收入41.09亿元，实现利润总额3.17亿元，经营活动现金净流入1.42亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，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，

以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、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。

表2 2017年以来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
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督等方面进行了明确规定

2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	国家发改委、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

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

2017年上饶市经济保持快速增长,经济实力进一步增强

2017年上饶市经济快速增长,经济实力进一步增强。2017年上饶市地区生产总值达到2,055.4亿元,按可比价格计算,比上年增长8.8%。其中,第一产业增加值246.6亿元,同比增长4.1%;第二产业增加值976.0亿元,同比增长8.4%;第三产业增加值832.8亿元,同比增长10.8%,第二产业和第三产业的增速显著高于第一产业,三次产业结构由2016年的13.0:47.7:39.3调整为12.0:47.5:40.5,第三产业占比较上年提高1.2个百分点。2017年上饶市人均生产总值30,300.44元,是同期全国人均生产总值的50.79%,上饶市人均生产总值仍处于较低的水平。

2017年全年规模以上工业增加值增长9.1%。分轻重工业看,轻工业增加值增长10.3%,重工业增加值增长8.7%。全年规模以上工业35个行业大类中,有30个行业实现增长,其中,有色金属矿采选业、非金属矿采选业、非金属矿物制品业、电气机械和器材制造业、纺织业、有色金属冶炼和压延加工业等六大重点行业表现突出,分别增长30.8%、25.0%、16.5%、15.9%、12.0%、6.2%,合计对规模以上工业增长的贡献率达67.8%。固定资产投

资是上饶市经济增长的主要动力。2017 年上饶市固定资产投资完成 2,030.6 亿元，增长 11.5%。分产业看，在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 46.2 亿元，增长 6.4%；第二产业投资 1,095.0 亿元，增长 9.0%；第三产业投资 863.1 亿元，增长 16.2%。全年房地产开发投资 144.5 亿元，比上年增长 20.5%。2017 年上饶市社会消费品零售总额 812.3 亿元，较上年增长 12.7%，消费市场总体平稳。2017 年上饶市进出口总额 51.93 亿美元，较上年增长 20.5%，对外贸易形势转好，其中，出口 46.12 亿美元，增长 20.3%；进口 5.8 亿美元，增长 21.6%。2017 年末上饶市金融机构人民币各项存款余额 3,211.0 亿元，同比增长 18.2%，各项贷款余额 2,204.0 亿元，同比增长 26.5%，存款余额和贷款余额均有较大程度的增长，金融市场运行总体平稳，为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境。

表3 2016-2017 年上饶市主要经济指标及增长速度

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	2,055.40	8.8%	1,811.10	9.0%
第一产业增加值（亿元）	246.60	4.1%	235.40	3.9%
第二产业增加值（亿元）	976.00	8.4%	864.00	8.7%
第三产业增加值（亿元）	832.80	10.8%	711.70	11.1%
规模以上工业增加值（亿元）	-	9.1%	751.20	9.3%
固定资产投资（亿元）	2,030.60	11.5%	1,801.40	13.3%
社会消费品零售总额（亿元）	812.30	12.7%	721.10	12.6%
进出口总额（亿美元）	51.93	20.5%	43.10	-0.4%
年末人民币各项存款余额（亿元）	3,211.00	18.2%	2,716.20	20.3%
年末人民币各项贷款余额（亿元）	2,204.00	26.5%	1,742.10	18.2%
人均 GDP（元）	30,300.44		26,897.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	50.79%		49.83%	

注：人均 GDP=地区生产总值/年末常住人口数

资料来源：2016-2017 年上饶市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2017年上饶市全市公共财政收入有所下降，且财政自给程度较弱

2017 年上饶市全市实现公共财政收入 214.00 亿元，同比下降 5.93%。其中，税收收入 139.20 亿元，包括增值税（含改征增值税）52.80 亿元，增长 40.20%，其原因主要是 2016 年 5 月 1 日起全面推开营改增试点；企业所得税 9.20 亿元，下降 11.4%，主要原因是从 2017 年 1 月 1 日起，省分享所得税地方部分的 20%，直接入省级金库；税收收入占公共财政收入的比重为 65.05%，公共财政收入质量尚可。政府性基金收入主要来自于国有土地出让收入，2017 年全市政府性基金收入为 170.20 亿元，较上年同比增长 19.52%，考虑到土地出让市场的不确定性和房地产市场景气度的影响，未来政府性基金收入可能仍

会面临一定的波动。

财政支出方面，2017 年上饶市全市公共财政支出为 550.30 亿元，公共财政支出主要集中在教育、社会保障和就业、医疗卫生、农林水方面，具有一定的支出刚性。2017 年上饶市全市财政自给率分别为 38.89%，较上年下降 7.02 个百分点，公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度进一步减弱。

表4 2016-2017 年上饶市财政收入情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	全市	市本级	全市	市本级
财政收入				
公共财政收入	214.00	28.50	227.50	29.80
其中：税收收入	139.20	16.70	213.50	-
非税收入	74.80	11.80	14.00	-
政府性基金收入	170.20	70.30	142.40	22.30
财政支出				
公共财政支出	550.30	61.60	495.50	62.60
政府性基金支出	194.80	74.30	154.30	22.90
财政自给率	38.89%	46.27%	45.91%	47.60%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：《关于上饶市 2017 年全市和市级预算执行情况及 2018 年全市和市级预算草案的报告》、鹏元地区经济财政数据库（2016）

四、经营与竞争

公司是上饶市国有资产管理和运营平台，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，2017 年公司实现主营业务收入 40.79 亿元，同比大幅增长 97.47%，主要是代建项目收入大幅增长所致；其中，代建项目业务实现收入 37.67 亿元，占主营业务收入的比重为 92.36%，是公司营业收入的主要来源。此外，土地出让业务、商品销售业务、营运业务、餐饮客房业务等对公司营业收入形成较好的补充。毛利率方面，代建项目收入占比提升且该业务毛利率较上年下滑 3.30 个百分点，使 2017 年公司主营业务整体毛利率较 2016 年大幅下降 9.94 个百分点，2017 年主营业务毛利率仅为 3.48%。

表5 2016-2017 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
代建项目收入	376,727.03	3.06%	130,859.22	6.36%
土地出让收入	9,410.22	25.85%	60,378.38	32.34%
商品销售收入	4,149.54	6.12%	4,325.21	1.47%

营运收入	4,121.04	-145.17%	3,389.79	-128.94%
餐饮收入	3,192.17	56.10%	2,932.92	51.43%
客房收入	1,485.79	98.37%	1,792.28	95.46%
污水处理收入	1,440.00	-43.66%	1,440.00	3.34%
IC 卡收入	708.79	100.00%	731.50	100.00%
手续费收入	10.49	100.00%	251.14	100.00%
包车收入	116.65	-38.01%	154.22	100.00%
公务用车收入	804.74	-48.89%	298.88	-65.37%
二维码收入	60.55	100.00%	-	-
LNG 液化天然气	1,665.59	40.32%	-	-
修车收入	88.53	-35.99%	-	-
车辆通行费收入	3,807.60	60.55%	-	-
路产赔偿收入	25.24	100.00%	-	-
其他	67.75	76.38%	-	-
主营业务收入合计	407,881.69	3.48%	206,553.55	13.42%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司代建项目收入大幅增长，是主营业务收入的主要来源，未来收入有一定的保障

公司代建项目运营模式为政府委托公司建设项目，公司自筹资金进行项目建设，项目建设完工后，由政府进行回购，项目回购价由建设成本加成一定比例形成，不同项目加成比例有所不同，同时公司按照项目过程中实际支出确认成本，按照回购价确认收入。

2017 年公司实现代建项目收入 37.67 亿元，较上年大幅增长 187.89%，主要系公司结转了 320 国道（18.51 亿元）及上饶市光伏精准扶贫项目（19.16 亿元）所致。2017 年代建项目业务毛利率较 2016 年下降 3.30 个百分点，主要系确认收入的项目中 320 国道项目延期竣工且超部分概算，成本所占比重较往期项目略高。

公司代建项目投入一般计入开发成本科目，截至 2017 年末开发成本中金额较大的项目为老火车站棚户区综合改造项目、城东土地一级整理、御景新苑、上饶市滨江东路道路及防洪提景观工程和上饶师范学校搬迁等项目，以上项目占开发成本账面价值的比例为 55.45%，且这些项目均与政府签订了代建协议，未来项目完工结转将确认相应的成本和收入，公司未来收入有一定的保障。同时我们注意到，部分新增项目暂未与政府签订代建协议，未来收入实现存在不确定性。截至 2017 年 12 月 31 日，公司主要在建和拟建项目预计总投资 437.81 亿元，累计已投资 140.65 亿元，未来尚需投资至少为 323.18 亿元，存在较大资金压力。

表6 截至 2017 年 12 月 31 日公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	是否签订代建协议	总投资	已投资	尚需投资
------	----------	-----	-----	------

上饶市城东仓储项目	是	1.78	0.54	1.24
上饶市师范搬迁项目	是	11.23	6.53	4.70
上饶市城西饮水支线项目	是	1.08	0.93	0.15
上饶市滨江东路道路及防洪提景观工程	是	28.00	6.44	21.56
上饶市光伏精准扶贫项目	是	52.96	15.14	37.82
上饶市中心城区综合管廊	是	20.65	1.82	18.83
御景新苑	是	34.07	14.77	19.30
春天新苑	否	7.65	2.24	5.41
城东佳苑	否	7.90	0.96	6.94
稼轩花园	是	5.36	4.12	1.24
城东土地一级整理项目	是	30.35	22.17	8.18
老火车站棚户区综合改造项目 ¹ （土地整理）	是	38.97	64.99	-
夜市夜宵一条街（三宝街）	否	25.50	0.00	25.50
高铁新城整体城镇化建设（一期）	否	141.26	0.00	141.26
上饶市养老医疗综合服务产业项目	否	15.00	0.00	15.00
中心城区生活垃圾焚烧发电项目	否	8.05	0.00	8.05
江西医专校区扩建项目	否	8.00	0.00	8.00
合计	-	437.81	140.65	323.18

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司土地出让收入大幅减少，未来收入仍存在不确定性

上饶市中心城区范围内一级土地的综合开发工作由上饶市土地储备中心委托公司运营，土地开发整理验收后，由市土地储备中心进行招拍挂，公司确认相应的土地出让收入，由上饶市财政局将获得的土地出让金扣除各项税费后返还给公司。2017 年公司土地出让收入较上年大幅减少 84.41%，主要系当年上饶市土地出让规划以中心区城区为主，而公司持有土地集中在城东（高铁新区）；毛利率较 2016 年下降 6.49 个百分点，主要是由于 2017 年公司出让的地块在城东，相对 2016 年出让的在中心城区土地价格有所降低。

整体而言，土地出让收入增强了公司盈利能力，但由于土地出让规模易受宏观经济、政府相关政策及当地土地和房地产市场状况影响，未来收入存在不确定性。

商品销售收入、餐饮收入、客房收入等对公司主营业务收入形成良好补充

2017 年公司分别实现商品销售收入、餐饮收入、客房收入和污水处理收入 4,149.54 万元、3,192.17 万元、1,485.79 万元和 1,440.00 万元，公司交通运输收入为 4,946.48 万元（包括营运收入、包车收入、IC 卡收入等收入），多元化的业务对公司主营业务收入形成良好的补充。

商品销售收入主要来自于上饶市城投实业有限公司从事的建材生产、销售业务，2017

¹ 本期债券募投项目，由于拆迁范围变更，该项目已投资额已超过总投资额，尚需投资额无法计算。

年商品销售业务收入同比下降 4.06%，公司商品销售客户主要是承建公司项目的关联方客户。

餐饮收入和客房收入主要来自于上饶龙潭湖宾馆，目前共有豪华标间和豪华单间 145 间，主要经营餐饮和客房业务，得益于上饶市丰富的旅游资源和优越的交通条件，以及作为上饶市政府的定点接待宾馆，龙潭湖宾馆的盈利有所保障。2017 年公司客房收入有所下降，主要系万达等酒店于当年入驻上饶市并于上半年开展优惠活动，对公司的客房收入造成了暂时性的负面影响。

污水处理收入来源于上饶市生活污水处理有限公司（以下简称“污水公司”），业务范围主要集中在上饶市区，区域垄断优势明显。公司自 2015 年开始污水处理费均按照 120 万元/月收费，由市财政拨付。截至 2017 年末，污水公司下设 2 个污水厂，分别是老污水处理厂和新污水处理厂一期。其中，老污水处理厂由于处理能力及处理工艺的原因已停止运转；新污水处理厂一期已投入运营，日污水处理量为 12 万吨。由于公司近三年污水处理费收入未变化，且新厂建成后固定资产开始折旧，成本逐年攀升，导致 2017 年该业务毛利率大幅下降，开始呈亏损状态，公司于当年收到相应的补贴收入 782.90 万元。2018 年 1 月开始，公司的污水处理业务暂时执行 135 万元/月的收费，新收费标准目前仍在核定中。目前，污水公司正在进行新污水处理厂二期的建设，未来随着该项目建成，污水公司污水处理能力将进一步增强，届时日处理污水能力将达到 20 万吨。

2017 年交通运输收入中营运收入主要来源于子公司上饶市公共交通有限责任公司，2017 年由于公交线路里程增加，营运收入同比增长 21.57%，受燃油成本、维修保养成本较大的影响，会存在公交运营成本高于运营收入的情况，公交业务经营处于亏损状态，亏损部分主要通过政府补贴和发展其它业务予以补偿；包车业务模式主要为在特定时间段和特定地点对一些企业提供通勤包车服务并收取定额费用，2017 年包车收入较上年减少 24.37%，主要是当年成本支出较高所致。整体来看，公司交通运输收入盈利能力有限，对政府补贴依赖较大。

2017 年公司新增车辆通行费收入，该项业务主要由子公司上饶市上武高速公路经营管理有限责任公司（以下简称“上武高速”）负责，上武高速成立于 2017 年 6 月 22 日，目前，公司仅拥有上武高速公路一条公路资产，车辆通行费收入均来自于该条高速公路的通行费，收费年限自 2011 年至 2031 年。上武高速公路采取自动发卡和人工收费相结合的方式，全路网各收费站的收费资金于每月 1/16 日（遇节假日顺延）全额上缴至联网结算专户，由结算中心统一清分后半月一次划转至公司财政专户，再转至上饶市财政局，最后由财政局划拨至公司收益账户。2017 年公司实现车辆通行费收入 3,807.60 万元，且毛利

水平较高。

公司在政府补贴和资产划拨方面继续较大的外部支持，盈利水平有所提升，资本实力进一步增强

2017 年公司在政府补贴、资产划拨方面继续获得较大的外部支持。在财政补贴方面，根据上饶市财政局《关于下达 2017 年民生工程等项目建设补助的通知》（饶财综[2017]7 号），公司收到项目建设补助资金 3.12 亿元，此外，公司获得其他政府补助 0.64 亿元，子公司上饶市公共交通有限责任公司收到天然气补助款 0.49 亿元。2017 年公司共计获得政府补贴 4.37 亿元，提升了公司整体盈利水平。

在资产划拨方面，根据《上饶市人民政府办公厅抄告单》（饶府厅抄字[2017]165 号），上饶市政府将评估价值 20.17 亿元的上饶市光伏精准扶贫项目资产注入公司；2017 年根据上饶市不动产登记中心出具的不动产注销登记告知单公司注销土地 6 宗，取得方式均系划拨，核销资本公积，2017 年公司其他资本公积净增加 9.53 亿元，资本实力进一步增强。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016-2017 年审计报告，公司报表采用新会计准则编制。2017 年公司合并范围新增 10 家子公司，减少 1 家子公司，详见表 1。截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司合计 26 家。

资产结构与质量

公司资产规模增加，仍以应收款项、存货为主，整体资产流动性较弱

2017 年末公司资产规模为 618.91 亿元，同比增长 20.74%，主要系应收款项、存货及固定资产增长所致。公司资产仍以流动资产为主，年末流动资产占比 78.69%，较上年末下降 2.53 个百分点。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2017 年末公司货币资金余额为 82.46 亿元，同比减少 23.20%；货币资金中其他货币资金为 10.00 亿元，全部为子公司上饶市城投实业有限公司质押担保保证金，货币资金受限比为 12.13%。2017 年末公司应收账款余额 60.14 亿元，同比增长 36.14%，主要为应收上饶市财政局土地出让收益款及代建项目回购款；年末公司其他应收款 90.23 亿元，同比大幅增长 81.02%，其他

应收款主要为应收上饶市财政局、上饶市天佑大道上饶北大道项目管理处、上饶市紫阳北大道综合改造提升工程建设领导小组项目部等单位往来款。应收账款和其他应收款应收对象主要为政府部门及其下属企业，回收风险较小，但回收时间具有不确定性，对公司资金形成较大占用。2017 年底公司存货为 250.99 亿元，同比增长 20.37%，其中开发成本 173.77 亿元、土地储备 72.89 亿元，较上年分别增长 41.68%和减少 15.08%。存货规模扩大主要源于公司代建项目与土地开发业务的持续投入使得存货中开发成本进一步增加，土地储备减少主要系饶府国用（2010）第 24 号地块因规划调整被国土局收回以及部分地块转至无形资产科目所致。公司土地储备主要为国有土地使用权，截至 2017 年末存货中土地账面价值 13.72%的土地被抵押。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产和固定资产构成。可供出售金融资产由可供出售债务工具和可供出售权益工具构成，是公司投资收益的主要来源，2017 年公司可供出售金融资产账面价值为 26.23 亿元，同比大幅增长 56.13%，主要系可供出售权益工具的增长所致，包括公司新增对有限合伙制基金的投资，可供出售金融资产存在一定的风险性，未来该部分投资收益存在不确定性。固定资产包括构筑物及其他附属设施、房屋及建筑物、机器设备、运输设备等，2017 年末公司固定资产为 97.55 亿元，较上年增长 32.48%，主要系上饶市政府将市光伏精准扶贫项目资产注入公司并以评估作价入账所致（饶府厅抄字【2017】165 号），该项目预计未来收益性较好。

整体来看，公司资产规模大幅增加，应收款项和存货合计占资产的比重为 64.85%，应收款项规模较大且回收时间存在较大的不确定，占用公司营运资金，存货以土地资产为主且部分被抵押，资产整体流动性较弱。

表7 公司 2016-2017 年主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	824,641.57	13.32%	1,073,807.97	20.95%
应收账款	601,376.22	9.72%	441,746.95	8.62%
其他应收款	902,315.88	14.58%	498,459.99	9.72%
存货	2,509,900.62	40.55%	2,085,212.81	40.68%
流动资产合计	4,870,048.18	78.69%	4,162,986.22	81.22%
可供出售金融资产	262,284.93	4.24%	167,994.04	3.28%
固定资产	975,462.99	15.76%	736,302.72	14.36%
非流动资产合计	1,319,080.26	21.31%	962,846.18	18.78%
资产总计	6,189,128.44	100.00%	5,125,832.40	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入规模大幅增长，但整体盈利能力弱，利润总额对其他收益的依赖程度较高

公司是上饶市国有资产管理和运营平台，承担了上饶市国有资产运营、土地开发和基础设施建设等任务，2017 年公司实现营业收入 41.09 亿元，同比大幅增长 94.57%，其中主营业务收入为 40.79 亿元，同比增长 97.47%；其中，代建项目业务实现收入 37.67 亿元，较上年增长 187.89%，占主营业务收入的比重为 92.36%，是公司营业收入的主要来源，未来项目完工结转将确认相应的成本和收入，可持续性较好。此外，土地出让收入、商品销售业务、营运业务、餐饮客房业务等对公司营业收入形成较好的补充。毛利率方面，代建项目收入占比提高且该业务毛利率较上年下滑 3.30 个百分点，使 2017 年公司主营业务整体毛利率较 2016 年大幅下降 9.94 个百分点，2017 年主营业务毛利率仅为 3.48%，公司整体盈利能力弱。

2017 年公司资产减值损失为 2,557.92 万元，主要为其他应收款的坏账损失；2017 年公司获得投资收益 3,047.58 万元，主要系子公司紫阳房地产开发有限公司从富鑫投资集团（上海）有限公司和自然人阮祥华处取得的固定回报以及子公司上饶市城投实业公司获得的投资收益。2017 年公司营业利润 2.56 亿元，同比大幅增长，主要系与公司日常活动相关的部分政府补助由计入营业外收入改计入其他收益所致，2017 年公司获得其他收益 3.73 亿元，其他收益全部为政府补助。2017 年公司利润总额为 3.17 亿元，政府补助仍是公司利润的主要来源。

总体来看，2017 年公司营业收入规模大幅增长，但整体盈利能力弱，盈利对其他收益的依赖程度较高。

表8 公司 2016-2017 年主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	410,859.00	211,162.82
营业利润	25,555.56	860.54
资产减值损失	2,557.92	1,694.99
投资收益	3,047.58	3,023.35
其他收益	37,322.52	-
营业外收入	6,411.94	37,093.79
利润总额	31,662.72	37,606.24
综合毛利率	3.82%	14.45%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017 年公司经营活动现金表现欠佳，公司未来仍面临较大的资金压力

从经营现金流表现来看，公司 2017 年销售商品、提供劳务收到的现金较上年大幅增长 111.78%，主要系政府回购以及公司土地出让业务取得收入增加所致，使公司收现比上升至 0.64，现金回笼能力持续改善，但整体资金回笼情况依旧较差。由于同期代建项目等业务的现金支出以及与相关业务单位的往来款均保持较大规模，2017 年公司经营活动现金流出 51.40 亿元。整体而言，2017 年公司经营活动现金净流入为 1.42 亿元，净流入规模大幅增长，但经营活动现金整体表现仍欠佳。

2017 年公司投资活动现金净流出 10.58 亿元，净流出规模较上年增长 18.16%，主要是公司新增对赣州银行、上饶市城投一号城镇发展基金中心的投资。筹资活动方面，2017 年公司通过发行债券和银行借款等方式进行融资，但由于当年偿还债务及偿付利息所支付的现金规模较大，使 2017 年筹资活动现金净流出 15.75 亿元。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司主要在建和拟建项目预计总投资 437.81 亿元，累计已投资 140.65 亿元，未来尚需投资至少为 323.18 亿元，在建、拟建项目规模较大，后期面临较大的资金压力。

表9 公司 2016-2017 年现金流量表（单位：万元）

项 目	2017 年	2016 年
收现比	0.64	0.59
销售商品、提供劳务收到的现金	262,908.72	124,142.33
收到的其他与经营活动有关的现金	265,276.77	502,258.98
经营活动现金流入小计	528,185.49	626,401.30
购买商品、接受劳务支付的现金	385,523.21	455,793.51
支付的其他与经营活动有关的现金	110,668.66	159,346.19
经营活动现金流出小计	514,013.89	623,394.07
经营活动产生的现金流量净额	14,171.60	3,007.23
投资活动产生的现金流量净额	-105,772.16	-89,519.83
筹资活动产生的现金流量净额	-157,512.35	272,062.90
现金及现金等价物净增加额	-249,112.91	185,550.31

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模攀升，且规模大，面临较大的偿债压力

截至 2017 年末，公司负债总额 319.13 亿元，同比增长 24.06%，主要是由于借款增加；得益于政府资产划拨以及上饶市城投一号城镇发展基金中心（有限合伙）对子公司上饶市城投实业有限公司增资，2017 年末公司所有者权益为 299.79 亿元，同比增长 17.41%。截

至 2017 年底，公司产权比率为 106.45%，较上年提升 5.71 个百分点，净资产对负债的保障能力有所减弱。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	3,191,261.08	2,572,397.79
所有者权益	2,997,867.36	2,553,434.61
产权比率	106.45%	100.74%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

2017 年公司短期借款为 3.20 亿元，同比下降 39.62%，包括 1.20 亿元信托借款和 2.00 亿元其他借款。公司应付账款主要为应付工程款，2017 年末余额为 22.49 亿元。公司其他应付款主要为应付上饶市土地储备中心的往来款、应付上饶市房地产管理局棚改资金专户的棚改项目专项拨款等，年末余额为 18.67 亿元。公司一年内到期的非流动负债达到 56.05 亿元，较上年增长 98.25%，主要为一年内到期的长期借款 50.05 亿元和一年内到期的应付债券 6.00 亿元。2017 年公司长期借款为 141.99 亿元，同比增长 14.17%，主要包括以与政府签订代建协议的项目权益和收益为担保的质押借款、以土地作为担保的抵押借款和以存款和房产为担保的信托借款等。2017 年 12 月 28 日公司成功发行“shangraoB5.7%201228S”美元计价债券（年末本金 19.52 亿元），期限 3 年，票面利率 5.7%，应付债券期末余额 70.50 亿元。公司长期应付款均为融资租赁款，2017 年末余额为 5.57 亿元。

截至 2017 年末，公司有息债务合计 273.12 亿元，同比增长 18.80%，占负债总额的比重为 85.58%。有息债务构成方面，2017 年末由短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成的短期有息债务合计为 59.25 亿元，较上年大幅增长 76.48%；长期债务由长期借款、应付债券和融资租赁款构成，2017 年末合计为 213.88 亿元，较上年增长 8.94%，长短期有息债务的增长，使公司面临较大的本息偿付压力。

此外，根据公司于 2018 年 6 月 8 日发布的《关于召开 2012 年上饶市城市建设投资开发集团有限公司公司债券 2018 年第一次债券持有人会议的补充通知》，公司确定于 2018 年 7 月 2 日召开 2012 年上饶市城市建设投资开发集团有限公司公司债券 2018 年第一次债券持有人会议，如议案通过，公司将提前兑付本期债券，提前兑付日不晚于 2018 年 8 月 30 日。

表11 公司 2016-2017 年主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	32,000.00	1.00%	53,000.00	2.06%
应付账款	224,939.62	7.05%	45,679.70	1.78%

其他应付款	186,670.56	5.85%	185,557.25	7.21%
一年内到期的非流动负债	560,450.00	17.56%	282,700.00	10.99%
流动负债合计	1,046,072.78	32.78%	604,050.68	23.48%
长期借款	1,419,900.00	44.49%	1,243,650.00	48.35%
应付债券	663,153.67	20.78%	705,033.19	27.41%
长期应付款	55,712.49	1.75%	14,595.65	0.57%
非流动负债合计	2,145,188.29	67.22%	1,968,347.11	76.52%
负债合计	3,191,261.08	100.00%	2,572,397.79	100.00%
有息负债	2,731,216.16	85.58%	2,298,978.84	89.37%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至 2017 年末，公司资产负债率为 51.56%，较上年增长 1.38 个百分点。2017 年公司流动比率、速动比率分别为 4.66 和 2.26，较上年均有所下降，短期偿债能力减弱，同时我们注意到公司流动资产中土地使用权、代建项目开发成本、应收政府单位及其下属单位的款项占比大，公司流动资产实际变现能力较弱，削弱了公司短期偿债能力。2017 年公司 EBITDA 为 5.24 亿元，同比下降 15.39%，加之负债规模不断扩大使得利息支出维持在较大规模，EBITDA 对利息的覆盖程度较弱，有息债务与 EBITDA 的比值提升至 52.14，盈利对债务本息偿付的保障进一步减弱，公司存在较大的偿债压力。

表12 公司 2016-2017 年偿债能力指标

项 目	2017 年	2016 年
资产负债率	51.56%	50.18%
流动比率	4.66	6.89
速动比率	2.26	3.44
EBITDA（万元）	52,379.73	61,903.88
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.42
有息债务/EBITDA	52.14	37.14

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2017年12月31日，公司对外担保金额共计27.00亿元，占公司2017年末所有者权益的9.01%，担保对象为国有企业，但均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表13 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保方式	担保期限
上饶投资控股集团有限公司	10,000.00	保证担保	2016.12.30-2019.12.29
上饶投资控股集团有限公司	250,000.00	保证担保	2016.06.24-2026.06.23
上饶投资控股集团有限公司	10,000.00	保证担保	2017.05.03-2018.05.02

合计	270,000.00	-	-
----	------------	---	---

资料来源：2017 年审计报告，鹏元整理

七、评级结论

2017 年外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，上饶市区域经济进一步增强；公司主营业务收入大幅增长，代建项目收入为公司主营业务收入的主要来源，未来收入有一定的保障；公司在资产划拨和财政补贴方面获得较大的外部支持。我们也关注到，公司面临较大的资金压力，资产流动性较弱，有息负债规模较大，面临较大的偿债压力，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，鹏元将发行主体长期信用等级维持为 AA+，本期债券信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	824,641.57	1,073,807.97	903,057.67
应收账款	601,376.22	441,746.95	326,657.58
预付账款	23,173.99	56,897.02	62,010.10
应收利息	8,590.99	6,839.47	3,643.09
其他应收款	902,315.88	498,459.99	374,715.98
存货	2,509,900.62	2,085,212.81	1,799,008.48
其他流动资产	48.91	22.00	226.09
流动资产合计	4,870,048.18	4,162,986.22	3,469,318.98
可供出售金融资产	262,284.93	167,994.04	86,994.04
持有到期投资	8,000.00	0.00	0.00
长期股权投资	14,777.77	16,125.43	4,518.00
投资性房地产	31,934.21	32,730.47	0.00
固定资产	975,462.99	736,302.72	679,787.84
在建工程	14,433.32	3,207.48	244.95
工程物资		376.24	376.24
无形资产	9,970.37	4,745.89	5,043.60
长期待摊费用	348.02	132.90	71.82
递延所得税资产	1,768.65	1,130.99	710.48
其他非流动资产	100.00	100.00	0.00
非流动资产合计	1,319,080.26	962,846.18	777,746.97
资产总计	6,189,128.44	5,125,832.40	4,247,065.95
短期借款	32,000.00	53,000.00	89,920.00
应付票据	0.00	0.00	8,000.00
应付账款	224,939.62	45,679.70	24,751.92
预收账款	9,841.83	10,488.61	6,967.07
应付职工薪酬	88.61	219.73	104.29
应交税费	32,082.17	26,405.39	13,020.21
其他应付款	186,670.56	185,557.25	215,492.03
一年内到期的非流动负债	560,450.00	282,700.00	177,200.00
流动负债合计	1,046,072.78	604,050.68	535,455.51
长期借款	1,419,900.00	1,243,650.00	1,026,918.00
应付债券	663,153.67	705,033.19	519,093.19
长期应付款	55,712.49	14,595.65	18,267.78
专项应付款	4,000.00	4,000.00	4,000.00

递延收益	2,422.13	1,068.28	1,339.18
非流动负债合计	2,145,188.29	1,968,347.11	1,569,618.14
负债合计	3,191,261.08	2,572,397.79	2,105,073.65
实收资本	100,000.00	62,000.00	62,000.00
资本公积	2,384,102.25	2,043,726.38	1,930,592.06
其他综合收益	0.00	1,976.35	0.00
盈余公积	23,504.05	20,649.07	16,711.83
未分配利润	147,539.08	129,338.15	108,815.59
归属于母公司所有者权益合计	2,655,145.38	2,257,689.95	2,118,119.48
少数股东权益	342,721.99	295,744.67	23,872.82
所有者权益合计	2,997,867.36	2,553,434.61	2,141,992.30
负债及所有者权益合计	6,189,128.44	5,125,832.40	4,247,065.95

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	410,859.00	211,162.82	159,360.23
其中：营业收入	410,859.00	211,162.82	159,360.23
二、营业总成本	425,673.54	213,325.63	159,024.01
其中：营业成本	395,155.67	180,649.41	140,607.84
营业税金及附加	2,626.11	2,525.10	1,146.78
销售费用	1,775.50	1,929.43	1,687.70
管理费用	10,202.57	7,263.06	6,920.91
财务费用	13,355.76	19,263.63	8,332.03
资产减值损失	2,557.92	1,694.99	328.75
加：投资收益	3,047.58	3,023.35	1,739.51
其他收益	37,322.52	-	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	25,555.56	860.54	2,075.72
加：营业外收入	6,411.94	37,093.79	23,317.04
减：营业外支出	304.78	348.09	696.16
四、利润总额	31,662.72	37,606.24	24,696.60
减：所得税	1,397.37	1,961.41	2,520.50
五、净利润	30,265.34	35,644.83	22,176.10

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	262,908.72	124,142.33	8,992.07
收到的其他与经营活动有关的现金	265,276.77	502,258.98	586,710.17
经营活动现金流入小计	528,185.49	626,401.30	595,702.24
购买商品接受劳务支付的现金	385,523.21	455,793.51	134,368.15
支付给职工以及为职工支付的现金	7,749.16	7,048.73	4,980.37
支付的各项税费	10,072.86	1,205.64	165.93
支付的其他与经营活动有关的现金	110,668.66	159,346.19	10,894.12
经营活动现金流出小计	514,013.89	623,394.07	150,408.57
经营活动产生的现金流量净额	14,171.60	3,007.23	445,293.67
取得投资收益所收到的现金	2,257.35	3,564.15	1,732.26
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	501.28	0.04	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	1,331.94	0.00
投资活动现金流入小计	2,758.63	4,896.13	1,732.26
购建固定无形和长期资产支付的现金	2,977.79	4,921.72	683.85
投资所支付的现金	105,553.00	89,494.24	65,111.50
投资活动现金流出小计	108,530.79	94,415.96	65,795.35
投资活动产生的现金流量净额	-105,772.16	-89,519.83	-64,063.09
吸收投资收到的现金	250,000.00	4,990.00	0.00
借款所收到的现金	1,115,000.00	942,500.00	1,045,680.51
收到的其他与筹资活动有关的现金	5,659.50	-50.42	0.00
发行债券收到的现金	195,186.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	1,565,845.50	947,439.58	1,045,680.51
偿还债务所支付的现金	890,422.00	487,140.87	619,534.51
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	147,576.35	188,421.19	126,695.10
支付的其他与筹资活动有关的现金	685,359.50	-185.38	0.00
筹资活动现金流出小计	1,723,357.85	675,376.68	746,229.61
筹资活动产生的现金流量净额	-157,512.35	272,062.90	299,450.90
现金及现金等价物净增加额	-249,112.91	185,550.31	680,681.48

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	30,265.34	35,644.83	21,081.61
加：资产减值准备	2,557.92	1,694.99	299.81
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,152.46	4,098.20	7,594.65
无形资产摊销	331.67	303.60	303.60
长期待摊费用摊销	2,698.20	77.82	424.59
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	37.45	0.00
财务费用	13,534.68	19,818.02	8,855.75
投资损失	-3,047.58	-3,023.35	-502.06
递延所得税资产减少	-637.66	-420.51	0.00
存货的减少	-424,687.81	-291,796.79	-114,216.10
经营性应收项目的减少	-531,513.65	236,557.81	353,041.58
经营性应付项目的增加	235,158.52	15.16	168,410.22
经营活动产生的现金流量净额	-671,187.90	3,007.23	445,293.67
现金的期末余额	724,641.57	973,754.47	788,204.17
减：现金的期初余额	973,754.47	788,204.17	107,522.69
现金及现金等价物净增加额	-249,112.91	185,550.31	680,681.48

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项 目	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	51.56%	50.18%	49.57%
有息债务（万元）	2,731,216.16	2,298,978.84	1,839,398.96
流动比率	4.66	6.89	6.48
综合毛利率	3.82%	14.45%	11.77%
收现比	0.64	0.59	0.06
产权比率	106.45%	100.74%	98.25%
EBITDA（万元）	52,379.73	61,903.88	41,875.20
EBITDA 利息保障倍数	0.47	0.42	0.35

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	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	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款

附录六 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。