

信用等级公告

联合〔2020〕2703号

联合资信评估有限公司通过对德兴市投资控股集团有限公司及相关存续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”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告



德兴市投资控股集团有限公司

2020 年跟踪评级报告

评级结果:

项 目	本次 级别	上次 级别	上次 评级展望
发行人主体	AA	AA	稳定
16 德兴城经债/PR 德投债	AA	AA	稳定

跟踪评级债券概况:

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	4.80 亿元	2023/3/21

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

跟踪评级时间:2020 年 7 月 23 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	3		
		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

评级观点

德兴市投资控股集团有限公司(以下简称“公司”)是江西省德兴市主要的城市开发建设和国有资产运营主体。跟踪期内,公司所有者权益规模显著提升,负债水平有所下降;受土地出让影响,公司收入规模大幅增长,同时继续得到德兴市政府在资产注入、股权划拨和财政补助等方面的支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司应收类款项和基建投入对资金形成占用、未来投资压力较大、经营活动现金持续净流出、代建业务回款质量下降等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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。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。

随着公司承担的德兴市基建项目的逐步推进和代建项目的陆续移交,公司整体收入水平有望得到提升;同时公司积极拓展经营性业务,公司收入有望进一步多元化。

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。

优势

1. 公司发展的外部环境良好。跟踪期内,德兴市经济持续发展,财政实力较强。2019 年,德兴市实现地区生产总值 154.66 亿元,完成一般公共预算收入 29.12 亿元。
2. 公司继续获得有力的政府支持。跟踪期内,公司业务开展在德兴市的区域专营优势明显,并持续获得德兴市政府部门在股权划拨、资产注入和财政补助方面的有力支持。

分析师：黄琪融 胡元杰

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。**公司代建业务收入回款质量较差，账龄偏长的应收类款项和以土地、开发成本为主的存货规模进一步扩大，对资金形成明显占用。
2. **资金支出压力较大。**截至 2019 年底，公司在建和拟建项目尚需投资 82.49 亿元，资金支出压力较大。
3. **融资压力较大。**公司经营活动现金持续净流出且规模有所扩大，投资活动现金持续净流出，未来随着项目的持续投入，公司存在较大的融资压力。
4. **用于增信的抵押土地和房产出现变化。**跟踪期内，公司部分用于抵押增信的房地产不再纳入合并范围，且公司未对用于抵押增信的土地使用权和房地产进行重新估值。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿元）	22.56	17.76	17.15
资产总额（亿元）	155.18	166.62	264.60
所有者权益（亿元）	89.30	91.20	167.26
短期债务（亿元）	4.29	6.41	10.59
长期债务（亿元）	52.96	59.00	72.91
全部债务（亿元）	57.25	65.42	83.49
营业收入（亿元）	6.26	12.67	15.24
利润总额（亿元）	2.31	2.92	3.75
EBITDA（亿元）	2.77	3.39	4.24
经营性净现金流（亿元）	-15.99	-4.64	-11.15
现金收入比（%）	51.82	72.62	66.91
营业利润率（%）	2.74	10.79	25.29
净资产收益率（%）	2.52	2.80	1.64
资产负债率（%）	42.45	45.26	36.79
全部债务资本化比率（%）	39.06	41.77	33.30
流动比率（%）	1023.93	840.40	666.53
速动比率（%）	533.63	420.23	374.99
经营现金流动负债比（%）	-123.82	-28.25	-45.66
现金短期债务比（倍）	5.26	2.77	1.62
EBITDA 利息倍数（倍）	10.42	4.87	4.03
全部债务/EBITDA（倍）	20.67	19.29	19.69
公司本部			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	141.30	151.46	239.98

所有者权益（亿元）	86.26	87.75	148.37
全部债务（亿元）	33.55	39.30	57.95
营业收入（亿元）	5.59	11.92	14.58
利润总额（亿元）	2.41	2.96	4.42
资产负债率（%）	38.96	42.06	38.17
全部债务资本化比率（%）	28.00	30.93	28.09
流动比率（%）	461.93	423.49	370.09
经营现金流动负债比（%）	-20.58	-22.05	-29.78

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	2019/06/12	李海宸、文 中	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018） 城投行业企业主体信用评级模型（2016）	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

2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（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”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构、组织结构和经营范围未发生变化。截至 2019 年底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，其中德兴市国有资产监督管理委员会（以下简称“德兴市国资办”）持有公司 96.00% 股权，中国农发重点建设基金有限公司持有公司 4.00% 股权。德兴市国资办是公司实际控制人。

截至 2019 年底，公司资产总额 264.60 亿元，所有者权益 167.26 亿元（含少数股东权益 0.24 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 15.24 亿元，利润总额 3.75 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、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券为“16德兴城经债/PR德投债”，债券余额 4.80 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	余额	起息日	期限	票面利率
16 德兴城经债/ PR 德投债	4.80	2016/03/21	7	5.99

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“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。

跟踪期内，公司对“16德兴城经债/PR德投债”的募集资金用途进行了调整。2019 年 11 月，公司发布公告称“16德兴城经债/PR德投债”原计划用于“三清山—婺源养老生态旅游示范区建设项目”，因“三清山—婺源养老生态旅游示范区建设项目”转由江西三清山港首国际度假区有限公司建设经营，项目建设资金由江西三清山港首国际度假区有限公司负责，公司将募投项目变更为“德兴市南门农贸市场建设项目”和“德兴市城区污水管网补充完善工程”。

“德兴市南门农贸市场建设项目”计划总投资 2.37 亿元，截至 2019 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 2019 年底已投资 5.60 亿元。

“16德兴城经债/PR德投债”募集资金中 0.76 亿元用于原募投项目“三清山—婺源养老生态旅游示范区建设项目”，1.84 亿元用于“德兴市南门农贸市场建设项目”，5.40 亿元用于“德兴市城区污水管网补充完善工程”。截至本报告出具日，募集资金已全部使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低

增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016—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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口

增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，

生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付

诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，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。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支

持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）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,如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等,以约束地方政府及其融资平台的政府性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

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响,我国经济下行压力持续增大,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上,政府持续加大在基础设施领域补短板的力度,明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持,充分发挥基建逆经济周期调节作用,一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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,并建立了以一般债券和专项债券为主的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,伴随国内经济下行压力加大,城投企

业相关政策出现了一定变化和调整,政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来,我国经济下行压力持续增大,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基础上,政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持,充分发挥基建逆经济周期调节作用,一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看,防范债务风险方面,财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文,旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限,严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月,监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》,指出在不新增隐性债务的前提下,允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换,推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与对隐性债务的化解置换中,主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是,由于信托、融资租赁等非标准化债权(以下简称“非标”)融资用款限制少,可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题,不符合隐性债务置换要求,非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面,2019年9月,国务院印发《交通强国建设纲要》,强调在交通基础设施建设领域补短板,建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月,中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出,当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面,2019年9月,国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》,指出对“短板”领域的基础设施项目,可适当

降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。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。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3 2019 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
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
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 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
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

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影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、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。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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。

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一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，德兴市经济持续发展，财政实力较强，公司外部发展环境良好。

根据德兴市人民政府官网披露的《2019 年德兴市主要经济指标运行情况简析》，2019 年，德兴市实现地区生产总值 154.66 亿元，总

量在上饶市排名第 8 位，按可比价格计算，同比增长 7.5%，增速在上饶市排第 7 位。其中：第一产业完成 19.25 亿元，同比增长 2.8%；第二产业完成 57.14 亿元，同比增长 8.7%；第三产业完成 78.26 亿元，同比增长 7.7%。三次产业结构由 2018 年的 12.6: 37.1: 50.3 调整为 12.4: 36.9: 50.6。

2019 年，德兴市全市固定资产投资项目数 161 个，其中 5000 万元以上项目 70 个。德兴市固定资产投资同比增长 9.4%，增速居上饶市第 9 位。其中，第一产业投资同比增长 8.6%，第二产业投资同比增长 14.5%，第三产业投资同比增长 2.4%。

根据德兴市人民政府官网披露的《德兴市 2019 年财政收支情况》，2019 年，德兴市完成财政总收入 40.68 亿元，同比增长 6.6%，在上饶市 12 个县（市、区）中排名第十。其中，税务部门累计完成 27.64 亿元，同比增长 8.9%，税收收入占财政总收入的 67.9%，收入实现质量一般。2019 年，德兴市完成一般公共预算收入 29.12 亿元，同比下降 0.16%；完成一般公共预算支出 57.53 亿元，财政自给率为 50.62%，财政自给率较低。

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、资产注入和财政补助等方面的支持。

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。

2019 年，公司收到无偿划入的德兴市农垦集团有限责任公司（以下简称“德兴农垦”）49.00%股权（作价 60.40 亿元）、子公司德兴市交通投资有限公司林权资产（作价 20.01 亿元）以及德兴市公交客运有限公司股权（作价 0.40 亿元），公司相应增加资本公积 80.81 亿元。截至 2019 年底，德兴农垦资产总额 123.26 亿元，所有者权益 123.26 亿元，2019 年无收入，农

垦集团资产主要由林地农田、旱地等农用地（评估价值为 123.26 亿元）构成。德兴农垦无实际经营业务。

2019 年，公司收到政府补助 0.30 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：913611817485003633），截至 2020 年 5 月 27 日，公司本部无不良类或关注类信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、法人治理结构和内部管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地转让	84047.18	66.33	14.69	136418.51	89.53	30.32
基础设施建设	35103.80	27.71	6.78	9233.97	6.06	7.63
房屋出租	5266.96	4.16	12.80	3565.58	2.34	10.50
其他	2285.79	1.80	21.11	3155.74	2.07	-0.51
合计	126703.74	100.00	12.54	152373.80	100.00	27.85

注：公司其他业务收入主要来自少量房屋和宾馆出租

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，回款质量较差且回款周期具有不确定性，对公司资金形成占用。公司自营项目投资规模较大，面临较大资金支出压力。

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

跟踪期内，土地转让收入是公司营业收入的最主要来源，得益于当期转让的商业用地价格较高，公司营业收入继续保持增长且毛利率显著提高。

2019 年，公司实现营业收入 15.24 亿元，同比增长 20.25%，其中土地转让收入同比增长 62.31%至 13.64 亿元，主要系当期转让的商业用地价格较高所致；受代建项目投资进度放缓影响，公司基础设施建设收入同比下降 73.70%至 0.92 亿元。公司其他业务包括房屋及宾馆出租，收入占比较小，对公司整体收入影响有限。

毛利率方面，2019 年，得益于公司当期转让的商业用地价格较高，土地转让业务毛利率提升至 30.32%，带动公司综合毛利率提升至 27.85%。公司基础设施建设和房屋出租业务毛利率同比变化不大。

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。

2019 年，公司确认基础设施建设收入 0.92 亿元，尚未收到代建项目款，该业务板块收入回款情况差。

截至 2019 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 9.39 亿元，尚需投资 8.16 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 56.96 亿元，已完成投资 21.75 亿元，未来尚需投资 35.21 亿元。

表 5 截至 2019 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	1.18
香园大道项目	园区及道路建设	6.00	2.50
香屯生态工业园建设项目	产业园建设	11.10	2.37
德兴市返乡创业标准厂房项目	标准化厂房建设	14.30	2.99

胜利亭片区保障房建设项目	安置房建设	1.50	1.23
红山片区保障房建设项目	安置房建设	5.11	2.57
20 兆瓦光伏发电项目	光伏发电	1.80	0.94
德兴市南门农贸市场建设项目	农贸市场建设	2.37	2.37
德兴市城区污水管网补充完善工程	污水管网修缮	6.78	5.60
合计		56.96	21.75

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2019 年底，公司拟建的自营项目计划总投资 39.12 亿元，投资规模较大，若拟建项目按照投资计划如期开工，公司未来将面临较大融资压力。

表 6 截至 2019 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。
万村乡废花岗岩石材制砂项目	0.50	1 年	主要有土地征用、机械设备购置、市政设施配套。
三清快速路口“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。
合计	39.12	--	--

资料来源：公司提供

(2) 土地转让

受收储土地性质影响，跟踪期内公司土地转让收入显著增长，回款效率较低。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，待土储中心土地出让后，分期返还公司土地转让款。

2019 年，公司完成收储 2 宗商业用地，1 宗位于德兴市香屯生态园，面积 386 亩，转让价格为 11.35 亿元；1 宗位于德兴市原大茅山

造纸厂，面积 118.6 亩，转让价格为 2.29 亿元。得益于商业用地价格较高，公司当期确认土地转让收入 13.64 亿元，同比增长 62.31%。公司当期收到土地回款 8.88 亿元。截至 2019 年底，公司待开发土地账面价值为 53.96 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. 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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年度财务报表，苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2019 年底，公司拥有纳入合并范围子公司 19 家（附件 1-3）；跟踪期内，公司合并范围内新增子公司 3 家，其中 2 家为投资设立，1 家为划转取得；减少子公司 1 家，系划转所致。公司合并范围变化对公司财务数据的可比性影响较小。

截至 2019 年底，公司资产总额 264.60 亿

元，所有者权益 167.26 亿元（含少数股东权益 0.24 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 15.24 亿元，利润总额 3.75 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，受益于资产划拨，公司资产大幅增长，但账龄较长的应收类款项和以土地、开发成本为主的存货规模进一步扩大，对资金形成一定占用，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2019 年底，受非流动资产显著增长影响，公司资产总额较 2018 年底增长 58.80% 至 264.60 亿元。从构成上看，公司流动资产占 61.54%，非流动资产占 38.46%，公司资产仍以流动资产为主但流动资产占比有所下降。公司主要资产构成情况详见表 7。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.76	10.66	17.15	6.48
应收账款	17.41	10.45	23.33	8.82
其他应收款	31.75	19.06	46.84	17.70
存货	68.97	41.39	71.22	26.92
流动资产	137.96	82.80	162.82	61.54
长期股权投资	1.49	0.89	69.54	26.28
投资性房地产	16.84	10.11	0.00	0.00
在建工程	6.85	4.11	7.83	2.96
其他非流动资产	0.70	0.42	20.86	7.88
非流动资产	28.66	17.20	101.77	38.46
资产总额	166.62	100.00	264.60	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，受应收账款和其他应收款增长影响，公司流动资产较 2018 年底增长 18.02% 至 162.82 亿元。公司流动资产主要由货币资金（占 10.53%）、应收账款（占 14.33%）、其他应收款（占 28.77%）和存货（占 43.74%）构成。

2019 年底，公司货币资金 17.15 亿元，较 2018 年底变化不大，其中银行存款占 99.57%，其余为少量库存现金和其他货币资金。公司使用受限的货币资金 721.85 万元，全部为借款保

证金。

2019 年底，公司应收账款较 2018 年底增长 34.01% 至 23.33 亿元，主要系应收德兴市财政局的工程款和德兴市自然资源局的土地转让款增长所致。从账龄上看，1 年以内的占 26.70%、1~2 年占 16.55%、2~3 年占 26.58%、3 年以上的占 30.17%，整体账龄偏长。从集中度上看，公司应收德兴市财政局和德兴市自然资源局的账款合计占 99.79%，集中度高。公司累计计提坏账准备 14.30 万元。总体看，公司

应收账款回款风险小，但账龄长且集中程度高，对公司资金形成一定占用。

2019 年底，公司其他应收款较 2018 年底增长 47.54%至 46.84 亿元，主要来自应收德兴市财政局往来款的增长。从集中度上看，其他应收款前五名对手方合计占 92.35%，集中度高。公司其他应收款规模大且部分账龄长，对公司资金形成一定占用。

表 8 2019 年底公司其他应收款前五对手方情况
(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	292618.03	1 年以内	65.91
		16596.08	1-2 年	
江西铜都园区管理有限责任公司	往来款	2769.44	1 年以内	20.58
		7475.90	1-2 年	
		86324.53	2-3 年	
江西省德贤珠宝产业园开发有限公司	往来款	10916.23	1 年以内	2.33
德兴市三木源口至龙头山公路建设指挥部	往来款	8457.91	4-5 年	1.80
德兴市保障性住房投资建设有限公司	往来款	8100.00	1-2 年	1.73
合计	--	433258.11	--	92.35

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

2019 年底，公司存货 71.22 亿元，较 2018 年底变化不大。公司存货主要由土地（53.96 亿元，且 95.00%以上为商业/住宅地）和开发成本（16.91 亿元）构成。公司未对存货计提跌价准备。

2019 年底，公司非流动资产较 2018 年底增加 73.11 亿元至 101.77 亿元，主要系长期股权投资和其他非流动资产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 68.33%）、在建工程（占 7.69%）和其他非流动资产（占 20.50%）构成。

2019 年底，公司长期股权投资较 2018 年底增加 68.05 亿元，主要系德兴市政府将德兴农垦 49.00%股权划拨给公司所致。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 97.44%。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”。2019 年，公司在权益法下确认长期股权投资收益 867.13 万元。

2019 年底，公司无投资性房地产，较 2018 年底下降 16.84 亿元，系德兴市政府将兴德公司 51.00%的股权划转出公司导致其名下的投资性房地产不再纳入公司合并范围所致。

2019 年底，公司在建工程 7.83 亿元，较 2018 年底增长 14.33%，主要系光伏发电项目、生态工业园等项目持续投入所致。公司重要在建工程包括光伏发电项目、生态工业园项目等。

2019 年底，公司其他非流动资产较 2018 年底增加 20.16 亿元至 20.86 亿元，主要系德兴市政府划拨给子公司德兴市交通投资集团有限公司林权资产所致。公司其他非流动资产由林权资产（20.01 亿元）和委托贷款（0.85 亿元）构成。

截至 2019 年底，公司受限资产 16.64 亿元，其中存货 13.56 亿元、在建工程 2.48 亿元、固定资产 0.53 亿元，均用于贷款抵押；货币资金 721.85 万元，为贷款保证金；公司资产受限比例为 6.29%，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大幅增长，负债规模持续增长，有息债务以长期债务为主，整体债务负担较轻。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益较 2018 年底增长 83.40%至 167.26 亿元，主要来自资本公积的增长。公司所有者权益主要由实收资本（占 5.98%）、资本公积（占 83.73%）和未分

配利润（占 9.09%）构成。

2019 年底，公司实收资本较 2018 年底保持不变；公司资本公积较 2018 年底增长 109.76% 至 140.05 亿元，主要系当期德兴市政府将德兴农垦 49.00% 股权以及德兴市范围内部分林权资产划拨给公司所致。

负债

2019 年底，公司负债总额较 2018 年底增长 29.06% 至 97.34 亿元。从构成上看，公司流动负债占 25.10%，非流动负债占 74.90%，公司负债仍以非流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债 24.43 亿元，较 2018 年底增长 48.81%，主要来自其他应付款及一年内到期的非流动负债的增长。公司流动负债主要由应交税费（占 10.55%）、其他应付款（占 38.57%）和一年内到期的非流动负债（占 39.24%）构成。

2019 年底，公司短期借款较 2018 年底下降 13.04% 至 1.00 亿元，其中抵押借款 0.30 亿元，保证借款 0.70 亿元。

2019 年底，受应付往来款增长影响，公司其他应付款较 2018 年底增长 71.04% 至 9.42 亿元，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 8.92 亿元，主要为往来款（8.55 亿元），其余为少量保证金。

2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 9.59 亿元，较 2018 年底增长 82.08%，主要系“江右私募可转债” 3.00 亿元将于 2020 年到期偿付计入一年内到期的应付债券所致。公司一年内到期的非流动负债中长期借款 2.31 亿元、应付债券 4.60 亿元、长期应付款 2.68 亿元。

2019 年底，公司非流动负债 72.91 亿元，较 2018 年底增长 23.57%，主要系应付债券和长期应付款增长所致。公司非流动负债由长期借款（占 44.47%）、应付债券（18.65%）和长期应付款（36.87%）构成。

2019 年底，公司长期借款较 2018 年底下降 7.94% 至 32.42 亿元，其中质押借款占

54.44%、抵押借款占 20.29%、保证借款占 21.34% 和信用借款占 3.93%。

2019 年底，公司应付债券较 2018 年底增长 112.50% 至 13.60 亿元，主要系公司于 2019 年 10 月发行“19 德投 01” 8.80 亿元所致。截至 2019 年底，公司公开市场存续债券详见表 9。

表 9 截至 2019 年底公司公开市场存续债券

（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	票面利率	到期日
16 德兴城经债/ PR 德投债	4.80	5.99	2023.03.21
19 德投 01	8.80	7.50	2027.10.23
合计	13.60	--	--

注：债券余额未考虑溢价因素

资料来源：联合资信根据公开数据整理

2019 年底，公司长期应付款较 2018 年底增长 54.66% 至 26.88 亿元，主要系融资租赁款和专项借款增长所致。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 10 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年	2019 年
短期债务	6.41	10.59
长期债务	59.00	72.91
全部债务	65.42	83.49
长期债务资本化比率	39.28	30.36
全部债务资本化比率	41.77	33.30
资产负债率	45.26	36.79

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，2019 年底，公司全部债务 83.49 亿元，较 2018 年底增长 27.64%，其中短期债务 10.59 亿元，长期债务 72.91 亿元，有息债务结构仍以长期债务为主（占 87.32%）。2020—2022 年，公司到期债务规模分别为 10.59 亿元、10.50 亿元和 10.38 亿元，近三年到期债务规模相对分散。

债务指标方面，2019 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 36.79%、33.30% 和 30.36%，较 2018

年底分别下降 8.48 个、8.47 个和 8.92 个百分点，公司债务负担较轻。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入持续增长，期间费用控制能力较强，但整体盈利能力较弱。

2019 年，公司营业收入同比增长 20.25% 至 15.24 亿元；同期，公司营业成本 10.99 亿元，同比变化不大；受当期收入增幅大于成本增幅影响，公司营业利润率同比增长至 25.29%。

2019 年，公司期间费用 0.46 亿元，同比增加 0.30 亿元，主要系管理费用和财务费用增长所致，公司期间费用率同比增长 1.72 个百分点至 3.00%。2019 年，公司利润总额 3.75 亿元，当期收到政府补助 3000.00 万元，计入“其他收益”。

表 11 公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年	2019 年
营业收入	12.67	15.24
期间费用	0.16	0.46
其他收益	1.71	0.30
利润总额	2.92	3.75
营业利润率	10.79	25.29
总资本收益率	1.63	1.15
净资产收益率	2.80	1.64

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 0.48 个和 1.16 个百分点至 1.15% 和 1.64%。

5. 现金流分析

公司经营活动和投资活动现金均持续净流出且缺口进一步扩大，公司经营活动回款质量一般，筹资活动维持较大规模，未来存在一定筹资压力。

受往来款流入和支出增加影响，公司经营活动现金流入流出规模显著增长。2019 年，公司经营活动现金流入 21.85 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 10.20 亿元，主要为各板块业务回款；收到其他与经营活动相关的现金

11.66 亿元，主要为往来款和政府补助收现。公司现金收入比为 66.91%，同比下降 5.71 个百分点，回款质量有所下降。同期，公司经营活动现金流出 33.01 亿元，其中购买商品、接受劳务的支付的现金 14.55 亿元，主要为项目投入的资金；支付其他与经营活动相关的现金 17.63 亿元，主要为资金往来款和管理费用支出。2019 年，公司经营活动净现金流为 -11.15 亿元。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	14.71	21.85
经营活动现金流出量	19.35	33.01
经营活动净现金流	-4.64	-11.15
现金收入比	72.62	66.91
投资活动净现金流	-6.83	-5.21
筹资活动净现金流	6.32	17.76

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

2019 年，公司投资活动现金流入量为 0.09 亿元，由取得投资收益和合并范围增加子公司取得的现金构成。同期，公司投资活动现金流出量为 5.30 亿元，主要为购建固定资产支付的现金以及合并范围减少子公司对应减少的现金。2019 年，公司投资活动现金净流量为 -5.21 亿元。

2019 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -16.36 亿元，主要依靠取得借款和发行债券（计入“其他与筹资活动有关的现金”）收到的现金平衡资金缺口，当期筹资活动现金流入量 30.06 亿元。同期，公司筹资活动现金流出 12.30 亿元，主要用于偿还债务本息。2019 年，公司筹资活动净现金流 17.76 亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力指标较强，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。

2019 年底，公司流动比率和速动比率较 2018 年底分别下降至 66.53% 和 374.99%。2019 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。2019年底，公司现金短期债务比为1.62倍。

2019年，公司EBITDA同比增长25.06%至4.24亿元，公司全部债务/EBITDA较2018年的19.29倍提高至19.69倍，EBITDA利息倍数较2018年的4.87倍下降至4.03倍。

截至2019年底，公司对外担保金额9.69亿元，担保比率为5.79%。公司对外担保企业全部为当地国有企业和事业单位，截至2019年底，被担保企业经营正常，或有负债风险可控。

表13 截至2019年底公司对外担保情况

(单位: 万元)

被担保单位	担保余额
德兴市保障性住房投资建设有限公司	82000.00
德兴市中医院	9950.00
德兴市人民医院	4950.00
合计	96900.00

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司获得各类金融机构授信合计 56.23 亿元，已使用 47.33 亿元，尚未使用的额度为 8.90 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 母公司财务分析

2019年底，受其他应收款和长期股权投资增长影响，母公司资产总额较2018年底增长58.45%至239.98亿元，其中流动资产147.95亿元，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92.03亿元，主要由长期股权投资构成。

2019年底，母公司所有者权益为148.37亿元，较2018年底增长69.07%，其中实收资本占6.74%、资本公积占81.42%，母公司所有者权益稳定性较强。

2019年底，母公司负债总额91.61亿元，较2018年底增长43.81%，其中流动负债39.98亿元，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51.63亿元，由长期借款、应付债券和长期应付款构成。母公司2019年底

资产负债率为38.17%，较2018年底下降3.89个百分点。

2019年，母公司营业收入为14.58亿元，营业成本为10.36亿元，利润总额为4.42亿元。

十、跟踪评级债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券为“16德兴城经债/PR德投债”，债券余额4.80亿元；2019年，公司EBITDA和经营活动现金流入量对“16德兴城经债/PR德投债”余额的覆盖倍数分别为0.88倍和4.55倍；公司经营活动净现金流为负，对存续债券无保障能力。

“16德兴城经债/PR德投债”设置了分期偿还条款，在债券存续期内第3~7年每年偿还本金的20%，即1.60亿元，2019年公司EBITDA和经营活动现金流入量对分期偿还本金保障倍数分别为2.65倍和13.66倍。

“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，根据2018年11月博文房地产评估造价集团有限公司出具的“博文房估（2018）字第189号”“博文房估（2018）字第190号”和“（京）博文（2018）（估）字第188号”评估报告，“16德兴城经债/PR德投债”抵押的国有土地使用权及房地产评估价值合计23.09亿元，为“16德兴城经债/PR德投债”债券余额4.80亿元的4.81倍。2019年底，因兴德公司51%的股权被划转出公司，原计入投资性房地产的用于抵押的“德兴市银城南门新区F-03地块（银鹿宾馆）”的房地产（业主方为兴德公司全资子公司江西铜都园区管理有限责任公司）不再纳入公司合并范围，“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10.65亿元，为“16德兴城经债/PR德投债”本金余额的2.22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2019年底重新进行价值评估，其实际价值或存在高估的风险。

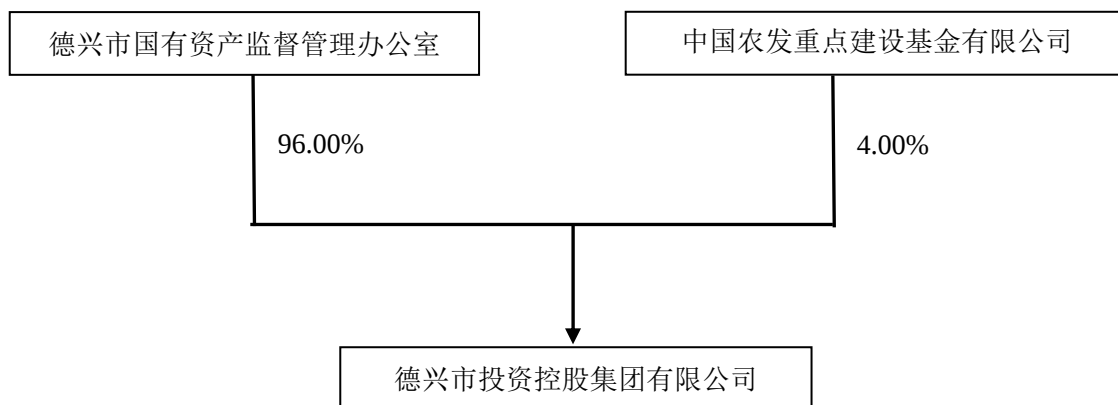
公司EBITDA和经营活动现金流入量对

“16德兴城经债/PR德投债”分期偿付本金的保障能力较强，本金分期偿还条款的设置降低了公司的集中兑付压力。“16德兴城经债/PR德投债”抵押土地评估价值较高，对本期债券本息兑付提供良好保障。

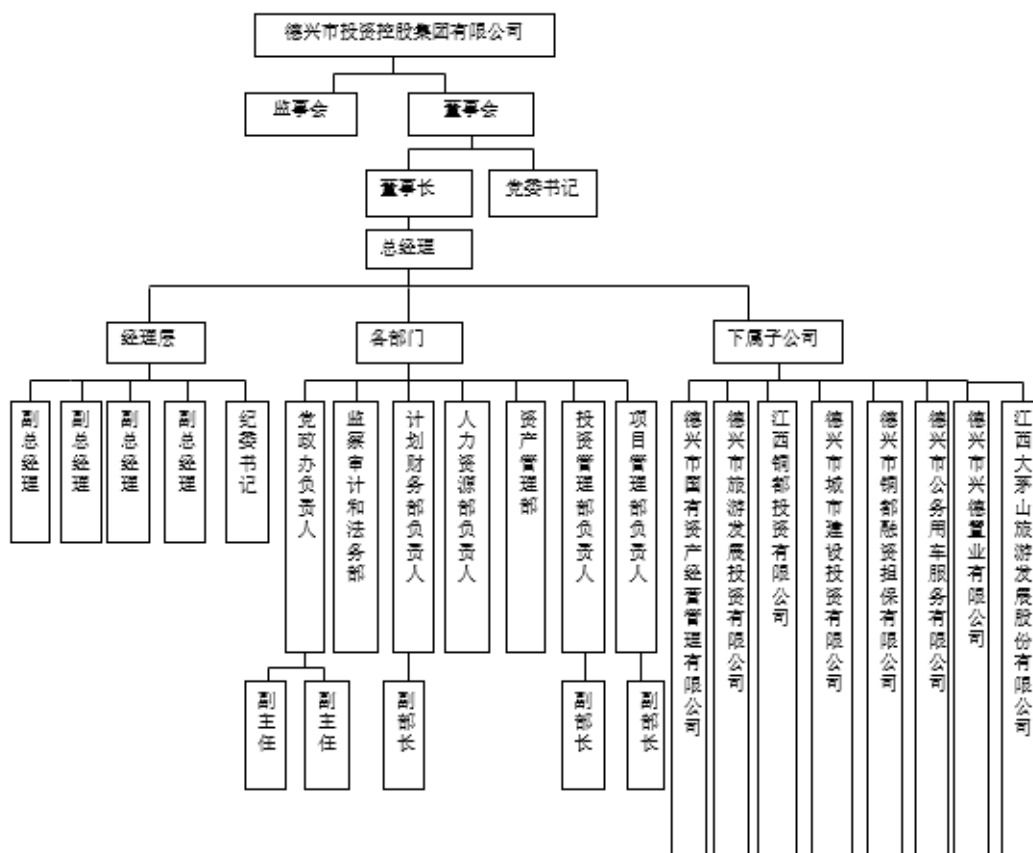
十一、 结论

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 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 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	
江西铜都投资有限公司	基础设施建设	100.00	--	股权划转
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
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
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
德兴市兴德置业有限公司	房地产开发	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
德兴市双溪温泉开发经营有限责任公司	地热温泉水的开发、利用、管理、销售	--	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
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
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
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
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

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	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	22.56	17.76	17.15
资产总额（亿元）	155.18	166.62	264.60
所有者权益（亿元）	89.30	91.20	167.26
短期债务（亿元）	4.29	6.41	10.59
长期债务（亿元）	52.96	59.00	72.91
全部债务（亿元）	57.25	65.42	83.49
营业收入（亿元）	6.26	12.67	15.24
利润总额（亿元）	2.31	2.92	3.75
EBITDA（亿元）	2.77	3.39	4.24
经营性净现金流（亿元）	-15.99	-4.64	-11.15
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.57	0.83	0.75
存货周转次数（次）	0.10	0.17	0.16
总资产周转次数（次）	0.05	0.08	0.07
现金收入比（%）	51.82	72.62	66.91
营业利润率（%）	2.74	10.79	25.29
总资本收益率（%）	1.54	1.63	1.15
净资产收益率（%）	2.52	2.80	1.64
长期债务资本化比率（%）	37.23	39.28	30.36
全部债务资本化比率（%）	39.06	41.77	33.30
资产负债率（%）	42.45	45.26	36.79
流动比率（%）	1023.93	840.40	666.53
速动比率（%）	533.63	420.23	374.99
经营现金流动负债比（%）	-123.82	-28.25	-45.66
现金短期债务比（倍）	5.26	2.77	1.62
全部债务/EBITDA（倍）	20.67	19.29	19.69
EBITDA 利息倍数（倍）	10.42	4.87	4.03

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	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	16.66	10.99	14.36
资产总额（亿元）	141.30	151.46	239.98
所有者权益（亿元）	86.26	87.75	148.37
短期债务（亿元）	2.55	3.39	6.32
长期债务（亿元）	31.00	35.91	51.63
全部债务（亿元）	33.55	39.30	57.95
营业收入（亿元）	5.59	11.92	14.58
利润总额（亿元）	2.41	2.96	4.42
EBITDA（亿元）	2.41	2.96	4.43
经营性净现金流（亿元）	-4.95	-6.13	-11.91
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.03	1.12	0.93
存货周转次数（次）	0.12	0.23	0.23
总资产周转次数（次）	0.05	0.08	0.07
现金收入比（%）	0.62	67.53	58.69
营业利润率（%）	3.67	11.76	28.18
总资本收益率（%）	1.97	2.04	1.65
净资产收益率（%）	2.73	2.96	2.30
长期债务资本化比率（%）	26.44	29.04	25.82
全部债务资本化比率（%）	28.00	30.93	28.09
资产负债率（%）	38.96	42.06	38.17
流动比率（%）	461.93	423.49	370.09
速动比率（%）	278.24	257.85	257.47
经营现金流动负债比（%）	-20.58	-22.05	-29.78
现金短期债务比（倍）	6.53	3.24	2.27
全部债务/EBITDA（倍）	13.91	13.27	13.09
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

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