

鹰潭市投资公司

2018 年度第一期中期票据

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2017)010783】

评级对象: 鹰潭市投资公司 2018 年度第一期中期票据 (本期中票)

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA (未安排增级)

评级时间: 2017 年 11 月 27 日

注册额度: 15 亿元

本期发行: 3 亿元

存续期限: 3+N 年, 约定赎回前长期存续

增级安排: 无

发行目的: 偿还金融机构借款

偿还方式: 每年付息一次 (附递延付息条款)

主要财务数据及指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据及指标:				
货币资金	5.47	10.44	28.90	14.52
刚性债务	52.15	54.83	67.51	59.89
所有者权益	140.01	141.72	143.27	142.30
经营性现金净流入量	-9.63	-10.39	11.71	0.43
合并数据及指标:				
总资产	225.79	251.21	271.63	264.93
总负债	66.10	87.34	104.12	98.36
刚性债务	57.16	56.78	72.41	63.15
所有者权益	159.70	163.88	167.51	166.57
营业收入	9.62	10.11	10.67	5.66
净利润	4.07	4.18	3.80	1.57
经营性现金净流入量	-9.23	-7.52	12.49	-2.39
EBITDA	5.99	5.61	5.44	—
资产负债率[%]	29.27	34.77	38.33	37.13
权益资本与刚性债务 比率[%]	279.36	288.60	231.34	263.76
流动比率[%]	1225.98	1056.55	1745.69	1977.52
现金比率[%]	41.48	67.85	259.34	154.76
利息保障倍数[倍]	16.57	3.75	—	—
净资产收益率[%]	2.58	2.59	2.30	—
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-16.01	-9.81	13.05	—
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-16.15	-12.94	10.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	20.14	4.63	—	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.10	0.08	—
鹰潭市经济与财政数据:				
GDP	606.98	639.26	695.35	560.32
一般公共预算收入	73.39	83.01	81.62	—
政府性基金收入	30.22	38.12	10.88	—
一般公共预算收/GDP[%]	12.09	12.99	11.74	—

注: 根据鹰潭投资提供的 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算; 鹰潭投资于 2015 年 1 月 1 日起执行财政部于 2006 年 2 月颁布的《企业会计准则》, 并对 2015 年年初 (上年) 数据进行了追溯调整, 本评级报告中 2014 年期末 (当年) 数采用 2015 年年初 (上年) 数; 鹰潭市 2014-2016 年经济数据来源于国民经济和社会发展统计公报, 2017 年前三季度经济数据来源于鹰潭市统计局; 鹰潭市财政数据来源于鹰潭市财政局。

分析师

邬羽佳 wyj@shxsj.com

张浩硕 zhs@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势/机遇:

- **区域环境较好。**鹰潭市交通较为便利, 铜业集聚度较高, 近年来经济保持较好增长, 为鹰潭投资的业务开展提供了良好的外部环境。
- **受政府支持力度较大。**鹰潭投资承担鹰潭市城市基础设施建设和国有资产运营职责, 受政府支持的力度较大, 近年来持续获取财政补贴。
- **尚有一定的再融资空间。**得益于持续的经营积累和股东资产注入, 鹰潭投资负债经营程度不高, 债务期限结构合理, 尚有一定的再融资空间。

主要风险/关注:

- **地方财力稳定性不足。**鹰潭市政府性基金收入中土地出让金收入占比高, 地方财力易受区域土地出让市场波动影响。
- **资金平衡压力较大。**鹰潭投资项目开发建设投资规模较大, 而项目资金返还受市财政局结算进度影响较大, 公司将持续面临较大的资金平衡压力。
- **资产质量欠佳。**鹰潭投资资产主要集中于土地资产及以项目开发成本和相关单位的资金占用款为主的其他应收款, 且土地资产大多已抵押, 资产质量欠佳。
- **对外担保风险。**鹰潭投资对外担保对象较为集中, 存在一定的代偿风险。
- **递延付息风险。**本期中票允许递延付息, 递延支付无次数限制, 存在递延付息风险。

➤ 未来展望

通过对鹰潭投资及其发行的本期中票主要信用风险要素的分析，新世纪评级给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中票还本付息安全性很高，并给予本期中票 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《城投类政府相关实体信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中票存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

鹰潭市投资公司

2018 年度第一期中期票据

信用评级报告

一、公司概况

鹰潭市投资公司（简称“鹰潭投资”、“该公司”或“公司”）系经鹰潭市人民政府《关于同意成立鹰潭市投资公司的批复》（鹰府字[1992]66号）批准，由原鹰潭市计划委员会于1992年11月以货币资金形式出资成立，原名为鹰潭市投资公司，初始注册资本为200万元。2000年6月，公司股东变更为鹰潭市人民政府，公司更名为鹰潭市城市建设投资开发公司；鹰潭市政府以房产、土地使用权形式增资4.98亿元，注册资本增至5.00亿元。2009年5月，公司更名为鹰潭市投融资公司。2010年9月，公司股东由鹰潭市人民政府变更为鹰潭市财政局（简称“市财政局”）。2011年12月，市财政局以土地使用权形式对公司增资5.00亿元，公司注册资本增至10.00亿元。2015年5月，公司更名为现名；7月，公司股东变更为鹰潭市国有资产监督管理委员会（简称“鹰潭市国资委”）。此后，公司注册资本及股东均未发生变更。截至2017年9月末，公司注册资本仍为10亿元，股东仍为鹰潭市国资委。

该公司是应鹰潭市城市化建设而成立的全民所有制企业，主营业务包括鹰潭市范围内的基础设施建设、土地转让及房产租赁等。目前公司为鹰潭市本级最主要的投融资平台。

二、本期债项概况

（一）债项概况

1. 本期债券发行条款

该公司申请注册发行总额度15亿元中期票据的议案已获公司董事会决议通过，并已在中国银行间市场交易商协会注册（中市协注[2017]MTN212号）。本次发行为第一期，拟发行规模为3亿元（本期拟发行中期票据概况如图表1所示）。公司拟将募集资金用于偿还金融机构

借款。

图表 1. 拟发行的本期中票概况

中期票据名称:	鹰潭市投资公司 2018 年度第一期中期票据
注册额度:	15.00 亿元人民币
本期发行规模:	3.00 亿元人民币
中期票据期限:	3+N 年, 于发行人依照发行条款的约定赎回之前长期存续, 并在发行人依据发行条款的约定赎回时到期
定价方式:	按面值发行
增级安排:	无

资料来源: 鹰潭投资

本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于发行人所有其他待偿还债务融资工具。区别于普通债券, 本期中票在债券赎回、利率调整、利息支付等方面设置有特殊条款, 具体如下:

(1) 本期中票于发行人依照发行条款的约定赎回之前长期存续, 并在发行人依据发行条款的约定赎回时到期。发行人只有在满足下文提到的三种情况时, 才可以赎回本期中期票据: ①发行人可以选择在募集说明书约定的赎回日进行赎回。发行人如果进行赎回, 必须在赎回日前 30 日公告并通知债权人。该赎回公告不可撤销; ②发行人由于法律法规的改变或修正, 相关法律法规司法解释或者应用的改变或修正而不得不为本期中期票据的存续支付额外税费, 且发行人在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候, 发行人有权对本次发行的中期票据进行赎回。发行人有权在法律法规, 相关法律法规司法解释或者应用变更后的首个付息日行使赎回权。发行人如果进行赎回, 必须在该可以赎回之日(即法律法规、相关法律法规司法解释或者应用变更后的首个付息日)前 5 日公告并通知债权人。赎回方案一旦公告不可撤销; ③发行人由于一般会计准则 (PRC GAAP) 或任何其他会计准则的变更或者更新而影响公司在合并财务报表中将本次发行的中期票据计入公司的权益时, 公司有权对本次发行的中期票据进行赎回。发行人如果进行赎回, 必须在该可以赎回之日(即会计政策变更后的首个付息日)前 30 日公告并通知债权人。赎回方案一旦公告不可撤销。

(2) 本期中票前 3 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定, 在前 3 个计息年度内保持不变。自第 4 个计息年度起, 每 3 年重置一次票面利率。前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差, 其中初始基准利率为集中簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网 (www.chinabond.com.cn) (或中央国债登记结算有限责

任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为3年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%);初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果发行人不行使赎回权,则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上500个基点,在第4个计息年度至第6个计息年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为3年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%)。此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上500个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得,票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上500个基点确定。

(3) 递延支付利息条款:除非发生强制付息事件,发行人在每个利息支付日前可以自行选择将全部或部分当期利息和按照本条款已经递延的利息及其孳息推迟至下一利息支付日支付。递延支付没有递延时间以及次数的限制。在本条款约定下的任何利息递延都不应被视为违约行为。每笔递延利息在递延期间应按照当期票面利率累计计息。

递延支付利息的限制是指发行人在本期中票付息日前十二个月内若发生下列行为之一的,不得递延支付当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息:①向普通股股东分红;②减少注册资本。若发行人选择递延支付利息,则直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕,不得从事下列行为:①向普通股股东分红;②减少注册资本。强制付息事件是指若发生下述情况,则发行人必须强制清偿全部递延支付的利息及其孳息:①发行人违反本发行文件中递延支付的限制;②破产清算方案通过或者法院判决公司进行破产清偿。

2. 公司存续期内债券情况

截至本评级报告出具日,该公司存续期内的公开市场发行债券包括“12 鹰投债”、“14 鹰投债”及“16 鹰潭投资 MTN001”,待偿还债券本金余额为 42.20 亿元,还本付息情况正常。

图表 2. 公司存续期内债券概况 (截至本评级报告出具日)

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行日期	债券余额
12 鹰投债	14.00	10	7.50	2012.12.12	11.20
14 鹰投债	15.00	7	6.20	2014.10.17	12.00

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行日期	债券余额
16 鹰潭投资 MTN001	19.00	5	3.63	2016.08.11	19.00
合计	48.00	-	-	-	42.20

资料来源：Wind 资讯

（二）募集资金用途

该公司拟将本期中票拟募集的资金 3.00 亿元全部用于偿还公司金融机构借款。

三、宏观经济和政策环境

2017 年以来，全球经济持续回暖，主要经济体已经开始或即将收紧金融危机以来的货币政策。2017 年以来的热点地缘政治风险给全球经济增长带来的不确定性冲击仍将延续。我国经济在进出口增加、消费稳定增长的带动下，整体表现出稳中向好态势。随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革和经济金融系统防风险工作的深入推进，我国的经济结构进一步优化、产业持续升级、内需不断扩大、区域协调发展，预期未来我国经济将有望长期保持中高速增长态势。

2017 年以来，全球经济持续复苏、各经济体表现不一，主要经济体开始或即将收紧金融危机以来的货币政策。同时，全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。在发达经济体中，美国经济持续回暖，美联储加息及缩表的正式启动标志着美国在退出量化宽松、货币政策再次收紧；特朗普税改框架的后续影响和进展仍有待观察；欧盟经济复苏势头持续增强、德国经济表现强劲，欧洲大选整体呈良好发展态势；日本经济正逐步恢复、通胀水平仍较低。在新兴经济体中，印度经济仍保持中高速增长的同时增速下滑，巴西经济在连续降息刺激下朝复苏迈进；俄罗斯经济复苏势头趋稳，受美经济制裁的影响有限；南非经济受政治不确定性的拖累，增速仍处低位。

在 2017 年以来全球经济回暖的国际环境下，我国的进出口表现强劲，国内消费稳定增长、物价水平呈温和上涨、就业规模扩大，整体表现出稳中向好态势。2017 年以来，我国居民收入的稳步增长，为消费增长提供支撑；投资增速有所波动，但投资结构持续改善，投资补短板、增后劲力度加大；净出口对 GDP 增长贡献率增加。在供给侧改革的深入推进下，传统强周期性、产能过剩行业利润保持改善状态，产业结构调整不

断深化，高端产业及战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产调控“因城施策”，供需两侧同时推进，抑泡沫和去库存并行，调控效果明显，房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略、自贸区建设、雄安新区建设等持续推进，全国各区域协同发展的效应逐步显现。

2017年以来，我国继续实施积极的财政政策，对推动经济增长和发展发挥重要作用；财政收支形势趋好，政府债务风险在可控范围之内。在2017年全年财政赤字率维持3%的预算安排下，财政支出持续向民生领域倾斜，积极财政政策得到有效落实，对经济平稳增长和结构调整发挥重要作用。财政部持续推动各省和计划单列市的地方政府债券发行和创新，地方政府举债融资机制日益规范化和透明化，我国地方政府债务风险总体可控。

2017年以来，我国央行实行稳健中性的货币政策对经济平稳增长、结构调整和风险防范营造了稳定的货币政策环境。央行货币政策调控方式持续创新，在保持总体货币政策取向不变情况下，针对普惠金融实施定向降准，充分发挥结构性引导作用，有助于信贷结构优化，有利于促进金融资源向普惠金融倾斜。随着汇率体制改革稳步推进，人民币中间价“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”的市场化定价机制不断完善，人民币汇率单边走势明显改观，人民币兑美元汇率双向波动明显增强。

在“创新、协调、绿色、开放、共享”理念下，“一带一路”建设持续深入推进，我国与世界经济的融合度明显提升，对全球经济发展的促进作用明显提升。在人民币纳入SDR货币篮子后，正式成为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升，人民币的国际地位继续增强。随着“债券通”中“北向通”正式上线，我国金融对外开放进一步扩大。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。从中长期看，我国的经济金融工作将紧紧围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险展开，建设现代化经济体系。随着央行宏观审慎监管框架不断完善及金融体系去杠杆持续推进，金融部门资金空转的现象明显改善，金融“脱实入虚”的状况有所缓解。以国企去杠杆为重中之重的经济去杠杆有序推进，实体经济杠杆率增速下降。我国宏观经济的稳中向好发展态势、稳健中性的货币政策以及债市信用风险状况好转可为去杠杆提供良好的经济、货币和信用环境。

随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧改革的深入推进、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速稳定增长趋势。同时，在国际经济、金融仍面临较大的不确定性因素影响下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

四、公司所处行业及区域经济环境

鹰潭市地处浙、皖、赣、闽四省交汇处，铜矿资源丰富，工业化发展水平较高，近年来经济持续保持较快增长。

鹰潭市为江西省地级市，地处江西省东部偏北，信江中下游，浙、皖、赣、闽四省交汇处，背靠龙虎山山脉、鄱阳湖流域。鹰潭市下辖 1 区 1 县 1 县级市，分别为月湖区、余江县和贵溪市。1986 年国务院将鹰潭市列为甲类对外开放城市和沿铁路干线重点发展城市。截至 2016 年末，鹰潭市总面积 3556.7 平方公里，常住人口 115.93 万人。

鹰潭市交通环境较为便利，其中浙赣、皖赣、鹰厦、沪昆客专杭南长段四条铁路干线在鹰潭市纵横交汇；206、320 国道、G60 沪昆高速公路和 G35 济广高速公路横贯全境；境内通航河道 2 条，总长 140 千米。鹰潭文化旅游资源丰富，距市区 16 公里的龙虎山是我国道教发祥地，被誉为“中国道教第一山”，龙虎山风景区作为 5A 级景区，是江西省唯一的“世界自然遗产”和“世界地质公园”双冠景区；此外，鹰潭市拥有诸如仙人城（兜率宫、河豚瀑布、巨猩望月等）、三阳洞府、云台山、吉泉峰、曾家古建筑群、韬奋故居等自然和人文景观。鹰潭市矿产资源较为丰富，主要矿种有银、铜、铝、锌、石膏、稀土等原料，其中境内的罗塘石膏矿区石膏储量居江西省首位。

依托较为丰富的资源优势，鹰潭市成为我国重要的铜业、能源和化工等基地。坐落于该市的江西铜业股份有限公司（股票代码：600362）已建设成亚洲最大的铜基地，跻身世界同行业前五名。此外，鹰潭阳光照明有限公司、江西兴成新材料股份有限公司、果喜实业集团有限公司等企业在全国同行业名列前茅。目前，鹰潭市已初步形成包括冶金、电力、化工、机械、建材、医药、食品、仪表等在内的门类繁多的工业体系。

依托较好的资源禀赋以及产业基础，近年来鹰潭市经济持续发展，

各项经济指标得以较快增长。2016年，鹰潭市实现地区生产总值695.35亿元，按可比价格计算，同比增长8.8%。其中，第一产业增加值52.8亿元，增长4.2%；第二产业增加值404.55亿元，增长8.0%；第三产业增加值237.99亿元，增长11.3%。2016年三次产业结构比为7.6:58.2:34.2，工业支柱地位突出。全市按常住人口计算的人均生产总值为6.01万元，同比增长8.2%。同时，鹰潭市社会消费品零售总额及人均可支配收入等经济发展指标也保持增长，居民生活水平持续提高。

图表 3. 2014-2016 年及 2017 年前三季度鹰潭市主要经济指标（单位：%）

指 标	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年前三季度	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值（亿元）	606.98	9.7	639.26	9.0	695.35	8.8	560.32	8.6
规模以上工业增加值（亿元）	340.31	11.2	358.61	9.0	330.87	8.4	-	-
500 万元以上固定资产投资（亿元）	464.23	17.8	531.56	14.5	604.16	13.7	542.43	13.7
社会消费品零售总额（亿元）	150.7	12.6	171.71	10.5	194.66	12.8	156.81	12.3
进出口总额（亿元）	41.57 ¹	-6.2	224.90	-11.2	233.55	5.5	-	-
城镇居民人均可支配收入（元）	24591	10.1	26952	9.6	29116	8.0	23100	8.8
农民人均可支配收入（元）	11350	11.5	12463	9.8	13534	9.3	10794	8.6
三次产业结构占比	7.7:61.3:31.0		7.7:59.9:32.4		7.6:58.2:34.2		-	

注：2014-2016 年数据来源于鹰潭市国民经济和社会发展统计公报；2017 年前三季度数据来源于鹰潭市统计局

2017 年以来，鹰潭市经济保持较好的增长态势，前三季度全市实现地区生产总值 560.32 亿元，较上年同期增长 8.6%；同期，投资和消费仍保持高速增长，其中完成固定资产投资总额 542.43 亿元，增长 13.7%；社会消费品零售总额 156.81 亿元，增长 12.3%；居民生活水平也稳步提升，当期城镇人均可支配收入 23100 元，增长 8.8%，农民人均可支配收入 10794 元，增长 8.6%。

鹰潭市一般公共预算收入中税收收入占比高，稳定性较好；但 2016 年受区域土地出让市场景气度下滑影响，地方可支配财力有所下降。鹰潭市政府性债务规模尚可，债务压力适中。

鹰潭市区域经济的不断发展带来地方财力的不断增强，但 2016 年受政府性基金收入大幅下滑影响，地方可支配收入²出现下滑。2014-2016 年，鹰潭市全口径地方可支配收入分别为 157.04 亿元、177.24 亿元和 141.48 亿元。

¹货币单位为亿美元。

²可支配收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入

图表 4. 2014-2016 年鹰潭市财政收支情况表 (单位: 亿元)

指 标	2014 年		2015 年		2016 年	
	全口径	市本级	全口径	市本级	全口径	市本级
一般公共预算收入	73.39	23.87	83.01	26.64	81.62	25.94
其中: 税收收入	52.53	14.76	57.61	16.55	56.07	16.22
非税收收入	20.86	9.11	25.40	10.09	25.55	9.73
政府性基金收入	30.22	17.57	38.12	31.59	10.88	5.98
其中: 国有土地使用权出让收入	25.93	14.83	35.88	30.07	9.48	5.16
上级补助收入	53.43	18.44	56.11	13.25	48.98	9.19
可支配收入	157.04	59.88	177.24	71.48	141.48	41.11
一般公共预算支出	114.99	41.04	127.74	44.17	128.03	40.37
政府性基金支出	32.01	16.81	41.12	31.90	15.25	7.88
公共财政自给率	63.82%	58.16%	64.98%	60.31%	63.75%	64.26%

注: 1.资料来源为鹰潭市财政局

2.可支配收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入

一般公共预算收入为鹰潭市可支配财力的主要构成, 2014-2016 年全口径一般公共预算收入分别为 73.39 亿元、83.01 亿元和 81.62 亿元, 其中税收收入占比较高, 近三年比重均在 68% 以上。从税源情况来看, 增值税、营业税和企业所得税为税收收入的主要构成部分, 近三年三者合计占税收收入的比重分别为 57.41%、54.94% 和 61.55%。2016 年受区域内房地产市场景气度下滑影响, 全市土地增值税和耕地占用税有所下滑, 导致当年税收收入小幅下滑。鹰潭市政府性基金收入主要为国有土地使用权出让收入, 2016 年受土地出让市场影响大幅下滑, 对地方财力形成一定影响。2014-2016 年, 鹰潭市全口径政府性基金收入分别为 30.22 亿元、38.12 亿元和 10.88 亿元。

图表 5. 2014-2016 年鹰潭市全市口径税收明细表 (单位: 亿元)

税种	2014 年	2015 年	2016 年
增值税	13.77	12.95	19.64
营业税	11.55	13.65	9.39
企业所得税	4.84	5.05	5.48
个人所得税	1.13	1.30	1.57
土地增值税	5.76	7.13	4.38
耕地占用税	4.34	5.20	3.24
契税	3.74	5.85	4.34
其他	7.40	6.48	8.03
税收合计	52.53	57.61	56.07

资料来源: 鹰潭市财政局

从财政支出情况来看, 鹰潭市一般公共预算支出保持增长态势,

2014-2016 年全口径一般公共预算支出分别为 114.99 亿元、127.74 亿元和 128.03 亿元，增速分别为 16.4%、11.0%和 0.2%。从支出结构来看，2016 年由一般公共服务、公共安全、教育、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育构成的刚性支出占一般公共预算支出的 48.32%，财政支出弹性尚可。但鹰潭市公共财政自给率³欠佳，2014-2016 年分别为 63.82%、64.98%和 63.75%，财政收支平衡主要依赖于上级补助收入。

因向下属区（市）转移支付核心税种，相对于全口径而言，鹰潭市市本级口径一般公共预算收入较为有限，2014-2016 年分别为 23.87 亿元、26.64 亿元和 25.94 亿元，分别占当年全口径一般公共预算收入的 32.52%、32.09%和 31.78%。此外，受土地出让金收入波动影响，鹰潭市本级政府性基金收入波动明显，2014-2016 年政府性基金收入分别 17.57 亿元、31.59 亿元和 5.98 亿元。

政府性债务方面，截至 2016 年末，鹰潭市全市口径政府性债务余额为 83.96 亿元，全部为政府负有偿还责任的债务。同年末，该公司尚未置换的政府性债务余额为 33.08 亿元。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司实际控制人为鹰潭市国资委，产权结构清晰。

2015 年 7 月，该公司完成出资人变更，根据公司章程，鹰潭市国资委持有公司 100%的股权。公司为全民所有制企业，产权状况详见附录一。

（二）公司法人治理结构

该公司根据业务管理需要建立了相应的法人治理结构，2015 年 7 月完成管理层变更。

该公司在鹰潭市政府的指导下从事各项经营管理活动。公司不设股东会，设立董事会、监事会、总经理及经营管理机构。董事会成员 9 人，由出资人委派或者更换。董事会设董事长 1 人，经出资人批准和同意，董事长可兼任总经理。监事会成员 3 人，设监事会主席 1 人，监事由出资人委派或更换。董事、经理及财务负责人不兼任监事。

³ 公共财政自给率 = 一般公共预算收入 / 一般公共预算支出 * 100%

2015年7月完成注资人变更后,该公司近三分之一的董事进行了调整。其中公司董事长、总经理依然为吴岩。

(三) 公司管理水平

该公司建立起了与实际业务相适应的组织体系,目前内部经营管理制度符合公司业务开展需要。

根据定位、业务特点及业务需要,该公司设置了项目部、投融资部、计划财务部、办公室和监察室五个职能部门,公司运营管理较有序规范。公司组织架构详见附录二。截至2017年9月末,公司合并范围内共有4家子公司,其中鹰潭市城市资产营运有限公司(简称“城运公司”)为公司主要子公司,其主要从事鹰潭市基础设施建设投融资、市直属行政事业单位国有资产运营和其他项目投资与管理,与本部业务有重合。公司主要子公司概况详见附录三。

该公司依据实际工作需要建立了相应的内部管理制度,对各项工作实行制度化、规范化管理。

财务管理方面,该公司实行“一支笔”审批原则。公司严格控制差旅费、电话费、打印费、报刊杂志征订费和办公用品购置费等各项开支,制定并执行规范的报销流程;另外,公司各项收入由财务统一管理,财务人员定期汇报公司财务收支情况。现金管理方面也制定了相关制度,明确现金支付的范围,其他业务原则上采用转账支付,资金控制较严格,安全性较有保障。

在投资建设管理方面,该公司鼓励在满足规范标准、保证质量的前提下,优化设计方案,利用新技术、新工艺、新材料,节约成本。工程设计变更依据变更技术难易程度、重要性和费用额度采用不同审批流程办理变更手续。公司明确工程计量原则、依据、方式和审批程序,对工程款支付也制定了相关规定。公司建立了科学的管理程序,有效控制投资成本,提高政府投资效益。

在投融资决策方面,该公司决策机制明晰。市基础设施建设计划由各相关单位和公司共同参与制定,并由公司向市政府汇报,最终由市政府决定。此外,公司每年会制定投融资年度计划,确保工作的顺利开展。

(四) 公司经营状况

该公司是鹰潭市本级最主要的投融资平台,其中土地转让业务受市

政府土地储备计划、财政安排等影响较大；基建项目投入规模较大，但回购款结算进度滞后，加之后续仍有一定的投资需求，公司面临较大的资金平衡压力。

该公司作为鹰潭市本级最主要的投融资平台，主要从事土地转让、基础设施建设和经营性物业租赁业务，近年来营业收入呈现稳步增长的态势，2014-2016年分别为9.62亿元、10.11亿元和10.67亿元。从收入构成看，公司营业收入以土地转让收入和基础设施建设收入为主，近三年合计占比均超过93%；公司其他业务收入主要为商铺租赁收入，对公司收入贡献度较低。2017年前三季度，公司实现营业收入5.66亿元，较上年同期增长16.22%，主要系土地转让收入增长了2.49亿元。

图表 6. 近年来公司业务收入分类结构及变化趋势（单位：亿元、%）

项目	2014年		2015年		2016年		2017年前三季度	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
土地转让收入	5.81	60.41	1.62	16.06	5.38	50.41	2.49	44.04
基础设施建设收入	3.19	33.22	7.87	77.86	4.65	43.62	2.69	47.58
其他业务收入	0.61	6.37	0.61	6.08	0.64	5.97	0.47	8.38
总计	9.62	100.00	10.11	100.00	10.67	100.00	5.66	100.00

注：根据鹰潭投资提供的数据绘制

1. 基础设施建设业务

该公司基础设施建设业务涵盖道路、桥梁、管网、场馆、棚户区改造等，目前该项业务以政府回购为主。基建业务流程为：公司承建的基础设施建设项目与鹰潭市财政局签订协议，根据工程审计所核定的项目成本加成一定比例确定为收购价格（通常加成的收益占到成本的10-15%），项目竣工验收合格后进行支付。

该公司主要负责项目资金的筹集和运作，项目实际委托鹰潭市国有资产经营（集团）有限公司（简称“国资公司”）等其他项目公司进行建设。公司按照项目建设进度向项目公司支付工程款项，挂账于其他应收款；待项目完工后，再由其他应收款转入存货科目。

该公司近年来完成了高铁站前广场、鹰潭市行政综合楼、北极阁工程和路网一期工程等项目。截至2017年9月末，公司已完工基建项目投资总额为79.32亿元。2014-2016年及2017年前三季度，公司累计确认基建项目收入18.40亿元，已回笼资金12.49亿元，未回笼资金主要集中于路网一期工程及2017年新完工的信江生态公园及道路工程项目。公司近年来资金回笼情况尚可，但由于前期基建项目投资规模较大，且

部分项目结算进度较慢，公司面临一定的筹资压力。

图表 7. 近年来公司确认的基建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	工程总成本	确认收入	截至 2017 年 9 月末 已回笼资金
2014 年:			
高铁站前广场 (鹰潭车站配套工程)	2.78	3.19	3.19
2015 年:			
鹰潭市行政综合楼项目	6.85	7.87	7.87
2016 年:			
北极阁工程	0.74	0.84	0.84
路网一期工程	3.32	3.81	0.59
2017 年前三季度:			
信江生态公园及道路工程	2.35	2.69	--
合计	16.04	18.40	12.49

资料来源: 鹰潭投资

从在建项目情况来看,截至 2017 年 9 月末,该公司在建基建项目合计 5 个,主要包括信江新区余信贵路网、生活垃圾焚烧发电项目等。以上在建项目计划总投资合计 36.89 亿元,已完成投资 24.90 亿元,2017 年第四季度、2018 年及 2019 年将分别投入 2.62 亿元、7.91 亿元和 1.45 亿元,公司仍存在一定的投融资压力。

图表 8. 公司在建项目情况 (单位: 亿元)

在建项目	计划建设周期	总投资 金额	已投资 金额	未来三年投资		
				2017 年 10-12 月	2018 年	2019 年
2013 年信江新区拆迁安置房	2014.02-2017.12	3.79	3.60	0.19	--	--
信江新区余信贵路网	2012.10-2018.06	16.41	15.30	0.20	0.91	--
信江新区污水处理	2016.06-2018.12	3.50	1.60	0.70	1.20	--
四馆	2016.06-2019.06	4.69	0.65	1.08	1.50	1.45
生活垃圾焚烧发电项目	2016.08-2018.12	8.50	3.75	0.45	4.30	--
合计	-	36.89	24.90	2.62	7.91	1.45

资料来源: 鹰潭投资 (截至 2017 年 9 月末)

2. 土地转让业务

除基础设施建设业务外,该公司还通过转让部分政府注入的土地来补充公司收入。市政府按照土地储备计划对公司相关地块进行回购,公司从而取得土地转让收益,回购资金将由鹰潭市财政局全额拨付予公司。2014-2016 年,公司分别转让土地 24.21 万平方米、6.76 万平方米和 226.03

万平方米，受政府规划等影响而存在较大波动性。公司转让地块的单价因地理位置、市场情况而存在一定差异，因此近年来土地转让业务收入也在各年间波动，2014-2016 年分别为 5.81 亿元、1.62 亿元和 5.38 亿元。

截至 2016 年末，该公司拥有的土地资产共 7378.95 亩，账面价值为 106.74 亿元，其中包括政府注入的土地 6469.68 亩、账面价值 99.91 亿元；通过招拍挂取得的土地 909.27 亩、账面价值 6.83 亿元。同年末，公司已抵押的土地资产为 3515.10 亩，账面价值 59.72 亿元。

2017 年以来，该公司共出让 1 宗、位于信江新区的商住用地，土地面积 5.60 万平方米，取得土地转让收入 2.49 亿元。

从土地款回笼情况来看，近年来该公司完成了大部分资金回笼，占可回笼资金的比重为 73.14%，待回笼资金中 1.62 亿元主要系信江新区地块（5632 号），2.49 亿元系 2017 年新出让的信江新区地块（2031 号）土地，资金将分别于 2017 年末和 2018 年末之前全额到位。

图表 9. 近年来公司土地转让情况（单位：万平方米、亿元）

出让年份	宗地位置	土地面积	账面价值	土地转让收入	截至 2017 年 9 月 末已回笼资金
2014 年	龙虎山大道以西	24.21	1.83	5.81	5.81
2015 年	龙虎山大道以东	6.76	0.31	1.62	1.62
2016 年	鹰雄大道南面地块	17.41	0.14	0.26	0.26
	信江新区地块（2026 号）	33.52	0.73	0.83	0.83
	信江新区地块（5632 号）	134.05	1.70	3.27	1.65
	老 206 国道以北地块（5659 号）	15.95	0.33	0.40	0.40
	老 206 国道以北地块（5660 号）	25.10	0.52	0.62	0.62
2017 年前三季度	信江新区地块（2012）2031 号	5.60	1.93	2.49	--
合计		262.60	7.49	15.30	11.19

资料来源：鹰潭投资

3. 其他业务

该公司其他业务主要为租赁业务。鹰潭市人民政府向公司注入一批商铺作为经营性房地产，公司就上述房产与国资公司签订了房屋整体租赁协议，约定每年租金为 0.61 亿元。由于房产租赁业务成本仅为日常维护支出，因此毛利率处于较高水平，近年来均维持在 55% 左右。

（五）公司财务质量

北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2014 年度财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告；大信会计师

事务所（特殊普通合伙）对公司 2015 年度财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016 年度财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

自 2015 年 1 月 1 日起，该公司开始执行财政部于 2006 年 2 月颁布的《企业会计准则》，并对公司 2015 年审计报告对期初（上年）财务数据进行了追溯调整。追溯调整事项包括：①调减截至 2015 年初公司盈余公积 139880437.15 元、调增未分配利润 139880437.15 元；②调减截至 2015 年初母公司长期股权投资 1968999471.53 元、调减留存收益 1968999471.53 元。本次评级中的 2014 年期末（当期）数采用 2015 年审计报告中的期初（上期）数。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 271.63 亿元，所有者权益为 167.51 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2016 年实现营业收入 10.67 亿元，获得财政补贴收入 2.00 亿元，实现净利润 3.80 亿元（全部为归属于母公司所有者的净利润）。

截至 2017 年 9 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 264.93 亿元，所有者权益为 166.57 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2017 年前三季度实现营业收入 5.66 亿元，实现净利润 1.57 亿元（全部为归属于母公司所有者的净利润）。

截至 2017 年 9 月末，该公司纳入合并范围的子公司共 4 家，均为二级子公司。

得益于土地及房屋资产的大规模注入，该公司目前负债经营程度较低，但随着各项业务的持续推进，公司刚性债务规模较大，债务负担较重。近年来公司营业收入保持增长，但土地转让业务受市政府土地储备计划、财政安排等影响较大，基建项目回购款结算进度滞后，经营环节现金流也因此存在较大波动。

（六）公司抗风险能力

1. 区域环境较好

鹰潭市交通环境较为便利，自然及文化资源丰富，近年来经济保持较快发展，2014-2016 年及 2017 年前三季度分别实现地区生产总值 606.98 亿元、639.26 亿元、695.35 亿元和 560.32 亿元，为公司业务的开展提供了良好的外部环境。

2. 政府支持力度大

该公司作为鹰潭市最主要的投融资平台，可得到鹰潭市政府在资产注入和财政补贴上的大力支持。截至 2016 年末，公司已累计获得政府注入的土地资产 6469.68 亩、账面价值 99.91 亿元。此外，近三年来公司共获得财政补贴收入 6.61 亿元。考虑到公司目前开展的业务规模仍较大，预计政府支持短期内具有一定可持续性。

3. 尚有一定的再融资空间

得益于持续的经营积累和股东资产注入，该公司资产负债率总体保持在合理水平，2014-2016 年及 2017 年 9 月末分别为 29.27%、34.77%、38.33% 和 37.13%，尚有一定的融资空间。

六、公司盈利能力及偿债能力

(一) 公司盈利能力

该公司土地转让业务盈利规模易受当地政策影响，近年来呈现较大波动性；公司每年可获得一定财政补贴，盈利对财政补助依赖度较高。

该公司主营业务的毛利主要来源于土地转让和基础设施建设业务。2014-2016 年及 2017 年前三季度，公司分别实现营业收入 9.62 亿元、10.11 亿元、10.67 亿元和 5.66 亿元；同期毛利分别为 4.73 亿元、2.68 亿元、2.93 亿元和 1.17 亿元，其中 2014 年土地转让业务收入占比较高，公司当年毛利水平较高。从毛利构成来看，虽然公司土地转让业务规模具有较大波动性，但该项业务对公司盈利贡献度较高，2014-2016 年及 2017 年前三季度，土地转让业务对公司营业毛利贡献度分别为 84.06%、48.93%、67.41% 和 47.96%；基础设施建设业务毛利随各年项目结算规模而变动，但由于该项业务的开展签订了代建协议，约定了一定的盈利比例，因此毛利率基本保持稳定。2014-2016 年及 2017 年前三季度，公司综合毛利率分别为 49.19%、26.47%、27.44% 和 20.72%。

图表 10. 近年来公司单项业务毛利及毛利率情况（单位：亿元）

毛利	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年前三季度	
	营业毛利	占比	营业毛利	占比	营业毛利	占比	营业毛利	占比
土地转让	3.98	84.06%	1.31	48.93%	1.97	67.41%	0.56	47.96%
基础设施	0.42	8.81%	1.03	38.37%	0.59	20.21%	0.34	29.19%
租赁业务	0.34	7.13%	0.34	12.70%	0.36	12.39%	0.27	22.85%

总计	4.73	100.00%	2.68	100.00%	2.93	100.00%	1.17	100.00%
毛利率	2014年		2015年		2016年		2017年前三季度	
土地转让	68.44%		80.64%		36.69%		22.56%	
基础设施	13.04%		13.04%		12.71%		12.71%	
租赁业务	55.09%		55.28%		56.94%		56.52%	
综合毛利	49.19%		26.47%		27.44%		20.72%	

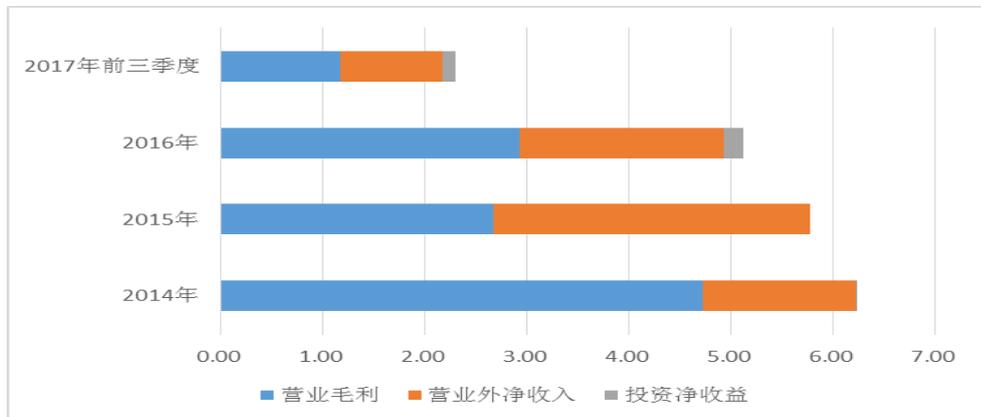
资料来源：根据鹰潭投资审计报告整理、绘制

该公司期间费用主要由管理费用构成，近年来得益于成本控制的加强，管理费用逐年减少，2014-2016年分别为0.95亿元、0.90亿元和0.85亿元。加之公司近年来持续收到一定规模的利息收入，财务费用趋于净流入，期间费用逐年降低，2014-2016年分别为0.95亿元、0.84亿元和0.66亿元，期间费用率分别为9.75%、8.27%和6.21%。2014-2016年，公司分别实现营业利润3.43亿元、1.45亿元和2.37亿元，营业利润率35.66%、14.31%和22.26%。

该公司作为鹰潭市主要的投融资主体，每年可获得市财政的大力支持，对公司利润形成重要补充。2014-2016年，公司分别获得政府补助1.50亿元、3.11亿元和2.00亿元。鉴于公司目前仍有一定规模的工程建设项目，政府补助预计短期内仍可持续。得益于较大力度的政府补助，2014-2016年公司分别实现净利润4.07亿元、4.18亿元和3.80亿元，同期总资产报酬率分别为2.29%、1.91%和1.67%。

2017年前三季度，该公司实现营业收入5.66亿元，较上年同期增长16.22%，主要系土地转让业务收入有所增加。同期公司毛利率为20.72%，较上年同期增长3.12个百分点。2017年前三季度，公司分别实现营业利润和净利润0.75亿元和1.57亿元。

图表 11. 公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）



资料来源：根据鹰潭投资审计报告整理、绘制。

（二）公司偿债能力

该公司刚性债务占比较高，但负债经营程度较低，且债务以中长期为主，即期偿付压力不大。公司资产集中于政府注入的土地资产、项目开发成本以及相关单位的资金占用款，资产变现能力主要依赖于项目进度及财政局回款情况，且公司土地资产中过半已质押，公司总体资产质量欠佳。

1. 债务分析

得益于持续的经营积累，该公司所有者权益逐年增加，2014-2016年末分别为 159.70 亿元、163.88 亿元和 167.51 亿元。公司所有者权益主要由资本公积、实收资本和未分配利润构成，2016 年末占比分别为 76.83%、5.97%和 16.55%。其中，资本公积年末余额为 128.69 亿元，主要包括政府注入的土地资产 91.35 亿元、道路等市政工程资产 17.83 亿元和房产 5.78 亿元等。2017 年以来，鹰潭市政府收回了 4.96 亿元的土地，同时注入了 2.46 亿元的市民服务中心，导致 2017 年 9 月末资本公积较年初下降 1.94%至 126.20 亿元，所有者权益从而微降 0.56%至 166.57 亿元。

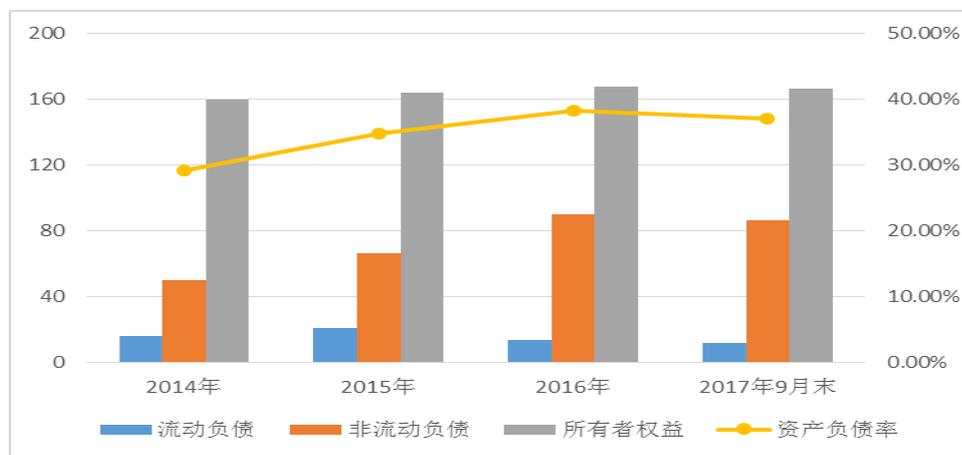
尽管该公司净资产规模总体有所增大，但因负债规模的持续增长，公司资产负债率总体呈逐年上升趋势，2014-2016 年末分别为 29.27%、34.77%和 38.33%，但仍处于较低水平。2017 年以来，随着“11 鹰投债”以及部分银行借款的到期偿付，9 月末公司负债总额较 2016 年末下降了 5.54%至 98.36 亿元，资产负债率也随之较上年末下降 1.20 个百分点至 37.13%。

从负债期限结构来看，该公司负债以非流动负债为主，2016 年得益于中期票据的发行，债务期限结构得到进一步改善。2014-2016 年末及 2017 年 9 月末，公司长短期负债比分别为 306.96%、315.05%、645.54%和 743.92%。

该公司流动负债主要由应交税费、应付利息、其他应付款和一年内到期的非流动负债组成，2016 年末分别占负债总额的 6.13%、0.76%、4.03%和 2.16%。其中应交税费年末余额为 6.39 亿元，较年初增长 14.66%，主要是基础设施建设收入增加导致增值税和所得税增加；其他应付款 4.19 亿元，较上年末减少 59.54%，主要系公司偿付了部分往来款所致，年末其他应付款主要包括应付中国四冶信江新区农民安置小区

项目部的款项 2.99 亿元、应付鹰潭市人民医院的款项 0.95 亿元等；一年内到期的非流动负债 2.25 亿元，包括银行借款 2.05 亿元和信托借款 0.20 亿元。

图表 12. 公司负债结构及财务杠杆水平变化 (单位: 亿元)

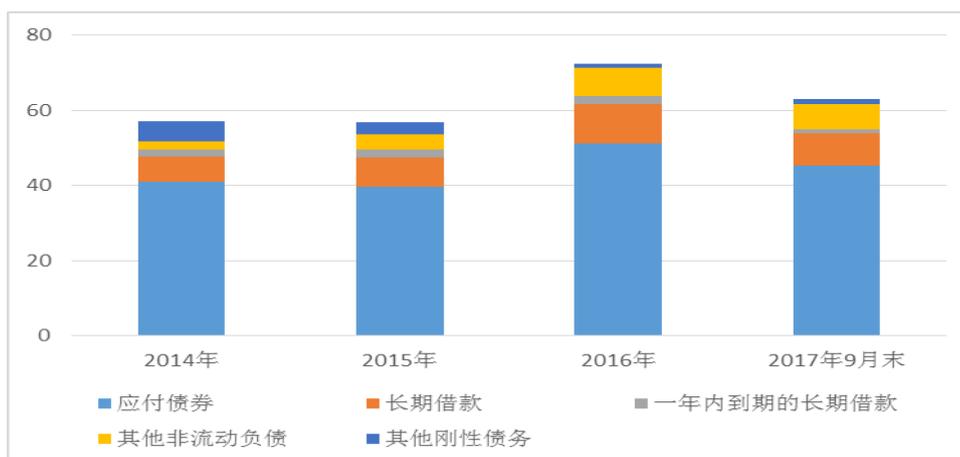


注：根据鹰潭投资所提供资料整理、绘制

该公司非流动负债包括长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债，2016 年末分别占负债总额的 10.12%、49.17%、19.96%和 7.33%。其中长期借款年末余额为 10.54 亿元，抵押借款占比 51.04%，保证质押借款占比 47.44%；应付债券为公司发行的“11 鹰投债”、“12 鹰投债”、“14 鹰投债”和“16 鹰潭投资 MTN001”，年末余额合计 51.20 亿元；长期应付款主要为政府债券置换资金，年末余额为 20.79 亿元；其他非流动负债余额为 7.63 亿元，主要包括信托借款 3.80 亿元、国家开发基金有限公司和中国农发重点基金有限公司借予公司的项目建设款 2.33 亿元和 1.50 亿元，利率均为 1.20%，期限为 10-15 年。

该公司刚性负债系负债的主要构成部分，2014-2016 年末分别为 57.16 亿元、56.78 亿元和 72.41 亿元，占当年末负债总额的比重分别为 86.49%、65.02%和 69.54%。公司刚性债务主要包括应付债券、银行借款、信托借款和基金注入的项目资本金等。2014-2016 年末，公司应付债券余额分别为 41.00 亿元、39.60 亿元和 51.20 亿元，长期借款分别为 6.82 亿元、7.88 亿元和 10.54 亿元，其他非流动负债（信托借款和基金注资）分别为 2.03 亿元、4.20 亿元和 7.63 亿元。从金融机构借款成本来看，银行借款年利率为 5.15%-7.50%，信托借款年利率为 6.50%-8.00%。公司刚性债务以中长期为主，且随着近年来公司通过发行债券和新增长期借款置换了部分短期债务，中长期刚性债务占比逐年攀升，近三年末分别为 87.21%、91.01%和 95.80%。

图表 13. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)



注: 根据鹰潭投资所提供资料整理、绘制。

或有负债方面, 该公司为鹰潭市企事业单位提供担保, 截至 2017 年 9 月末, 公司对外担保余额为 21.03 亿元, 担保比率为 12.62%。期末公司对外担保主要包括为鹰潭市龙港资产运营有限公司提供信用担保 9.00 亿元、为鹰潭市土地储备中心银行贷款提供抵押担保 5.00 亿元、为国资公司提供信用担保 5.53 亿元和抵押担保 1.50 亿元。公司对外担保绝对额较大, 且担保对象较为集中, 存在一定的代偿风险。

2. 现金流分析

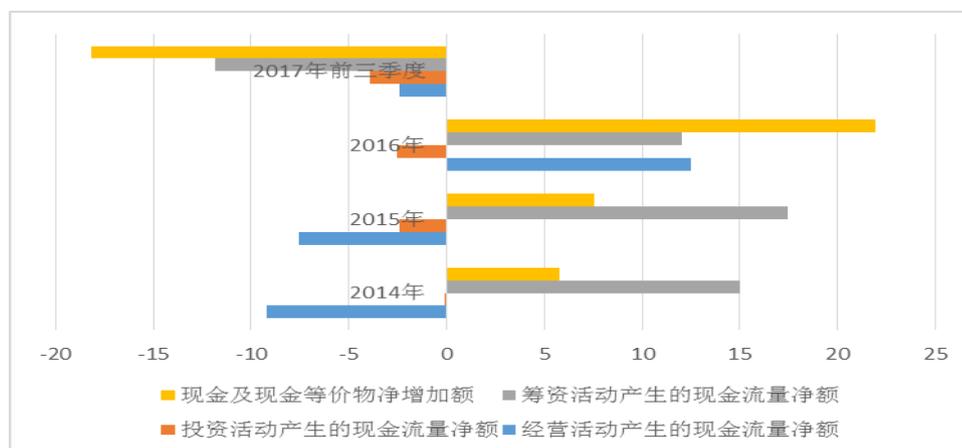
该公司经营环节的现金流入主要来自土地转让款、城市基础设施代建业务收入回款及商铺租金。其中土地转让及基础设施代建业务回款受结算进度及财政资金拨付情况等影响存在一定的不确定性, 公司经营性现金流存在无法弥补项目支出的情况, 公司主要依靠对外融资解决资金缺口。

2014-2016 年, 该公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 9.24 亿元、3.34 亿元和 10.25 亿元, 受项目回款情况而呈现较大波动性; 同期营业收入现金率分别为 96.07%、33.04%和 96.09%, 其中 2015 年公司转让的土地中龙虎大道东侧地块部分土地款延后至 2016 年完成回收, 导致 2015 年营业收入现金率较低。此外, 公司与财政局、土地储备中心等单位往来规模较大, 致使经营性现金流存在较大波动, 2014-2016 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-9.23 亿元、-7.52 亿元和 12.49 亿元。

自 2015 年以来, 该公司利用闲置资金购买了银行保本型理财产品, 2014-2016 年投资环节现金流量净额分别为-0.08 亿元、-2.40 亿元和-2.56 亿元。公司筹资性现金流反映了公司外部融资情况, 近年来公司通过银行借款和发行债券等融入较大规模的资金, 筹资活动现金净流入保持在

较大规模；其中 2016 年，公司偿付了“11 鹰投债”部分本金和一定规模的金融机构借款，使得当年筹资活动现金流出规模较大，因此使得当年筹资活动产生的现金流量净额有所下降，2014-2016 年分别为 15.02 亿元、17.44 亿元和 12.01 亿元。

图表 14. 公司现金流量分析 (单位: 亿元)



注：根据鹰潭投资所提供资料整理、绘制

2017 年前三季度，该公司往来资金呈现净流出状态，经营环节净现金流由正转负，为-2.39 亿元；同期，公司进行理财产品交易，投资性现金净流出 3.95 亿元；公司筹资环节现金因到期偿还“11 鹰投债”及部分借款呈现净流出状态，为-11.84 亿元。

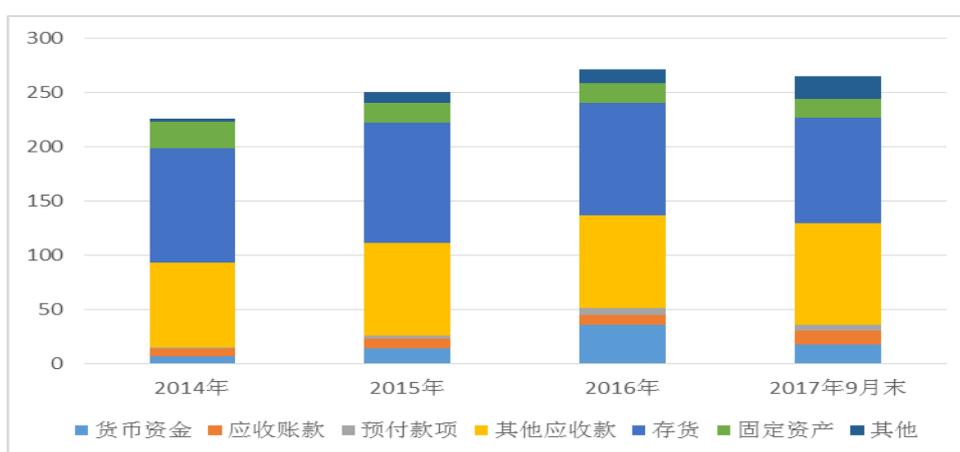
3. 资产质量分析

该公司资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货和固定资产组成，2016 年末上述科目余额合计占总资产的 95.31%。其中年末货币资金余额为 36.22 亿元，可动用货币资金为 36.00 亿元；应收账款余额为 9.25 亿元，主要为应收鹰潭市财政局的土地转让款和项目回购款；预付款项余额为 5.63 亿元，主要为预付的工程款，账龄主要集中于 2 年以内，占比为 97.34%；其他应收款年末余额为 86.09 亿元，主要为公司与鹰潭市企事业单位形成的往来款 63.94 亿元和公司投入的代建项目资金 22.15 亿元，占比分别为 74.27%和 25.73%，主要应收单位包括鹰潭市信江新区管理委员会、国资公司等；存货 103.87 亿元，主要包括 103.85 亿元的土地资产和 0.02 亿元的开发成本，开发成本主要为已验收的代建项目投资成本，较 2015 年末减少 3.67 亿元主要系 2016 年公司就北极阁工程和路网一期工程与财政局签订了回购协议，结转了相关成本所致；年末固定资产为 17.83 亿元，主要为政府注入的道路等市政基础设施。此外，公司土地资产中 3515.10 亩、账面价值 59.72 亿元

的土地已做银行抵押借款，占 2016 年末公司资产总额的 21.99%。

除上述主要科目外，2016 年末该公司资产中还有其他流动资产 2.75 亿元、可供出售金融资产 2.40 亿元、投资性房地产 4.62 亿元和无形资产 2.90 亿元。其中其他流动资产主要为公司购买的理财产品；可供出售金融资产主要包括公司对鹰潭农村商业银行股份有限公司的投资 2.20 亿元和对鹰潭市中小企业信用担保股份有限公司的投资 0.20 亿元；投资性房地产主要为政府早期注入的商铺；无形资产包括政府注入的土地使用权 1.58 亿元和公司通过招拍挂取得的土地使用权 1.31 亿元。

图表 15. 公司核心资产分布及变化趋势（单位：亿元）



注：根据鹰潭投资所提供资料整理、绘制。

2017 年 9 月末，该公司资产总额较上年末下降 6.70 亿元至 264.93 亿元。其中货币资金较上年末下降 18.18 亿元至 18.04 亿元，主要用于项目投资和对当地市属单位的投资；存货下降 6.81 亿元至 97.05 亿元，主要系公司土地资产转让以及鹰潭市政府收回账面价值为 4.96 亿元土地资产所致。此外，应收账款较上年末增长 3.49 亿元至 12.74 亿元，主要系应收鹰潭市财政局的工程回购款有所增加；其他应收款随往来款的增加而较上年末增长 7.57 亿元至 93.66 亿元；投资性房地产较上年末增长 3.34 亿元至 7.96 亿元，主要系公司收到政府注入的房产及对应的土地使用权，其中土地性质为商住用地，公司已补缴土地出让金。

（三）外部支持

作为鹰潭市基础设施建设和国有资产运营主体，该公司得到鹰潭市政府的大力支持。市政府主要通过注入土地及财政补贴的形式向公司提供支持。2014-2016 年公司分别获得财政补贴收入 1.50 亿元、3.11 亿元和 2.00 亿元。截至 2016 年末，公司资本公积为 128.69 亿元，主要由市政府作为国有投入的土地使用权划转及其他资产注入形成。

截至 2017 年 9 月末，该公司共获得银行授信 29.70 亿元，其中已使用 22.70 亿元，尚未使用的授信额度为 7.00 亿元。

七、公司过往债务履约情况

根据该公司提供的 2017 年 11 月 17 日《企业信用报告》，公司未结清贷款中不存在借款违约记录，已结清贷款中有 8 笔关注类贷款，均为公司成立初期形成，根据中国工商银行鹰潭市月湖支行提供的说明，上述关注类贷款均已正常收回。

八、结论

鹰潭市交通环境较为便利，铜矿资源丰富，工业化发展水平较高，近年来经济持续保持较快增长；一般公共预算收入中税收收入占比高，稳定性较好；但 2016 年受区域土地出让市场景气度下滑影响，地方可支配财力有所下降；鹰潭市政府性债务规模尚可，债务压力适中。

该公司是鹰潭市本级最主要的投融资平台，其中土地转让业务受市政府土地储备计划、财政安排等影响较大；基建项目投入规模较大，但回购款结算进度滞后，加之后续仍有一定的投资需求，公司面临较大的资金平衡压力。公司每年可获得一定财政补贴，盈利对财政补助依赖度较高。

该公司刚性债务占比较高，但负债经营程度较低，且债务以中长期为主，即期偿付压力不大。公司资产集中于政府注入的土地资产、项目开发成本以及相关单位的资金占用款，资产变现能力主要依赖于项目进度及财政局回款情况，且公司土地资产中过半已质押，公司总体资产质量欠佳。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

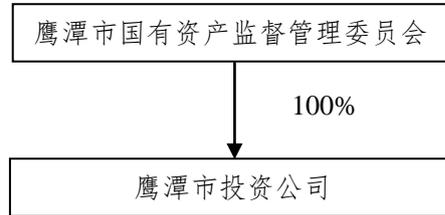
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

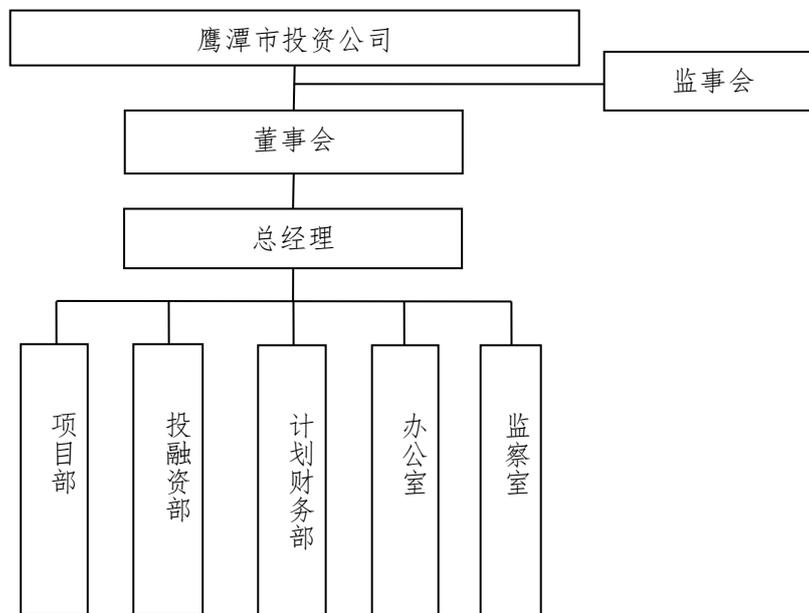
公司与实际控制人关系图



注：根据鹰潭投资提供的资料绘制（截至2017年9月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据鹰潭投资提供的资料绘制（截至2017年9月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例	2016 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称		刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流量	
鹰潭市投资公司	鹰潭投资	--	67.51	143.27	4.88	1.70	11.71	本部
鹰潭市城市资产运营有限公司	城运公司	100.00%	4.90	57.97	5.74	2.10	1.05	2008 年成立

注：根据鹰潭投资 2016 年度审计报告附注整理

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 前三季度
资产总额 [亿元]	225.79	251.21	271.63	264.93
货币资金 [亿元]	6.74	14.28	36.22	18.04
刚性债务[亿元]	57.16	56.78	72.41	63.15
所有者权益 [亿元]	159.70	163.88	167.51	166.57
营业收入[亿元]	9.62	10.11	10.67	5.66
净利润 [亿元]	4.07	4.18	3.80	1.57
EBITDA[亿元]	5.99	5.61	5.44	—
经营性现金净流入量[亿元]	-9.23	-7.52	12.49	-2.39
投资性现金净流入量[亿元]	-0.08	-2.40	-2.56	-3.95
资产负债率[%]	29.27	34.77	38.33	37.13
长期资本固定化比率[%]	12.73	12.55	10.80	13.60
权益资本与刚性债务比率[%]	279.36	288.60	231.34	263.76
流动比率[%]	1,225.98	1,056.55	1,745.69	1,977.52
速动比率 [%]	563.32	515.94	961.65	1,098.55
现金比率[%]	41.48	67.85	259.34	154.76
利息保障倍数[倍]	16.57	3.75	—	—
有形净值债务率[%]	41.95	54.27	63.25	60.08
营运资金与非流动负债比率[%]	366.82	303.62	254.93	252.38
担保比率[%]	9.83	10.64	9.28	12.62
应收账款周转速度[次]	1.39	1.28	1.19	—
存货周转速度[次]	0.05	0.07	0.07	—
固定资产周转速度[次]	0.39	0.47	0.59	—
总资产周转速度[次]	0.04	0.04	0.04	—
毛利率[%]	49.19	26.47	27.44	20.72
营业利润率[%]	35.66	14.31	22.26	13.17
总资产报酬率[%]	2.29	1.91	1.67	—
净资产收益率[%]	2.58	2.59	2.30	—
净资产收益率*[%]	2.58	2.59	2.30	—
营业收入现金率[%]	96.07	33.04	96.09	38.32
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-62.95	-40.36	71.37	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-16.01	-9.81	13.05	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-63.51	-53.25	56.76	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-16.15	-12.94	10.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	20.14	4.63	—	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.10	0.08	—

注：表中数据依据鹰潭投资经审计的2014-2016年度及未经审计的2017年前三季度财务数据整理、计算。

附录五:

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注：除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。