

2018 年第一期及 2019 年第一期上栗县投资公司
企业债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号:

中鹏信评【2019】跟踪
第【81】号 01

债券简称:

第一期: 18 上栗 01/18
上栗债 01

第二期: 19 上栗 01/19
上栗债 01

债券剩余规模: 15 亿元
(其中: 第一期 12 亿元,
第二期 3 亿元)

债券到期日期:

第一期: 2025 年 06 月
01 日

第二期: 2026 年 01 月
22 日

债券偿还方式: 按年付
息, 第三年度至第七年
度等额偿还 20% 本金

分析师

姓名:

徐宁怡 田珊

电话:

021-51035670

邮箱:

xuny@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2018 年第一期及 2019 年第一期上栗县投资公司企业债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期 AA; 第二期 AA	第一期 AA; 第二期 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	2019 年 06 月 14 日	第一期 2018 年 05 月 07 日; 第二期 2019 年 01 月 04 日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司 (以下简称“中证鹏元”) 对上栗县投资公司 (以下简称“上栗投资”或“公司”) 及其 2018 年 6 月 1 日发行的第一期公司债券 (以下简称“18 上栗 01/18 上栗债 01”) 与 2019 年 1 月 22 日的第二期公司债券 (以下简称“19 上栗 01/19 上栗债 01”) 2019 年度跟踪评级结果为: “18 上栗 01/18 上栗债 01” 和 “19 上栗 01/19 上栗债 01” 信用等级均维持为 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: 公司外部环境仍较好, 为其发展提供了良好基础, 公司业务持续性仍然较好, 获得的外部支持力度较大; 同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性一般, 面临较大的资金支出压力, 公司有息债务不断攀升, 存在一定的短期偿债压力, 且面临一定的或有负债风险等风险因素。

正面:

- 外部环境仍较好, 为公司发展提供了良好基础。2018 年上栗县经济总量保持平稳增长, 实现地区生产总值 177.20 亿元, 按可比价格计算, 较上年增长 8.30%, 为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司主营业务持续性仍较好。公司主要负责上栗县区域内的土地一级开发与基础设施代建业务, 2018 年实现主营业务收入 5.64 亿元, 与上年基本持平。截至 2018 年底, 公司已开发可供出让的土地规模达到 3,946 亩, 主要在建、拟建基础设施项目总投资为 44.43 亿元, 已投资 16.46 亿元, 尚需投资金额为 27.97 亿元, 在建的

上栗县保障性安居工程项目尚需投资 12.15 亿元，存货中有 17.18 亿元代建施工成本尚未结算，公司土地一级开发与基础设施代建业务持续性较好。

- **公司获得的外部支持力度较大。**公司股东及当地政府在资产注入、政府补助等方面给予了公司较大支持，资产注入方面，2018 年公司收到上栗县财政局无偿划拨的资本金 1.54 亿元；公司收到高标准农田建设项目和全省易地扶贫搬迁建设项目借款共计 0.23 亿元，上述借款本息列入财政预算，由财政资金偿还，增加资本公积 0.23 亿元。政府补助方面，2018 年公司收到上栗县人民政府补助合计为 1.26 亿元，提升了公司的利润水平。

关注：

- **公司资产流动性一般。**公司的资产主要由存货构成，截至 2018 年末，存货占资产总额的比重为 69.00%，主要为开发成本和代建施工成本，开发成本与代建施工成本变现取决于委托方的结算计划与支付安排，存在不确定性，存货变现能力不强，公司整体资产流动性一般。
- **面临较大的资金支出压力。**公司经营活动现金流表现不佳，2018 年公司经营活动现金净流出规模为 12.67 亿元。截至 2018 年末，公司主要在建、拟建基础设施项目尚需投资金额为 27.97 亿元，此外本期债券募投项目上栗县保障性安居工程项目尚需投资 12.15 亿元，土地一级开发尚需投入资金，存在较大的资金支出压力。
- **公司有息债务不断攀升，存在一定的短期偿债压力。**截至 2018 年末，有息债务规模为 50.19 亿元，较上年大幅增长 35.12%，其中 2019 年需偿付的有息债务规模为 6.72 亿元，存在一定的短期偿债压力。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保余额合计 4.36 亿元，占同期所有者权益的 5.98%，被担保企业均为国有企业，但均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,300,869.07	1,126,069.61	939,478.61
所有者权益	728,761.92	694,394.08	603,348.55
有息债务	501,850.00	371,150.00	284,670.00
资产负债率	43.98%	38.33%	35.78%
流动比率	9.39	13.64	12.80

主营业务收入	56,423.64	56,305.45	52,125.52
补贴收入	12,637.11	15,204.54	15,502.85
利润总额	22,319.59	23,043.85	23,130.68
主营业务毛利率	16.15%	13.89%	16.37%
EBITDA	22,325.72	23,043.85	23,130.68
经营活动现金流净额	-126,673.83	-226,718.12	-116,786.01

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告以及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

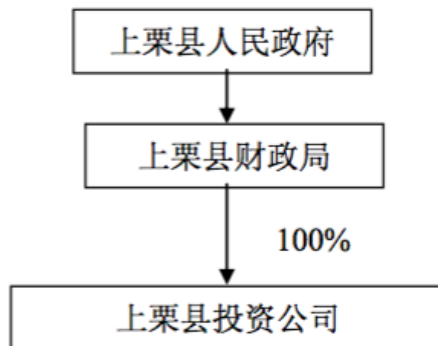
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年6月1日发行7年期12亿元的第一期公司债券，于2019年1月22日发行7年期3亿元的第二期公司债券，募集资金原计划用于上栗县保障房建设项目。截至2019年4月13日，本期债券募集资金专项账户余额为49,233.71万元，两个上栗县投资公司保障性安居工程项目指挥部账户余额共计44,179.84万元¹。

二、发行主体概况

截至2018年末，公司注册资本和实收资本仍10,000.00万元，未发生变化；截至2019年3月末，公司控股股东仍为上栗县财政局，实际控制人仍为上栗县人民政府，未发生变化。2018年度，公司经营业务范围未发生变更，合并范围无变化。

图1 截至 2019 年 3 月 31 日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03

¹ 公司为优化资金管理，将专户资金转至指挥部账户统一管理。

万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 1 2018 年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
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）	发展改革委、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
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或

			PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018 年上栗县国民经济保持平稳增长，工业经济平稳发展

2018 年，上栗县经济总量保持平稳增长，实现地区生产总值 177.20 亿元，按可比价格计算，较上年增长 8.30%。其中，第一产业增加值 13.30 亿元，同比增长 4.40%；第二产业增加值 85.51 亿元，同比增长 8.20%；第三产业增加值 78.39 亿元，同比增长 9.60%。2018 年上栗县三次产业结构比调整为 7.50：48.30：44.20，第三产业占比提高 1.20 个百分点。2018 年上栗县按常住人口计算的人均地区生产总值约为 3.91 万元，是全国人均地区生产总值的 60.47%，处于较低水平。

工业经济方面，2018 年上栗县规模以上工业产值为 150.99 亿元，同比增长 13.10%，其中规模以上工业增加值为 39.12 亿元，同比增长 8.40%，工业经济提质增效。固定资产投资方面，上栗县固定资产投资增长较快，2018 年全社会固定资产投资为 106.86 亿元，同比增长 10.20%，增速较快，是拉动经济增长的重要因素。

从消费领域来看，2018 年上栗县社会消费品零售总额保持较快增长，当年规模为 73.90 亿元，较上年增长 10.80%。金融方面，2018 年上栗县金融机构存款余额为 152.08 亿元，较上年增长 19.96%，金融机构贷款余额为 153.13 亿元，较上年增长 22.91%，增速处于较高水平，金融业对当地经济发展形成一定的促进作用。

表 2 2017-2018 年上栗县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率

地区生产总值（GDP）	177.20	8.30%	204.00	8.90%
第一产业增加值	13.30	4.40%	-	-
第二产业增加值	85.51	8.20%	-	-
第三产业增加值	78.39	9.60%	-	-
规模以上工业增加值	39.12	8.40%	-	-
固定资产投资	106.86	10.20%	251.00	12.90%
社会消费品零售总额	73.90	10.80%	73.30	12.80%
存款余额	152.08	19.96%	109.46	11.14%
贷款余额	153.13	22.91%	104.17	17.22%
人均 GDP（万元）	3.91		4.50	
人均 GDP/全国人均 GDP	60.47%		76.28%	

注：2017 年人均 GDP 是按照当年 GDP 与常住人口测算；2018 年人均 GDP 是按照当年 GDP 与 2017 年常住人口测算

资料来源：2017 年数据来源于《关于上栗县 2017 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2018 年国民经济和社会发展计划草案的报告》，2018 年数据来源于上栗县财政局公布的《上栗县 1-12 月主要经济指标完成情况》，中证鹏元整理

2018 年上栗县实现财政总收入 23.46 亿元，同比增长 7.20%，实现公共财政收入 15.55 亿元，较上年同比下降 3.20%。

四、经营与竞争

公司作为上栗县重要的城市资源开发和运营的投融资和建设主体，主要从事土地一级开发、城市基础设施建设和保障房建设等业务。近年公司收入主要来自于土地一级开发收入和基础设施代建收入，2018 年实现主营业务收入 5.64 亿元，与上年基本持平。毛利率方面，公司一级开发的土地出让金净收益和政府分成，毛利率较高；基础设施建设业务毛利率根据所代建项目来确定，毛利率较低且有所波动，2018 年主营业务毛利率为 16.15%，较上年略有上升。

表 3 2017-2018 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地一级开发	9,079.82	52.41%	6,696.23	51.75%
代建项目	47,343.82	9.19%	49,609.22	8.78%
合计	56,423.64	16.15%	56,305.45	13.89%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告以及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司土地一级开发业务收入规模较小，但毛利率较高，业务持续性较好

公司作为上栗县主要的土地开发单位，承担着上栗县内土地一级开发的职能。公司按

所开发的地块项目与上栗县土地收购储备中心（以下简称“土储中心”）及上栗县财政局签订《土地一级开发合作合同》，三方共同开发上栗县一级土地，公司自筹资金进行征地拆迁、土地平整、修建道路、建设路网、排水系统、公共绿化、水、电、通信的管沟等土建工程，工程完工后向土储中心提出书面竣工验收申请，土储中心在 10 日内安排验收工作。公司进行土地开发的收益按照土储中心将所开发地块进行出让后所得全部净收益来确定，具体以所签订的土地一级开发合作收益分成确认单为准，上栗县财政局在所开发土地的出让金到位后在相关财政专户中安排支付给公司。

2017-2018 年经公司整理并出让的土地面积分别为 329.20 亩与 139.83 亩，土地出让金分别为 0.93 亿元与 1.22 亿元，其中 2018 年土地单位出让价格较上年有大幅上升，主要系 2017 年出让的工业用地较多单价较低，2018 年出让的 2 块地均为地理位置较好的商业用地所致；公司按照分成确认的土地出让收入分别为 0.67 亿元与 0.91 亿元，2018 年同比上升 35.58%。

表 4 2017-2018 年公司整理土地出让情况

项 目	2018 年	2017 年
出让面积（亩）	139.83	329.20
土地出让金（万元）	12,167.00	9,290.20
平均出让单价（万元/亩）	87.01	28.22
确认收入（万元）	9,078.81	6,696.23

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司已开发可供出让的土地规模达到 3,946 亩，未来随着土地整理出让，公司将可获得较大规模的土地出让收入，土地一级开发业务持续性较好，但值得关注的是公司土地整理未来出让收入易受区域土地市场及政府规划影响较大，存在一定的不确定性。

公司基础设施建设业务可持续性较好，保障房业务投资规模较大，为收入提供一定的保障，但目前在建、拟建项目投资规模较大，存在较大的资金压力

为加强上栗县基础设施建设管理，上栗县人民政府与公司签订《委托代建协议书》，委托公司投资建设上栗县基础设施项目，具体代建项目上栗县人民政府以抄告单形式通知公司。公司负责筹集建设项目所需资金，按批准的建设规模、建设内容和建设标准实施管理。代建项目竣工后，上栗县人民政府或其指定的第三方对项目结算进行审核，公司根据完工进度确认收入，项目代建款由上栗县财政局安排支付。2017 年公司代建收入主要来自于杨岐山风景区建设工程项目、南部次城区建设工程项目与中小河流综合整治工程项目等项目，实现代建收入 4.96 亿元，2018 年公司代建收入主要来自于绕城公路建设项目、

昌栗高速项目与 2017 年棚户区改造项目等项目，实现代建收入 4.73 亿元，较上年略有下降。

随着上栗县基础设施开发建设进度的推进，公司在基础设施建设方面的业务量较充足，目前公司在建基础设施项目主要包括产业基地建设项目、高铁片区路网、市中环北路项目（上栗路段）与杨宣公路建设项目等项目。截至 2018 年末，公司主要在建项目总投资为 32.06 亿元，累计已投资金额为 16.46 亿元，尚需投入资金 15.60 亿元；主要拟建项目未来计划投资 12.37 亿元，未来随着代建项目的陆续结算，预计将会实现较大规模的业务收入，代建业务持续性较好，但同时需关注，公司代建、拟建项目尚需投入较大规模的资金，面临较大的资金支出压力。

表 5 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	累计已投资金额	尚未结转成本
产业基地建设项目	40,000.00	24,827.59	24,827.59
高铁片区路网	35,000.00	24,602.11	24,602.11
市中环北路项目（上栗路段）	28,000.00	21,759.16	21,759.16
城建项目	50,000.00	19,937.66	14,261.29
赣湘合作示范区建设项目	20,000.00	12,311.03	12,311.03
平安路建设项目	15,000.00	10,384.24	10,384.24
栗江公园项目	13,000.00	9,837.74	9,837.74
上栗县旅游基础设施提升项目	39,508.50	9,508.50	9,508.50
平安中路建设项目	15,000.00	9,188.56	9,188.56
上栗县水利基础设施提升项目	28,365.08	8,365.08	8,365.08
千亩地块建设项目	10,000.00	7,158.00	7,158.00
上栗县医疗卫生提升项目	26,757.37	6,757.37	6,757.37
合计	320,630.95	164,637.04	158,960.67

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表 6 截至 2018 年末公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目拟投资	建设周期（月）
上栗县农村生活污水治理（一期）建设项目	65,215.42	36
上栗县赣湘合作试验区上栗园区污水处理厂及雨、污管网（一期）建设项目	28,698.90	24
上栗县均田桥至自来水厂新取水口栗水河两岸污水管网建设工程（一期）	29,826.96	22
合计	123,741.28	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，本期债券募投项目上栗县保障性安居工程项目计划总投资 17.05 亿元，该项目产生的经济效益主要来自于安置房销售收入、配套商业设施销售收入、地下停车位销售收入等，项目可累计实现营业收入 19.34 亿元，为公司未来的收入提供一定的保障，但项目进度和收益能否达到预期尚存在一定不确定性。截至 2018 末，上栗县保障性安居工程项目已投资 4.90 亿元，尚需投资 12.15 亿元。

表 7 截至 2018 年末公司在建保障房项目情况（单位：万元）

项目	计划总投资	已投资	预计完工时间
上栗县保障性安居工程项目	170,458.84	49,000.00	2019.12

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得较大的外部支持

公司作为上栗县重要的基础设施建设和土地整理主体，得到当地政府在资本金注入、财政补贴等方面的较大支持。资产注入方面，依据栗府办抄字【2018】5 号抄告单，2018 年公司收到上栗县财政局无偿划拨的资本金 1.54 亿元；依据公司与江西省行政事业资产集团有限公司签订的借款合同，公司收到高标准农田建设项目和全省易地扶贫搬迁建设项目借款共计 0.23 亿元，上述借款本息列入财政预算，由财政资金偿还，增加资本公积 0.23 亿元。政府补助方面，2018 年公司收到上栗县人民政府补助合计为 1.26 亿元，其中企业发展基金 1.24 亿元，可研工作经费 0.02 亿元。

五、财务分析

财务分析基础说明

财务分析基础说明

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2015-2017年三年连审审计报告和2018年审计报告，报告采用旧会计准则进行编制，2018年度合并范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，但存货占比较大，且部分资产已被抵质押，资产整体流动性一般

近年公司总资产规模持续增加，截至 2018 年末，资产规模达 130.09 亿元，较上年增加 15.52%。从资产构成来看，公司资产主要由流动资产构成，截至 2018 年末，公司流动资产占总资产的比重达到 99.22%。

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。截至 2018 年末，公司货币资金余额为 16.13 亿元，主要为银行存款，无受限资金。应收账款主要为应收工程款，2018 年公司应收账款规模较上年大幅下降，主要系公司收到大规模当年结算款项所致，从应收对象来看，应收账款主要为上栗县财政局，考虑到应收对象为政府单位，回收风险较小，但回款时间不确定。其他应收款主要为上栗县财政局、上栗县佳诚旅游文化发展实业有限公司²、桐木镇人民政府、江西安源路桥集团有限公司和东源乡人民政府的往来款。截至 2018 年末，其他应收款账面价值为 19.05 亿元，较上年大幅增长 318.91%，考虑到应收对象主要为政府单位和当地国有企业，回收风险相对可控，但具体的回收时间不确定，对公司营运资金形成一定的占用。截至 2018 年末，公司存货账面价值达到 89.76 亿元，主要为开发成本和代建施工成本，其中开发成本主要为土地使用权和部分预缴出让金，账面价值合计达到 71.98 亿元，面积约为 457.63 万平方米，土地性质主要为商住用地，已抵押的土地账面价值达到 28.64 亿元，占存货的账面价值比重为 31.90%；代建施工成本主要为公司代建业务形成，规模达到 17.18 亿元，考虑到公司存货主要为土地使用权与代建施工成本，土地使用权变现易受区域土地市场的影响，且部分土地使用权已经抵押，代建施工成本变现取决于委托方的结算计划与支付安排，存在不确定性，存货变现能力不强。

表 8 2017-2018 年公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	161,288.63	12.40%	138,792.19	12.33%
应收账款	13,258.12	1.02%	49,388.86	4.39%
其他应收款	190,525.73	14.65%	45,481.83	4.04%
存货	897,572.68	69.00%	858,949.72	76.28%
流动资产合计	1,290,710.64	99.22%	1,097,412.59	97.46%
资产总计	1,300,869.07	100.00%	1,126,069.61	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告以及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

综合来看，近年公司资产规模快速增长，但存货占比较大，存货主要为土地资产与代建施工成本，变现能力不强，整体资产流动性一般。

² 该公司由中国农发重点建设基金有限公司持股 64.54%，上栗县财政局持股 19.50%，上栗县嘉和投资有限公司持股 15.96%。

盈利能力

2018 年公司主营业务收入与上年基本持平，政府补贴对公司的总体利润水平贡献较大

近年公司主营业务收入来源于基础设施代建和土地一级开发业务，2018 年公司主营业务收入为 5.64 亿元，与上年基本持平。截至 2018 年末，公司已开发可供出让的土地规模达到 3,946 亩，主要在建、拟建基础设施项目尚需投资金额为 27.97 亿元，在建的上栗县保障性安居工程项目尚需投资 12.15 亿元、存货中尚有 17.18 亿元代建施工成本尚未结算，公司土地一级开发与基础设施代建业务持续性较好。毛利率方面，公司一级开发的土地出让金净收益和政府按一定比例分成，毛利率较高；基础设施建设业务毛利率根据所代建具体项目来确定，毛利率相对较低，2018 年主营业务毛利率为 16.15%，较上年增长 2.26 个百分点，考虑到公司土地一级开发业务收入占主营业务收入比重较低，基础设施代建业务存在一定公益性，预计未来公司主营业务毛利率提升空间有限。

利润总额方面，2018 年公司实现利润总额 2.23 亿元，其中公司收到补贴款 1.26 亿元，均较上年有所下降，补贴收入占当期利润总额的比率高达 56.62%，政府补贴对公司的总体利润水平贡献较大。

表 9 2017-2018 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
主营业务收入	56,423.64	56,305.45
主营业务利润	8,535.40	7,200.87
营业利润	9,313.05	7,732.41
补贴收入	12,637.11	15,204.54
利润总额	22,319.59	23,043.85
净利润	16,730.47	17,232.48
主营业务毛利率	16.15%	13.89%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告以及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现不佳，目前在建及拟建项目规模较大，面临较大的资金支出压力

公司经营业务回款主要取决于委托单位的支付计划，回款情况存在不确定性，2018 年公司收现比大幅增至 1.69，经营活动资金回笼表现明显提升，但未来回款情况仍无保障。

2018 年公司受往来款变动影响，公司经营活动现金净流出为 12.67 亿元，经营活动现金流表现仍不佳。

投资活动方面，2018 年公司收回委托贷款本金 800 万元，导致投资活动现金流表现由净流出转变为净流入，规模较小，为净流入 832.90 万元。筹资活动方面，为满足公司经营和投资环节的资金需求，公司主要依赖发行债券和银行借款等进行融资，2018 年筹资活动现金流仍表现为净流入，净流入规模较上年有所下降，为 14.83 亿元。截至 2018 年末，公司主要在建、拟建基础设施项目尚需投资金额为 27.97 亿元，本期债券募投项目上栗县保障性安居工程项目尚需投资 12.15 亿元，土地一级开发尚需投入资金，存在较大的资金支出压力。

表 10 2017-2018 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.69	0.19
销售商品、提供劳务收到的现金	95,225.48	10,888.78
收到的其他与经营活动有关的现金	161,738.46	332,510.04
现金流入小计	256,963.95	343,398.82
购买商品、接受劳务支付的现金	93,276.60	220,198.36
支付的其他与经营活动有关的现金	287,233.03	326,846.31
现金流出小计	383,637.78	570,116.94
经营活动产生的现金流量净额	-126,673.83	-226,718.12
投资活动产生的现金流量净额	832.90	-5,303.87
筹资活动产生的现金流量净额	148,337.37	160,293.04
现金及现金等价物净增加额	22,496.44	-71,728.95

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告以及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务不断攀升，存在一定的短期偿债压力

得益于公司持续经营积累与地方政府的支持，2018 年公司所有者权益继续增加至 72.88 亿元，同比增长 4.95%。为满足公司土地一级开发与代建业务等的资金支出需求，公司负债规模快速增加，截至 2018 年末，负债总额为 57.21 亿元，同比增长 32.53%，受此影响，公司产权比率大幅增加，截至 2018 年末，产权比率为 78.50%，所有者权益对于债务总额的保障水平一般。

表 11 2017-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	572,107.15	431,680.64
所有者权益合计	728,761.92	694,394.08

产权比率	78.50%	62.17%
------	--------	--------

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告以及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，近年公司负债主要由长期负债构成，截至 2018 年末，长期负债占负债总额的比重为 75.98%。公司流动负债主要其他应付款及一年内到期的长期负债构成，其他应付款主要是业务往来款，2018 年末账面余额为 5.19 亿元；一年内到期的负债账面余额为 6.72 亿元，较上年增长 237.44%，主要系一年内到期的长期借款转入所致。公司长期负债为长期借款和应付债券，2018 年末长期借款账面余额为 31.47 亿元，其中抵押借款 14.70 亿元、保证借款 12.45 亿元、质押借款 4.32 亿元；2018 年应付债券为 18 上栗 01/18 上栗债 01，账面余额为 12.00 亿元。

表 12 2017-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	51,931.58	9.08%	53,331.58	12.35%
一年内到期的长期负债	67,150.00	11.74%	19,900.00	4.61%
流动负债合计	137,407.15	24.02%	80,430.64	18.63%
长期借款	314,700.00	55.01%	351,250.00	81.37%
应付债券	120,000.00	20.98%	-	-
长期负债合计	434,700.00	75.98%	351,250.00	81.37%
负债合计	572,107.15	100.00%	431,675.53	100.00%
其中：有息债务	501,850.00	87.72%	371,150.00	85.98%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告以及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

有息负债方面，2018 年公司有息负债规模大幅增长 35.21%，主要系 2018 年公司发行 18 上栗 01/18 上栗债 01 所致。截至 2018 年末，有息债务规模为 50.19 亿元，其中 2019 年需偿付的有息债务规模为 6.72 亿元，存在一定的短期偿债压力。

从偿债能力指标看，2018 年公司资产负债率为 43.98%，较上年增长 5.65 个百分点。短期偿债指标方面，2018 年公司流动比率为 9.39，较上年有所下降，公司货币资金规模较大，公司短期偿债指标表现尚可，但流动资产中存货占比较高，公司的短期偿债能力受到一定影响。受补贴收入下降影响，2018 年公司 EBITDA 降至 2.23 亿元，同比下降 3.12%，因公司利息支出均由上栗县财政局承担，利息偿付压力较小。

表 13 2017-2018 年公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	43.98%	38.33%
流动比率	9.39	13.64
速动比率	2.86	2.96

EBITDA（万元）	22,325.72	23,043.85
有息债务/EBITDA	22.48	16.11

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告以及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年2月21日，公司本部存在两笔关注类未结清贷款，贷款余额共计17,100.00万元。根据中国农业银行股份有限公司上栗县支行（以下简称“上栗农行”）于2017年5月11日提供的证明文件，因上栗农行发放应收账款质押的贷款质押率为不高于80%，公司的上述贷款质押率为77.76%，而上栗农行信贷系统质押率参数为70%，导致上述贷款贷后分类为关注类。该证明文件表示，公司在上栗农行的1.90亿元贷款状态正常，无逾期拖欠，人行系统显示的贷款形态为关注，是由于上栗农行系统原因所致。截至2019年2月21日，上述贷款余额为17,100.00万元。公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年12月31日，公司对外担保金额为4.36亿元，占期末所有者权益的比重为5.98%，被担保方均为国有企业，但均无反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

表 14 截至 2018 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	担保到期日	保证方式	企业性质	是否有反担保
上栗县佳诚旅游文化发展实业有限公司	7,500.00	2019.12.26	保证担保	国有企业	无
上栗县佳诚旅游文化发展实业有限公司	8,499.41	2019.12.4	抵押担保	国有企业	无
上栗县佳诚旅游文化发展实业有限公司	4,300.43	2019.12.4	抵押担保	国有企业	无
萍乡市杨岐山旅游发展有限公司	16,500.00	2026.9.11	抵押担保	国有企业	无
上栗县嘉和投资有限公司	6,757.52	2019.12.14	抵押担保	国有企业	无
合计	43,557.36	-	-	-	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

七、评级结论

2018年上栗县经济总量保持平稳增长，实现地区生产总值177.20亿元，按可比价格计算，较上年增长8.30%，为公司发展提供了良好的基础；公司主要负责上栗县区域内的土地一级开发与基础设施代建业务，2018年实现主营业务收入5.64亿元，与上年基本持平，截至2018年底，公司已开发可供出让的土地规模达到3,946亩，主要在建、拟建基础设施项目总投资为44.43亿元，已投资16.46亿元，尚需投资金额为27.97亿元，在建的上栗县保障性安居工程项目尚需投资12.15亿元，存货中有17.18亿元代建施工成本尚未结算，公司土地一级开发与基础设施代建业务持续性较好；公司获得的外部支持力度较大。

同时我们也关注到，公司的资产主要由存货构成，考虑到土地使用权变现易受区域土地市场的影响，且部分土地使用权已经抵押，代建施工成本变现取决于委托方的结算计划与支付安排，存在不确定性，存货变现能力不强，公司整体资产流动性一般；截至2018年末，公司主要在建、拟建基础设施项目尚需投资金额为27.97亿元，在建的上栗县保障性安居工程项目尚需投资12.15亿元，土地一级开发尚需投入资金，存在较大的资金支出压力；公司有息债务不断攀升，存在一定的短期偿债压力；公司存在一定或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持“18上栗01/18上栗债01”和“19上栗01/19上栗债01”信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	161,288.63	138,792.19	210,521.14
其他应收款	190,525.73	45,481.83	26,986.09
存货	897,572.68	858,949.72	683,618.98
总资产	1,300,869.07	1,126,069.61	939,478.61
短期借款	-	-	-
其他应付款	51,931.58	53,331.58	34,664.00
一年内到期的长期负债	67,150.00	19,900.00	12,000.00
长期借款	314,700.00	351,250.00	264,120.00
应付债券	120,000.00	-	-
长期应付款	-	-	-
总负债	572,107.15	431,675.53	336,130.05
有息债务	501,850.00	371,150.00	284,670.00
所有者权益	728,761.92	694,394.08	603,348.55
主营业务收入	56,423.64	56,305.45	52,125.52
营业利润	9,313.05	7,732.41	7,628.77
补贴收入	12,637.11	15,204.54	15,502.85
净利润	16,730.47	17,232.48	17,341.58
经营活动产生的现金流量净额	-126,673.83	-226,718.12	-116,786.01
投资活动产生的现金流量净额	832.90	-5,303.87	-12.93
筹资活动产生的现金流量净额	148,337.37	160,293.04	304,363.00
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
主营业务毛利率	16.15%	13.89%	16.37%
收现比	1.69	0.19	1.21
产权比率	78.50%	62.17%	55.71%
资产负债率	43.98%	38.33%	35.78%
流动比率	9.39	13.64	12.80
速动比率	2.86	2.96	3.30
EBITDA（万元）	22,325.72	23,043.85	23,130.68
EBITDA 利息保障倍数	-	-	-
有息债务/EBITDA	22.48	16.11	12.31

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告以及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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

附录三 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体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（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。

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。