

2017 年萍乡市汇丰投资有限公司

绿色债券 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：

2017年萍乡市汇丰投资有限公司绿色债券 2019年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【276】号 01

债券简称：17 汇丰绿债
/G17 汇丰 1

增信方式：保证担保

担保主体：中合中小企业
融资担保股份有限公司

债券剩余规模：20 亿元

债券到期时间：2024 年
09 月 21 日

债券偿还方式：每年付息
一次，在债券存续期的第
3-7 年末逐年分别按照债
券发行总额 20%的比例
偿还债券本金，当期利息
随本金一起支付

分析师

姓名：
谢蓉蓉 刘伟强

电话：
0755-82872897

邮箱：
xierr@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.cn

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
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 17 日	2018 年 06 月 26 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”）对萍乡市汇丰投资有限公司（以下简称“萍乡汇丰”或“公司”）及其 2017 年 09 月 21 日发行的绿色债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，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代建业务收入来源有一定保障，公司获得的外部支持力度仍然较大，同时第三方担保有效提升了本期债券的信用水平。但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，经营活动现金流表现不佳，面临一定的资金压力，面临较大的偿债压力，委托贷款业务存在一定的违约风险，以及存在或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司代建业务收入来源有一定保障。截至 2018 年末，公司主要代建项目预计总投资 32.78 亿元，已投资 26.38 亿元，相关收入来源有一定的保障。
- 公司获得外部支持力度仍较大。2018 年，公司获得的贷款置换、追加投资款和项目补贴合计为 16.84 亿元，其中 16.34 亿元计入资本公积，0.5 亿元计入补贴收入。上级政府继续给予公司大力支持，有效地提升了公司的资本实力，缓解了公司的资金压力。
- 第三方担保有效提升了本期债券的信用水平。本期债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，中合担保整体经营状况良好，经中证鹏元综合评定，其主体长期信用等级为

AAA，仍可为本期债券的按期偿付提供较好的保障。

关注：

- **公司收入易受政府规划和土地市场波动影响，存在波动性。**2018 年公司土地一级开发收入占主营业务收入的 98.34%，收入来源单一，土地开发整理业务易受国家政策及土地一级市场波动影响，存在波动性。
- **公司资产中土地、工程预付及其他应收款占比较大，且部分资产已经用于抵押，流动性较弱。**公司资产主要由存货、预付款项及其他应收款构成，截至 2018 年末，存货、预付款项和其他应收款合计占总资产比重为 83.61%，且 22.07%的土地已经用于抵押，存货主要为土地，预付款项系工程支出，工程和土地集中变现存在风险，其他应收款占用公司较多资金，整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现不佳，面临一定的资金压力。**2018 年公司经营活动现金净流出 34.45 亿元，且已持续三年净流出，总体表现较差。截至 2018 年末，公司主要的在建项目尚需投资 44.66 亿元，未来面临一定的资金压力。
- **公司有息债务规模快速增长，面临较大的偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息债务合计为 133.50 亿元，同比增长 9.14%，占负债总额的 88.90%，面临较大的偿债压力。
- **委托贷款业务行业集中度较高，且贷款对象主要为小微企业，存在违约风险。**公司委托贷款业务主要分布在建筑类、制造类和批发及零售类，三者投资额占比达 70%以上，且贷款对象主要为民营小微企业，集中度较高；2018 年末公司已发放委托贷款余额 10.35 亿元，其中逾期未归还贷款本金合计 0.46 亿元，需持续关注小微企业的违约风险。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2019 年 3 月末，公司对外担保金额合计 8.33 亿元，占 2018 年末净资产规模的 3.97%。担保对象均为国有企业，但未采用反担保措施，存在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	3,604,367.49	3,307,121.01	2,831,959.84
所有者权益	2,099,492.14	1,899,163.64	1,756,442.14
有息债务	1,334,965.00	1,223,165.00	885,590.00
资产负债率	41.66%	42.48%	37.98%
流动比率	10.75	10.86	9.81
主营业务收入	75,995.42	37,257.56	88,611.63
补贴收入	5,000.00	20,000.00	7,134.00
利润总额	54,414.14	53,507.43	45,446.38
综合毛利率	45.09%	46.31%	33.01%
EBITDA	54,458.72	53,537.14	45,490.70
经营活动现金流净额	-344,492.25	-231,442.07	-216,787.61

注：（1）公司利息支出均由萍乡经济开发区财政局负担；（2）营业外收入不含政府补助，政府补助体现在补贴收入科目；（3）2016年数据采用2017年审计报告的年初数。

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

中合担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	116.50	122.48	121.04
所有者权益合计	83.60	86.33	82.69
担保余额	1,004.98	1,088.79	869.47
准备金覆盖率	2.38%	1.95%	1.99%
融资担保放大倍数（倍）	9.54	4.33	3.71
当期担保代偿率	4.52%	3.42%	1.97%

注1：2017年数据采用2018年审计报告的上期数。

注2：融资担保责任余额和融资担保放大倍数2016-2017年按《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》（京金融〔2015〕91号），2018年按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：中合担保2016和2018年审计报告及中合担保提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年9月21日发行7年期20亿元绿色债券，募集资金原计划用于海绵城市及城市建筑节能建设项目及补充营运资金。截至2019年4月23日，本期债券募集资金专项账户余额为2.33亿元。

二、发行主体概况

2018年，公司实收资本、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为10.39亿元，萍乡经济技术开发区管理委员会（以下简称“管委会”）仍为公司控股股东和实际控制人，持有公司96.28%的股权。2018年，公司合并范围无变化。

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，严禁党政机关工作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年萍乡市经济保持较快增长，经济实力进一步增强

2018年萍乡市实现地区生产总值1,009.05亿元，比上年增长8.7%。其中，第一产业增加值59.36亿元，增长3.6%；第二产业增加值469.27亿元，增长8.1%；第三产业增加值480.42亿元，增长10.4%。三次产业结构调整为5.9：46.5：47.6。三次产业对经济增长的贡献率分别为2.2%、52.0%和45.8%。人均生产总值52,307元，比上年增长8.2%。

工业方面，2018年萍乡市全年实现工业增加值394.97亿元，同比增长8.3%，其中规模以上工业增加值增长8.6%。在规模以上工业增加值中，传统产业、装备制造业和高新技术产业增加值同比分别增长2.9%、20.3%、10.7%，装备制造业和高新技术产业发展较快。

固定资产投资仍是拉动萍乡市经济发展的主要因素，萍乡市在固定资产投资方面保持了较快的增长速度，2018年全市固定资产投资同比增长10.5%。分产业看，第一产业投资下降33.0%；第二产业投资增长11.4%，其中工业投资增长11.4%，占全部投资的54.2%；第三产业投资增长13.2%。基础设施投资增速加快，增长20.3%，占全部投资的26.8%，比上年提高2.2个百分点。2018年萍乡市全年房地产开发投资比上年增长2.8%，其中，住宅投资增长12.0%。商品房销售面积179.58万平方米，增长18.6%，房地产市场发展较好。

表2 2017-2018年萍乡市主要经济指标及增长速度（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	1,009.05	8.7%	1,070.50	8.9%
第一产业增加值	59.36	3.6%	57.46	4.0%
第二产业增加值	469.27	8.1%	538.63	8.1%
第三产业增加值	480.42	10.4%	474.41	10.8%
工业增加值	394.97	8.3%	474.09	8.4%
固定资产投资	-	10.5%	1,311.90	12.8%
社会消费品零售总额	384.83	10.9%	379.15	12.2%
进出口总额	112.67	9.4%	102.98	12.9%
存款余额	1,203.71	7.7%	1,117.4	18.7%
贷款余额	847.85	17.1%	723.86	17.1%
地区人均GDP（元）		52,307		55,767
地区人均GDP/全国人均GDP		80.92%		93.47%

资料来源：萍乡市2017-2018年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《关于萍乡市2018年全市和市级预算执行情况与2019年全市和市级预算草案的报告》，2018年萍乡市全市实现公共财政收入99.7亿元，同比下降2.9%；市本级政府性基金收入完成35.91亿元，同比增长148.9%；同期萍乡市全市公共财政支出为245.3亿元，同比增长9%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为40.64%。

萍乡经开区经济实力进一步增强，但固定资产投资对经济的拉动效应明显减弱

2018年萍乡经开区全年完成地区生产总值178.50亿元，同比小幅增长2.12%；经开区人均GDP与全国人均GDP的比值为241.67%。

依托洪山新能源产业基地、高丰汽车及零配件产业基地、清泉生物医药食品产业基地、白源金属材料产业基地、上柳源非金属材料产业基地、万新国家新材料产业基地六大特色支柱产业，萍乡经开区大力发展矿山机械、汽车零部件、生物医药食品、光伏新能源等高新技术制造业和新材料产业。2018年萍乡经开区工业增加值为104.85亿元，同比略有下降。

2018年萍乡经开区实现固定资产投资73.88亿元，同比大幅下降，固定资产投资对经济的拉动效应明显减弱。

表3 2017-2018年萍乡经开区主要经济数据（单位：亿元）

指标名称	2018年	2017年
地区生产总值（GDP）	178.50	174.79
其中：第一产业增加值	1.06	1.25
第二产业增加值	115.18	116.19
其中：工业增加值	104.85	107.33
第三产业增加值	62.26	57.35
工业总产值	521.68	645.11
固定资产投资	73.88	176.65
其中：工业固定资产投资额	-	117.01
社会消费品零售总额	40.96	40.47
招商签约资金	61.96	85.75
招商实际到位资金	45.43	93.58
全区内投产工业企业个数（个）	383	349
从业人员（人）	43,522	69,332
人均GDP（元）	156,228	154,165
人均GDP/全国人均GDP	241.67%	258.41%

注：1、江西萍乡经济开发区统计局未提供按可比价格计算的经济增长速度；2、以上数据2018年统计口径略有改变。

资料来源：江西萍乡经济开发区统计局

根据关于萍乡市2018年全市和市级预算执行情况与2019年全市和市级预算草案的报告》和江西萍乡经济开发区财政局文件，2018年萍乡市经开区实现公共财政收入14.22亿元，同比下降8.6%，其中税收收入10.20亿元，占公共财政收入比重为71.71%；实现政府性基金收入20.41亿元，同比增长56倍（主要原因是土地成交量增加）；同期萍乡市经开区公共财政支出为22.87亿元，同比增长3.6%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为62.18%。

四、经营与竞争

公司业务包括萍乡经开区基础设施建设、土地一级开发及出让、委托贷款业务等。2018年公司实现主营业务收入7.60亿元，同比增长103.97%，主要系土地一级开发收入增长所致。公司土地一级开发收入7.47亿元，占主营业务收入比例为98.34%，仍为收入主要来源，公司收入来源单一。毛利率方面，公司综合毛利率45.09%，较上年略有降低，主要是毛利率为100%的项目代建业务收入占比下降所致。

表4 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	
	收入	毛利率	收入	毛利率
土地一级开发	74,736.78	44.16%	36,200.00	44.74%
项目代建	1,258.64	100.00%	1,057.56	100.00%
合计	75,995.42	45.09%	37,257.56	46.31%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司土地一级开发收入大幅增长，但相关收入易受政府规划和土地市场波动影响，存在波动性

公司土地一级开发收入可以分为开发土地出让金返还收入和自有土地转让收入。公司负责萍乡经开区范围内土地一级开发业务。萍乡经开区国土资源局、萍乡经开区财政局与公司签订土地一级开发委托协议，公司将土地开发整理完毕，经萍乡经开区土地收购储备中心（以下简称“土地储备中心”）验收合格后，交由萍乡经开区国土资源局依法组织招标、拍卖、挂牌出让。土地出让后，萍乡经开区国土资源局按照土地出让价款扣除成本费用后所得的净收益按一定分成比例向公司支付土地出让的收益。另外，公司也会将部分自有土地转让给土地储备中心，土地储备中心根据市场价格评估公司拥有的土地资产价值，有关部门出具决议文件，以该金额回购该土地资产。

2018年公司开发整理土地面积合计21.63万平方米，获得土地出让金返还收入7.47亿元，土地相关的收入具体明细如下表所示。2018年末转让自有土地，无相关收入。毛利率方面，受土地位置和开发难易程度的影响，土地一级开发业务略有波动，但2018年土地一级开发业务毛利率较上年整体保持稳定，为44.16%。

表5 2018年公司土地一级开发业务和土地出让情况（单位：平方米、万元）

土地编号	宗地位置	土地类型	土地面积	不含税收入
DJF2018015	开发区尚贤中路以南，萍实北大道以西	商住	82,099.90	19,416.22
DJF2018016	开发区吴楚北大道以南，高铁西路以西	商住	96,974.90	22,120.72

萍国用(2013)114717号	开发区宝鼎中路以南、朝阳中路以东	商住	14,943.60	13,258.14
萍国用(2013)114719号	开发区宝鼎中路以南、朝阳中路以东	商住	22,238.50	19,941.70
合计			216,256.90	74,736.78

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2014年萍乡市委、市政府决定将新城区与开发区“两区”合并为萍乡经开区，总面积57.6平方公里。合并后萍乡经开区城建框架全面拓展，可开发的土地范围扩大，但相关收入规模易受政府规划的影响，存在波动性。此外，2018年末公司共拥有未受限的土地39宗，账面价值合计为84.38亿元，未来可通过转让土地获得一定规模的出让收入。但值得注意的是，公司土地的转让规模及价格易受当地土地规划及土地一级市场影响而存在波动性。

公司代建项目收入有所增长，相关收入来源有一定保障，但需关注项目建设进度；目前公司在建项目有一定的资金需求，面临一定的资金压力

根据江西省安源经济开发区管委办抄告单（安开管办抄字〔2002〕34号），以及公司与管委会、经开区财政局签订的《基础设施建设代建及回购框架协议》、管委会办公室抄告单（萍开管办抄字〔2012〕198号），经开区范围内的基础设施项目全部委托公司投资建设，工程竣工验收后，由政府负责按照投资额的1.2倍回购，项目回购款由经开区财政局直接拨付给公司。公司将基础设施项目的投入纳入预付账款核算，项目交付时冲减相应的预付账款，并按照净收益确认收入，因而该业务的毛利率为100%。在实际操作中，公司部分项目未按协议约定结算。

2018年公司实现项目代建收入0.13亿元，主要结算项目包括江西省出入境检验检疫局萍乡办事入住宅楼工程、区创建工程（道路设施修补等）工程等。随着萍乡经开区的建设，公司基础设施建设投入逐年增加，但由于投建的项目建设周期一般较长，未来需关注项目建设进度和结算情况。

表6 2018年公司代建项目的收入确认情况（单位：万元）

结算项目	不含税收入
江西省出入境检验检疫局萍乡办事入住宅楼工程	389.31
区创建工程（道路设施修补等）工程结算款	78.85
319国道改造项目(开发区段)绿化带工程结算	56.56
萍乡佳禾文化城市广场 C-14-1 地块土石方工程结算	54.89
其他	679.03
合计	1,258.64

注：代建收入按6%缴纳增值税。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司主要代建项目预计总投资32.78亿元，已投资26.38亿元，相关收入来源有一定的保障。公司棚户区改造项目主要用于销售，但相关收入易受房地产市场的影响，未来需关注其建设进度和销售情况。

17汇丰绿债募投项目“海绵城市及城市建筑节能建设项目”，建成后主要用于提高城市环境，其中部分项目可产生一定的经济效益，收取一定的费用；此外该债券存续期内（2017-2023年）政府承诺每年给予该募投项目一定的补贴，其中2018年应收到政府补贴1.20亿元，实际收到0.50亿元；该项目总投资为25.96亿元，原预计2019年2月份完工，但由于土地征迁工作以及不可抗力等因素影响，项目进度严重滞后，2018年末累计已投资8.90亿元，占总投资额的比重为34.28%，实际完工时间不确定，未来需关注该项目的建设进度和收益实现情况。15汇丰投资债募投项目“杭南长高铁萍乡站基础设施配套工程项目”已经完工，体现在长期债权投资，每年确认一定金额的投资收益。13汇丰投资债募投项目“田中湖生态水库综合开发项目”，建成后主要通过招商引资和租赁等方式实现收入，未来需关注相关项目建设进度、招商引资情况和租赁情况，13汇丰投资债已经到期兑付。

2018年末，公司主要的在建项目总投资121.56亿元，累计已投资76.90亿元，尚需投资44.66亿元，未来面临一定的资金压力。

表7 截至2018年末公司主要的在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目总投资	累计已投资	项目类型
1	田中湖生态水库综合开发项目	50.26	36.22	13 汇丰投资债募投项目
2	中环路项目	24.34	19.20	代建项目
3	武功山中大道改造工程（320 道路）	8.44	7.18	代建项目
4	海绵城市及城市建筑节能建设项目	25.96	8.90	17 汇丰绿债募投项目
5	萍乡经济技术开发区棚户区改造建设项目（一期）	12.56	5.40	自营项目
代建项目小计		32.78	26.38	-
合计		121.56	76.90	-

注：13 汇丰投资债募投项目“田中生态水库项目”，初始预计总投资额 23.70 亿元，2015 年追加至 40 亿元，2017 年起追加至 50.26 亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

委托贷款业务能够为公司利润提供良好的补充，但宏观经济下行的压力下，需持续关注公司委托贷款的违约风险

公司还经营委托贷款业务，成立小微债管理事业部（以下简称“事业部”），负责委托贷款业务的贷前审查、贷后管理、资金催收等事务。从实际操作来看，事业部采取与江西银行股份有限公司（原名“南昌银行股份有限公司”，以下简称“江西银行”）萍乡分行合作的方式，对位于萍乡经开区或由管委会同意的其他区域的小微企业提供委托贷款业务。

2018年公司实现委托贷款利息收入0.63亿元（计入“投资收益”）。截至2018年末，公司已发放委托贷款余额为10.35亿元¹，贷款年利率一般在10%-12%，贷款期限分布在2个月至3年不等，利息按月收取。其中，逾期贷款本金0.46亿元，欠款单位及欠款本金分别为江西彦星投资有限公司0.4亿²，萍乡市永朝贸易有限公司0.05亿，萍乡市柯迅照明电器有限公司0.01亿。另外，截至2019年3月末，短期委贷余额11.45亿元，未来需关注其回款情况。

从行业分布来看，公司委托贷款业务主要分布在建筑类、制造类和批发及零售类，三者投资额占比达70%以上，均为民营小微企业，且行业集中度较高，不利于分散风险。

整体来看，公司委托贷款业务规模较大，可以为公司利润提供良好的补充，但公司委托贷款业务行业集中度较高，且贷款对象主要为小微企业，在宏观经济下行的情况下，需持续关注小微企业的违约风险。

公司在资产注入、财政补贴、项目融资等方面持续得到上级政府的大力支持

作为萍乡经开区重要的基础设施建设投融资主体和土地一级开发经营主体，公司继续得到了上级政府的大力支持。2018年，公司获得的贷款置换、追加投资款和项目补贴合计为16.84亿元，其中16.34亿元计入资本公积，0.5亿元计入补贴收入。上级政府继续给予公司大力支持，有效地提升了公司的资本实力，缓解了公司资金压力。另外，依据萍开管办抄字（2011）169号、萍开管办抄字[2015]199号抄告单，利息支出均向萍乡经济技术开发区财政局收取。

表8 2018年公司获得的支持情况（单位：万元）

相关批准文件	批准机关	项目	金额	科目
国发【2014】43号、财库【2015】102号文	江西省财政厅	置换贷款的本 金	60,000.00	资本公积
萍开管办抄字【2018】37号	管委会	追加投资款	100,021.68	资本公积
萍开党政联抄字[2018]98号	管委会	追加投资款	3,350.87	资本公积
萍开党政联抄字【2018】207号	管委会	项目补贴	5,000.00	补贴收入
合计	-	-	168,372.55	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、财务分析

¹委托贷款余额均在短期投资体现，另外借给江西云维飞虎化工有限公司（以下简称“江西飞虎公司”）的贷款已经逾期，双方约定自2017年9月1日起，江西飞虎公司以0.72亿元为欠款本金、央行同期一年贷款基准利率为借款利率，按月计息，每月28日为付息日，债务延期总期限为六年，转入其他应收款科目核算；2018年根据政府文件，由于环境问题拟将江西飞虎公司关停清算或搬迁改造，相关事宜正在协商中（由于存在不确定性，故未确认相关逾期借款及利息）。

²江西彦星投资有限公司已摘牌彦星汽车城土地（该土地由萍乡市汇翔建设发展有限公司进行土地一级开发），并已向财政支付70,000,000.00元保证金，故收回委托贷款有一定的保障。

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2017-2018年审计报告，报告均采用旧会计准则编制³。2018年，公司合并范围没有变动。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但整体资产流动性较弱

随着股东的追加投资及业务规模的扩大，公司资产规模持续增长。2018年末，公司总资产规模3,604,367.49万元，同比增长8.99%。从资产构成来看，以流动资产为主，2018年末流动资产占总资产的比重为95.97%。

表9 2017-2018年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	341,148.10	9.46%	395,175.79	11.95%
短期投资	104,188.20	2.89%	31,153.83	0.94%
预付款项	851,498.50	23.62%	745,644.46	22.55%
其他应收款	1,052,634.30	29.20%	983,303.47	29.73%
存货	1,109,594.14	30.78%	931,675.81	28.17%
其他流动资产	0.00	-	21,000.00	0.63%
流动资产合计	3,459,065.06	95.97%	3,107,953.37	93.98%
长期债权投资	34,477.24	0.96%	33,781.27	1.02%
其他长期资产	100.00	0.00%	55,300.00	1.67%
资产总计	3,604,367.49	100.00%	3,307,121.01	100.00%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

公司资产主要由货币资金、短期投资、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成。截至2018年末，公司货币资金为341,148.10万元，同比减少13.67%，无受限货币资金。短期投资主要为委托贷款，还有少部分股票投资，2018年末短期投资为104,188.20万元，较2017年大幅增加234.43%，其中委托贷款103,474.07万元，主要是新增对江西星星科技有限责任公司、江西柯美纸业有限公司和萍乡市汇盛工业投资管理有限公司的投资。预付账款均为工程款，截至2018年末，预付款项为851,498.50万元，同比增长14.20%，部分项目建设周期较长，尚未办理结算，随着工程项目的投入，预付账款规模逐年上升，账龄

³ 经公司经营层决议，不得随意变更会计准则，故仍采用旧会计准则编制。

在3年以上的占比达64.38%；主要的预付对象为萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）项目建设指挥部、萍乡经济技术开发区中环路建设现场指挥部及萍乡市新区建筑安装总公司等。其他应收款系与其他非关联单位的往来款，应收对象主要有萍乡市经济技术开发区财政局、萍乡市新区建筑安装总公司（全民所有制）、萍乡市汇盛工业投资管理有限公司（国企）等，回款时间不确定，部分款项账龄时间较长，需关注其回收情况。存货系开发成本和开发项目，2018年末，公司存货为1,109,594.14万元，占公司总资产比重为30.78%；开发成本全部为土地资产，系公司通过作价投资和招拍挂获得，合计53宗、面积合计4,775.15亩、账面价值合计108.27亿元、大部分为出让性质的商业或住宅用地，其中已抵押的土地14宗、账面价值合计23.89亿元，受限比为22.07%，且土地集中变现存在风险。2017年末其他流动资产为公司所购理财产品，2018年已到期赎回，账面价值为0。

公司非流动资产规模较小，主要包括长期债权投资和其他长期资产。长期债权投资为15汇丰投资债募投项目“杭南长高铁萍乡站基础设施配套工程项目”所投入资金，2018年末账面价值为3.45亿元。2017年其他长期资产主要包括一年以上委托贷款和农村商业银行股份有限公司不良资产包，随着委托贷款即将到期转入短期投资科目，以及根据协议约定，2017年至2019年农村商业银行股份有限公司分期收购了公司持有的不良资产包，2018年末其他长期资产账面价值下降至100.00万元，均为公司持有的信托保障基金⁴。

总体来看，公司资产规模持续增长，但是资产中土地、工程及其他应收款占比较大，且部分资产已经用于抵押，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司收入有较大幅度增长，项目补贴和投资收益进一步提升了公司的盈利水平

公司业务涉及萍乡经开区基础设施建设、土地一级开发及出让、委托贷款业务等。2018年公司实现主营业务收入7.60亿元，同比增长103.97%，主要系土地一级开发收入增长所致。公司土地一级开发收入7.47亿元，占主营业务收入比例为98.34%，仍为收入主要来源。毛利率方面，公司综合毛利率45.09%，较上年略有降低，主要是毛利率为100%的项目代建业务收入占比下降所致。

2018年公司获得0.50亿元的项目补贴，并实现投资收益1.67亿元，投资收益主要来源于委托贷款形成的利息收入0.63亿元、持有杭南沪昆客专高铁项目的长期债权投资收益0.63亿元和银行理财产品收益、不良资产包收益等。2018年公司获得的项目补贴和投资收益合计占当期利润总额的39.90%，进一步提高了公司的盈利水平，但未来需关注委贷业务

⁴ 公司于2018年11月向渤海国际信托股份有限公司借入信托贷款1亿元，按1%认购保障基金100万元。

的还款情况。

表10 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	75,995.42	37,257.56
营业利润	32,710.13	18,290.18
投资收益	16,711.31	17,483.44
补贴收入	50,00.00	20,000.00
利润总额	54,414.14	53,507.43
综合毛利率	45.09%	46.31%

资料来源：公司 2017-2018 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，对外部融资的依赖程度较高，项目资金需求量大，面临一定的资金压力

2018年公司收现比为1.15，主营业务回款能力较好；公司收到及支付的其他与经营活动有关的现金流科目主要为往来款；近年公司往来资金规模较大，且流出大于流入，对公司资金造成较大占用。2018年公司经营性现金净流出规模进一步扩大，经营活动现金流表现较差，经营活动现金流不足以支撑公司经营投资的需求。

2018年公司投资活动现金净流入2.01亿元，具体来看，收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金主要为收回的委托贷款本息、收到的杭南沪昆客专高铁项目的长期债权投资收益、理财产品本金及收益等；公司投资支付的现金主要为公司进行委托贷款、对杭南沪昆客专高铁项目的债权投资等。另外，短期委贷余额10.35亿元，未来需关注其回款情况。

目前公司资金需求主要依赖筹资活动。公司筹资活动现金流入主要来源于取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要用于偿还负债本息。考虑到，2018年末公司主要在建项目总投资121.56亿元，尚需投资44.66亿元，未来公司仍然面临一定的资金压力。

表11 2017-2018 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.15	1.34
销售商品、提供劳务收到的现金	87,691.20	49,833.61
收到的其他与经营活动有关的现金	544,620.35	554,252.24
经营活动现金流入小计	632,311.55	604,085.85
购买商品、接受劳务支付的现金	340,610.40	85,546.07
支付的其他与经营活动有关的现金	592,252.51	744,344.48

经营活动现金流出小计	976,803.79	835,527.92
经营活动产生的现金流量净额	-344,492.25	-231,442.07
投资活动产生的现金流量净额	20,078.96	-38,802.16
筹资活动产生的现金流量净额	270,385.60	489,105.73
现金及现金等价物净增加额	-54,027.69	218,861.50

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模快速增长，面临较大的偿债压力

随着工程项目继续推进，公司融资规模进一步扩大，2018年末公司负债总额为1,501,624.82万元，同比增长6.90%；随着政府注资和盈利积累，公司所有者权益为2,099,492.14万元，同比增长10.55%。2018年末公司产权比率为71.52%，同比有所降低，公司所有者权益对负债的保障能力有所提高。从公司负债结构来看，以长期负债为主，2018年末长期负债占总负债的比重为78.57%。

表12 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	1,501,624.82	1,404,707.37
所有者权益	2,099,492.14	1,899,163.64
产权比率	71.52%	73.96%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、其他应付款和一年内到期的长期负债等。短期借款均为商业银行借款，2018 年末账面价值为 11,000.00 万元，均为保证借款。公司其他应付款主要为公司与开发区财政局等政府职能单位之间的往来款；截至 2018 年末，一年内到期的长期负债主要为一年内到期的长期借款和应付债券，其中应付债券为即将到期的小微企业债 5.80 亿元和公司债 2.00 亿元。截至 2019 年 5 月末，公司债 2019 年到期的 2.00 亿元已偿还。

公司长期负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款等。2018 年末，公司长期借款规模 582,352.00 万元，主要系保证借款、质押和抵押借款，抵押物主要为土地，质押物主要为应收账款；2018 年新增的长期借款包括向渤海国际信托股份有限公司⁵和中国建设银行股份有限公司萍乡市分行等贷款。截至 2018 年末，公司应付债券账面价值 410,000.00 万元；其中包括公司债券、中期票据（一期）、中期票据（二期）及绿色债（本期债券）；随着本金不断偿付以及转入一年内到期的长期负债，同比有所降低。2018 年

⁵ 该笔信托借款为浮动利率，发放利率为 6.7%，之后每年按国债收益性上浮 338.71bp。

末长期应付款规模 187,500.00 万元，主要为国投瑞银资本管理有限公司（以下简称“国投瑞银”）对公司的投资款 175,000.00 万元，公司需要在 2024 年 5 月 10 日前受让该笔款项并支付相应的“溢价款”；此外还包括子公司萍乡市汇翔建设发展有限公司（以下简称“汇翔公司”）需按协议约定回购萍乡九盛投资管理中心（有限合伙）投资款 12,500.00 万元。

表13 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
短期借款	11,000.00	0.73%	30,000.00	2.14%
其他应付款	113,140.40	7.53%	86,438.11	6.15%
一年内到期的长期负债	144,113.00	9.60%	74,600.00	5.31%
流动负债合计	321,772.82	21.43%	286,142.37	20.37%
长期借款	582,352.00	38.78%	402,565.00	28.66%
应付债券	410,000.00	27.30%	540,000.00	38.44%
长期应付款	187,500.00	12.49%	176,000.00	12.53%
长期负债合计	1,179,852.00	78.57%	1,118,565.00	79.63%
负债合计	1,501,624.82	100.00%	1,404,707.37	100.00%
其中：有息债务	1,334,965.00	88.90%	1,223,165.00	87.08%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务主要是短期借款、一年内到期的长期负债、长期借款、应付债券和长期应付款，截至 2018 年末，公司有息债务规模 133.50 亿元，同比增长 9.14%，公司 2019 年和 2020 年计划偿还 16.76 亿元和 38.96 亿元，偿债压力进一步增大。

表14 截至 2018 年末公司有息债务偿还计划表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
本金	167,613.00	389,636.00	211,156.00	566,560.00

资料来源：公司提供

从短期偿债指标来看，2018 年公司流动比率和速动比率表现较好，短期偿债能力尚可。从长期偿债指标来看，2018 年末公司资产负债率由上年的 42.48% 下降至 41.66%。2018 年公司有息债务/EBITDA 提升至 24.51，经营能力对有息债务保障能力下滑，面临较大的偿债压力。

表15 2017-2018 年公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	41.66%	42.48%
流动比率	10.75	10.86
速动比率	7.30	7.61
EBITDA（万元）	54,458.72	53,537.14

有息债务/EBITDA	24.51	22.85
-------------	-------	-------

注：由于公司银行借款和已发行的债券主要用于基础设施建设，相关的贷款利息和债券利息均由萍乡经开区财政局负责支付，因而公司自行支付的利息为 0.00 元，无需计算 EBITDA 利息保障倍数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

中合担保为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平

中合担保成立于 2012 年 7 月，初始注册资本为 51.26 亿元。2016 年，中合担保以定向增发股份方式增加注册资本人民币 20.50 亿元，由海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）、海宁宏达股权投资管理有限公司、内蒙古鑫泰投资有限公司分别出资认购 19.10 亿股、0.80 亿股和 0.60 亿股。截至 2019 年 4 月 30 日，中合担保注册资本为 71.76 亿元，第一大股东为海航科技，持股比例为 26.62%；海航科技与第三大股东海航资本集团有限公司作为关联方，合计持有中合担保 43.34% 的股权。中合担保无控股股东和实际控制人，股权结构如下表所示。

表16 截至 2019 年 4 月 30 日中合担保股权结构情况（单位：万元）

股东名称	注册资本	持股比例
海航科技股份有限公司	191,040.00	26.62%
JPMorgan China Investment Company Limited	127,600.00	17.78%
海航资本集团有限公司	120,000.00	16.72%
中国宝武钢铁集团有限公司	105,000.00	14.63%
海宁宏达股权投资管理有限公司	68,000.00	9.47%
中国进出口银行	50,000.00	6.97%
西门子（中国）有限公司	35,000.00	4.88%
内蒙古鑫泰投资有限公司	21,000.00	2.93%
合计	717,640.00	100.00%

资料来源：中合担保提供

中合担保主要从事债券担保、银行贷款担保等融资担保、非融资担保、自有资金投资、投资管理、投资咨询等业务，营业收入主要来源于担保业务和投资业务。受投资收益下降的影响，2018 年中合担保实现营业收入 11.57 亿元，同比下降 25.16%。2018 年中合担保扣除分出保费后的已赚保费 8.31 亿元，同比增长 3.24%。中合担保投资收益主要来源于可供出售金融资产和以公允价值计量且变动计入当期损益金融资产。受投资资产结构调整和市场行情波动影响，2018 年中合担保投资收益大幅下滑，实现投资收益（含公允价值变动收益）2.28 亿元，同比下降 64.37%。受融资担保放大倍数接近监管上限影响，中合担保的担保业务发展明显放缓，2018 年当期担保增加额 89.26 亿元，同比下降 75.41%；期

末担保余额为 1,004.98 亿元，同比下降 7.70%；期末融资担保责任余额为 810.97 亿元，融资担保放大倍数为 9.54 倍。

截至 2018 年 12 月 31 日，中合担保资产总额为 116.50 亿元，所有者权益合计 83.60 亿元；2018 年度，中合担保实现营业收入 11.57 亿元，利润总额 1.14 亿元。

表17 2016-2018年中合担保主要财务指标

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	116.50	122.48	121.04
所有者权益合计	83.60	86.33	82.69
现金类资产	21.60	29.47	36.20
营业收入	11.57	15.46	14.63
已赚保费	8.58	8.31	7.82
投资收益	4.83	5.89	4.79
公允价值变动损益	-2.55	0.51	1.11
利润总额	1.14	8.09	6.89
净资产收益率	0.84%	7.24%	7.52%
担保余额	1,004.98	1,088.79	869.47
融资担保责任余额	810.97	373.65	306.80
当期担保增加额	89.26	362.99	586.67
拨备覆盖率	180.11%	243.72%	370.37%
准备金覆盖率	2.38%	1.95%	1.99%
融资担保放大倍数（倍）	9.54	4.33	3.71
当期担保代偿率	4.52%	3.42%	1.97%
累计代偿回收率	26.72%	19.75%	18.87%

注 1：2017 年数据采用 2018 年审计报告的上期数。

注 2：融资担保责任余额和融资担保放大倍数 2016-2017 年按《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》（京金融〔2015〕91 号），2018 年按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：中合担保 2016 和 2018 年审计报告及中合担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中合担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

七、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（银行版），从 2016 年 1 月 1 日至报告查询日（2019 年 4 月 28 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，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。根据子公司汇翔公司的企业信用报告，从 2016 年 1 月 1

日至报告查询日（2019年4月28日），汇翔公司于2019年发生4笔利息逾期记录，根据萍乡农商银行股份有限公司开发区支行出具的说明，以上四笔欠息均是由于银行内部原因未处理及时，使得利息延期4天产生逾期记录，非公司恶意拖欠。

（二）或有事项分析

截至2019年3月末，公司为萍乡市汇恒置业有限公司和萍乡市汇盛工业投资管理有限公司提供担保，对外担保金额合计8.33亿元，占2018年末净资产规模的3.97%。担保对象均为国有企业，但未采用反担保措施，存在一定的代偿风险。

表18 截至2019年3月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保方式	担保到期日	是否有反担保
江西汇恒置业有限公司	27,500.00	连带责任保证	2022年8月11日	否
	30,000.00	连带责任保证	2020年10月21日	否
萍乡市汇盛工业投资管理有限公司	6,800.00	土地抵押担保	2022年2月16日	否
	19,000.00	土地抵押担保	2028年4月19日	否
合计	83,300.00	-	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

公司代建业务收入来源有一定保障，公司获得的贷款置换、追加投资款和项目补贴等外部支持力度仍然较大，同时第三方担保有效提升了本期债券的信用水平。

但中证鹏元也关注到，公司收入易受政府规划和土地市场波动影响，存在波动性；公司资产中土地、工程预付及其他应收款占比超过80%，且部分资产已经用于抵押，资产流动性较弱；经营活动现金流呈现较大规模净流出，表现不佳，且在建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金压力；公司有息债务快速增长，占负债总额比例较大，面临较大的偿债压力；委托贷款业务行业集中度较高，且贷款对象主要为小微企业，存在一定的违约风险，以及存在一定或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为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	341,148.10	395,175.79	196,314.29
短期投资	104,188.20	31,153.83	31,723.96
预付款项	851,498.50	745,644.46	693,483.62
其他应收款	1,052,634.30	983,303.47	767,219.98
存货	1,109,594.14	931,675.81	922,584.04
其他流动资产	0.00	21,000.00	21,000.00
长期债权投资	34,477.24	33,781.27	34,399.78
其他长期资产	100.00	55,300.00	75,500.00
长期股权投资	109,884.65	109,884.65	89,506.65
资产总计	3,604,367.49	3,307,121.01	2,831,959.84
短期借款	11,000.00	30,000.00	19,780.00
其他应付款	113,140.40	86,438.11	125,145.59
一年内到期的长期负债	144,113.00	74,600.00	58,490.00
长期借款	582,352.00	402,565.00	202,320.00
应付债券	410,000.00	540,000.00	380,000.00
长期应付款	187,500.00	176,000.00	225,000.00
负债合计	1,501,624.82	1,404,707.37	1,075,517.71
有息债务	1,334,965.00	1,223,165.00	885,590.00
所有者权益	2,099,492.14	1,899,163.64	1,754,192.14
主营业务收入	75,995.42	37,257.56	88,611.63
营业利润	32,710.13	18,290.18	26,850.46
净利润	41,743.43	40,755.45	33,426.33
经营活动产生的现金流量净额	-344,492.25	-231,442.07	-216,787.61
投资活动产生的现金流量净额	20,078.96	-38,802.16	-71,900.96
筹资活动产生的现金流量净额	270,385.60	489,105.73	295,403.35
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	45.09%	46.31%	33.01%
收现比	1.15	1.34	1.03
产权比率	71.52%	73.96%	61.31%
资产负债率	41.66%	42.48%	37.98%
流动比率	10.75	10.86	9.81
速动比率	7.30	7.61	6.37
EBITDA（万元）	54,458.72	53,537.14	45,490.70
有息债务/EBITDA	24.51	22.85	19.47

注：2016年数据采用2017年审计报告的年初数。

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
萍乡市汇翔建设发展有限公司 (以下简称“汇翔公司”)	24,141.00	49.71%（直接） +40.97%（间接）	城市开发建设
萍乡市汇怡建设发展有限公司	1,000.00	100.00%（间接）	城市开发建设
江西振兴发展汇翔一号投资中心(有限合伙)(以下简称“汇翔一号投资中心”)	300,001.00	25.00%（直接）	投资

注：汇翔公司由公司、汇翔一号投资中心、中国农发重点建设基金有限公司以及萍乡市新区建筑安装总公司共同出资设立，其中汇翔一号投资中心由公司（劣后级有限合伙人）、国投瑞银资本管理有限公司（优先级有限合伙人）、深圳市普泰金融配套服务有限公司（普通合伙人）共同出资设立，国投瑞银资本管理有限公司将对汇翔公司的股东权利委托给公司，且不参与汇翔公司的经营管理。根据协议约定，本公司需在 2024 年 5 月 10 日前受让优先级合伙人国投瑞银资本管理有限公司的全部出资，并支付相应的“溢价款”，故本公司对江西振兴发展汇翔一号投资中心（有限合伙）的表决权比例为 100%，并将其纳入合并范围。

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 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/主营业务收入
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 $\times 100\%$
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+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

附录四 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。