

2018 年第一期及 2019 年第一期上栗县投资公司
企业债券 2020 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員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：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪
第【145】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:
党雨曦 田珊

电话:
021-51035670

邮箱:
dangyx@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 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2020 年 06 月 18 日	2019 年 06 月 14 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 06 月 01 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 01 月 22 日的第二期公司债券 (以下简称“19 上栗 01/19 上栗债 01”) 2020 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: 2019 年上栗县工业发展向好, 固定资产投资增速表现较好, 公司主营业务持续性仍较好, 且获得的外部支持力度较大; 同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱, 面临较大的资金支出压力, 有息债务规模增加, 公司面临较大中长期偿债压力等风险因素。

正面:

- 2019 年上栗县工业发展向好, 固定资产投资增速表现较好。2019 年上栗县规模以上工业增加值增速提升至 9.4%, 第二产业在三次产业结构中的占比有所提升, 工业发展向好, 且当年上栗县固定资产投资增速仍保持较快发展水平。
- 公司主营业务持续性仍较好。公司主要负责上栗县土地一级开发与基础设施代建业务, 2019 年公司营业收入基本保持稳定。截至 2019 年底, 公司可供整理出让的土地规模达到 3,582 亩, 存货中尚未结算的代建施工成本 28.75 亿元, 待未来土地移交以及基础设施项目完工后, 能为公司业务提供可持续的保障。

- **公司持续获得较大力度外部支持。**资产注入方面，2019 年公司收到上栗县财政局无偿划拨的资本金 3.26 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 0.12 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 0.12 亿元。政府补助方面，2019 年公司收到上栗县人民政府补助 1.21 亿元，且当年上栗县人民政府继续承担公司的利息支出，提升了公司的利润水平。

关注：

- **公司资产流动性仍较弱。**公司的资产主要由存货构成，变化不大。截至 2019 年底，存货占资产总额的比重为 75.28%，主要是未结算的工程代建成本和土地开发成本，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，存货即时变现能力不强，公司整体资产流动性较弱。
- **面临较大的资金支出压力。**2019 年公司经营活动现金流持续净流出虽有所收窄，但表现依旧较弱，且截至 2019 年底，公司重要的在建、拟建基础设施项目尚需投资金额为 45.13 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。
- **有息债务规模增加，面临较大中长期偿债压力。**受公司成功发行债券的影响，2019 年末公司有息负债规模继续增至 56.74 亿元。从债务结构来看，2019 年公司短期有息债务占比仅为 10.48%，有息债务主要集中在中长期，需关注公司中长期债务偿付压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,420,027.39	1,300,869.07	1,126,069.61
所有者权益	780,243.91	728,761.92	694,394.08
有息债务	567,380.00	501,850.00	371,150.00
资产负债率	45.05%	43.98%	38.33%
现金短期债务比	2.35	2.40	6.97
营业收入	54,971.04	56,649.57	56,305.45
其他收益	12,134.00	12,637.11	15,204.54
利润总额	23,509.65	22,319.59	23,043.85
综合毛利率	16.95%	16.48%	13.89%
EBITDA	23,516.43	22,325.72	23,043.85

经营活动现金流净额	-87,226.23	-126,673.83	-226,718.12
收现比	1.25	1.68	0.19

注：由于公司资本化利息和费用化利息均为 0.00 元，故无法计算 EBITDA 利息保障倍数

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

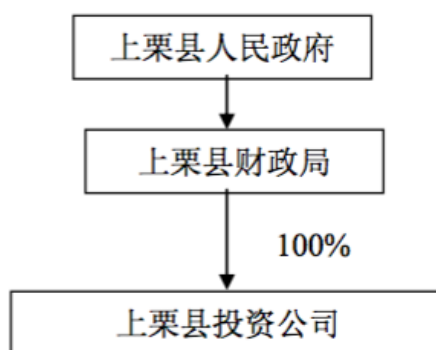
一、本期债券募集资金使用情况

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2020年5月19日，本期债券募集资金专项账户余额为2,9391.10万元。截至2020年5月20日，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10,349.68万元¹。

二、发行主体概况

截至2019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2020年4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。2019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 2020 年 4 月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019

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。

年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25%调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《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》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低

收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019 年上栗县工业发展向好，但经济增速放缓

2019 年上栗县地区生产总值增速有所放缓 1.1 个百分点，至 7.2%。2019 年地区生产总值为 163.38 亿元，其中第一产业增加值、第二产业增加值和第三产业增加值分别为 16.54 亿元、83.90 亿元和 62.94 亿元，同比分别增长 4.50%、7.50%和 7.80%。上栗县三次产业结构比从 2018 年的 7.5：48.3：44.2 调整为 2019 年的 10.1：51.4：38.5，第一、第二产业占比有所提升。2019 年上栗县按 2017 年常住人口计算的人均地区生产总值约为 36,090.13 元，是同期全国人均地区生产总值的 50.91%，处于较低水平。

工业经济方面，2019 年规模以上工业增加值同比增速 9.4%，较去年增速提高 1.0 个百分点。2019 年上栗县固定资产投资增速 10.2%，高于同期地区生产总值增速，对当期经济发展起到推动作用。从贸易领域来看，2019 年上栗县社会消费品零售总额提高至 81.81 亿元，较上年增长 10.7%，区域消费市场环境保持良好发展。金融方面，2019 年，上栗县存款余额为 161.44 亿元，同期贷款余额为 174.71 亿元，存款余额增速有所下降，但贷

款余额增速依旧保持在较高水平，对当地经济发展形成良好的促进作用。

表1 2018-2019 年上栗县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	金额	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	163.38	7.2%	177.20	8.3%
第一产业增加值	16.54	4.5%	13.30	4.4%
第二产业增加值	83.9	7.5%	85.51	8.2%
第三产业增加值	62.94	7.8%	78.39	9.6%
规模以上工业增加值	-	9.4%	39.12	8.4%
固定资产投资	117.82	10.2%	106.86	10.2%
社会消费品零售总额	81.81	10.7%	73.90	10.8%
存款余额	161.44	6.15%	152.08	19.96%
贷款余额	174.71	18.73%	153.13	22.91%
人均 GDP（元）	36,090.13		39,142.92	
人均 GDP/全国人均 GDP	50.91%		60.47%	

注：2018 年和 2019 年人均 GDP 是按照当年 GDP 与 2017 年常住人口测算

资料来源：2018 年和 2019 年指标数据来源于上栗县统计局公布的《上栗县 1-12 月主要经济指标完成情况》，中证鹏元整理

2019 年上栗县实现财政总收入 25.23 亿元，同比增长 7.60%，实现公共财政预算收入 15.51 亿元，同比下降 0.2%。

四、经营与竞争

公司仍是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，2019 年实现主营业务收入 5.49 亿元，收入规模较上年略有下降。毛利率方面，公司土地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，2019 年主营业务毛利率为 16.85%，较上年略有上升。

表2 2018-2019 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地一级开发	14,148.98	55.19%	9,079.82	52.41%
代建项目	40,754.25	3.54%	47,343.82	9.19%
合计	54,903.23	16.85%	56,423.64	16.15%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司土地一级开发业务收入规模持续增长，且毛利率较高，业务持续性较好，但受地块性质和出让计划等因素影响，未来收入可能存在一定的波动性

2019 年，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没有变化。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。

2019 年，公司出让土地性质以城镇住宅、商服用地居多，土地一级开发收入大幅增加主要系根据政府土地出让规划，当年出让地块数较去年大幅增多所致。2019 年公司土地出让单价同比大幅下降主要系出让地块位置偏远所致。

表3 2018-2019 年公司出让土地情况

项 目	2019 年	2018 年
出让面积（亩）	307.91	139.83
土地出让金（万元）	17,446.60	12,167.00
平均出让单价（万元/亩）	56.66	87.01
确认收入（万元）	14,148.98	9,078.81

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年底，公司待开发土地规模达到 3,582 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出让收入易受区域土地市场、土地整理进度以及出让计划等因素影响较大，收入存在一定的波动。

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

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。代建设项目竣工后，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。2019 年公司代建收入主要来自于印山台建设和杨宣公路建设等项目，实现代建收入 4.08 亿元。

表4 2018-2019 年公司代建工程收入明细（单位：万元）

年份	项目名称	项目成本	确认收入
2018 年	2017 年棚户区改造项目	11,281.69	12,408.84
	胜利南路建设项目	3,165.01	3,438.04
	绕城公路建设项目	15,122.10	16,716.76
	昌栗高速项目	12,543.96	13,828.41
	城区周边企业征收	879	951.77
	小计	42,992.57	47,343.82
2019 年	城建项目-城区改造项目工程	1,314.28	1,362.51
	城建项目-棚户区改造项目	5,210.89	5,402.12
	城建项目-其他	3,053.26	3,165.31
	城建项目-四海交叉路口提升项目	234.43	243.03
	产业基础建设项目-经济开发区	5,858.03	6,073.01
	印山台建设项目	6,228.22	6,456.78
	杨宣公路建设项目	17,412.50	18,051.49
	小计	39,311.62	40,754.25

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，目前公司重要的在建基础设施项目如下表所示。截至 2019 年末，公司重要的在建项目总投资为 64.16 亿元，已投入资金 30.75 亿元；重要的拟建项目未来计划投资 11.71 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 2019 年末公司重要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	累计已投资金额
产业基地建设项目	50,000.00	28,158.39
高铁片区路网	35,000.00	24,904.29
市中环北路项目（上栗路段）	28,000.00	21,759.16
城建项目	50,000.00	21,166.02
赣湘合作示范区建设项目	20,000.00	12,903.48
平安路建设项目	15,000.00	10,388.20
栗江公园项目	13,000.00	9,897.84
上栗县旅游基础设施提升项目	39,508.50	9,508.50
平安中路建设项目	15,000.00	9,192.52
上栗县水利基础设施提升项目	38,365.08	8,365.08
千亩地块建设项目	10,000.00	7,310.78

上栗县医疗卫生提升项目	26,757.37	6,757.37
2017 年棚户区改造项目	88,995.7	34,975.64
上栗县保障性安居工程	170,458.84	69,611.00
上栗县 2019 年棚户区改造项目（一、二期）	41,548.92	32,623.00
合计	641,634.41	307,521.27

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 截至 2019 年末公司重要的拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目拟投资	建设周期（月）
上栗县美丽乡村污水处理（一期）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、污水管网（二期）项目	22,975.60	19
上栗县城乡安全饮水工程项目	28,958.95	24
合计	117,149.97	-

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【2019】5 号抄告单，2019 年公司收到上栗县财政局无偿划拨的资本金 3.26 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 0.21 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 0.21 亿元。政府补助方面，2019 年公司收到上栗县人民政府补助的企业发展基金 1.21 亿元，且上栗县人民政府继续承担公司的利息支出，提高了公司的盈利水平。

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2017-2019年三年连审审计报告，报告采用新会计准则进行编制，2019年合并范围无变化。

资产结构与质量

公司总资产中存货占比较大，且部分资产已被抵质押，资产整体流动性较弱

2019年公司总资产规模增加至142.00亿元。从资产构成来看，公司资产仍以流动资产为主，且占比很高，未发生变化。

截至 2019 年末，公司货币资金账面余额为 14.00 亿元，主要为银行存款，无受限资金。应收账款为应收上栗县财政局的工程款，应收账款减少主要系工程结算款和土地一级开发整理款及时收回所致。截至 2019 年末，其他应收款账面价值为 19.11 亿元，其中应收前五大客户金额为 16.13 亿元，分别为上栗县财政局（11.52 亿元）、上栗县佳诚旅游文化发展实业有限公司²（2.50 亿元）、上栗县嘉和投资有限公司³（1.12 亿元）、桐木镇人民政府（0.56 亿元）和上栗镇人民政府（0.43 亿元），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。存货是公司最主要资产，2019 年占总资产比重提升至 75.28%，截至 2019 年末，公司存货账面价值达到 106.90 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，账面价值合计达到 78.15 亿元，土地使用权面积为 469.49 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 17.57 亿元，占存货的账面价值比重为 16.44%；代建施工成本主要为公司代建业务形成，均在建但尚未结算，2019 年末规模达到 28.75 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，存货即时变现能力不强。公司可供出售金融资产为公司对江西佳途公路开发有限公司⁴（以下简称“佳途公路”）的投资，持股比例 40.00%，2019 年末账面价值仍为 1.01 亿元。

综合来看，近年公司资产规模持续增长，但存货占比较高，且主要为土地资产与代建施工成本，即时变现能力不强，部分土地使用权已经抵押，公司整体资产流动性较弱。

表7 2018-2019 年公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	139,950.47	9.86%	161,288.63	12.40%
应收账款	4,853.72	0.34%	13,258.12	1.02%
其他应收款	191,134.17	13.46%	190,525.73	14.65%
存货	1,069,022.03	75.28%	897,572.68	69.00%

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%。

³ 该公司由国开发展基金有限公司持股 6.56%，萍乡市城市建设投资发展公司持股 93.44%。

⁴该原名为上栗县佳途公路开发有限公司。

流动资产合计	1,408,768.35	99.21%	1,290,710.64	99.22%
可供出售金融资产	10,144.00	0.71%	10,144.00	0.78%
非流动资产合计	11,259.04	0.79%	10,158.43	0.78%
资产总计	1,420,027.39	100.00%	1,300,869.07	100.00%

资料来源：2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019 年公司主营业务收入规模较去年基本保持一致，政府补贴对公司的利润总额贡献依旧较大

2019 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，2019 年营业收入为 5.50 亿元，营业收入较去年基本保持一致。截至 2019 年末，公司可供整理出让的土地规模达到 3,582 亩，存货中代建施工成本账面价值 28.75 亿元，短期内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。2019 年公司综合毛利率为 16.95%，考虑到基础设施代建业务毛利率较低且波动较大，预计未来公司主营业务毛利率也会出现波动。

利润总额方面，2019 年公司分别实现利润总额分别为 2.35 亿元，其中公司收到补贴款 1.21 亿元，占当期利润总额的比率为 51.61%，政府补贴对公司的盈利贡献依旧较大。

表8 2018-2019 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	54,971.04	56,649.57
营业利润	23,604.19	21,991.91
其他收益	12,134.00	12,637.11
利润总额	23,509.65	22,319.59
综合毛利率	16.95%	16.48%

资料来源：2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019 年公司经营活动净流出金额有所收窄，但目前在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力

2019 年公司经营业务回款情况较去年有所下降，但回款情况较好，2019 年公司收现比为 1.25，但考虑到公司经营业务回款主要取决于委托单位的支付计划，未来回款情况仍存在不确定性。近年公司在建项目投入资金规模较大，土地购置资金支出规模较大，公司经

营活动现金持续净流出，但净流出规模有所减少，2019 年分别净流出 8.72 亿元，考虑到其他与经营活动有关的现金流收支波动较大，未来经营活动现金流净额仍存在较大的波动性。

投资活动方面，2019 年公司投资活动现金流表现为净流入，但规模都相对较小。筹资活动方面，为满足公司日常经营的资金需求，公司主要依赖发行债券和银行借款等进行融资，2019 年公司筹资活动现金流净额大幅减少主要系公司偿还较多的到期债务所致。截至 2019 年底，公司主要在建、拟建基础设施项目尚需投资金额为 45.13 亿元，土地一级开发尚需投入资金。整体看，公司经营活动净流出虽然有所收窄，但表现依旧较弱，存在较大的资金支出压力。

表9 2018-2019 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.25	1.68
销售商品、提供劳务收到的现金	68,605.82	95,225.48
收到的其他与经营活动有关的现金	301,392.31	161,738.46
现金流入小计	369,998.13	256,963.95
购买商品、接受劳务支付的现金	238,002.37	93,276.60
支付的其他与经营活动有关的现金	198,608.96	287,233.03
现金流出小计	457,224.36	383,637.78
经营活动产生的现金流量净额	-87,226.23	-126,673.83
投资活动产生的现金流量净额	643.06	832.90
筹资活动产生的现金流量净额	65,245.00	148,337.37
现金及现金等价物净增加额	-21,338.16	22,496.44

资料来源：2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增加，面临较大的中长期偿债压力

得益于公司持续经营积累与股东及地方政府的支持，公司所有者权益有所增加，截至 2019 年末所有者权益账面价值为 78.02 亿元，资本实力逐年增强。为满足公司土地一级开发与代建业务的资金支出需求，公司负债规模快速增加，截至 2019 年末总负债增至 63.98 亿元。综合上述影响，公司产权比率持续增加至 82.00%，净资产对负债的保障程度持续减弱。

表10 2018-2019 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	639,783.47	572,107.15
所有者权益合计	780,243.91	728,761.92
产权比率	82.00%	78.50%

资料来源：2017-2019 年三年连审审计报告，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 2019 年末，长期负债占负债总额的比重为 79.39%。公司其他应付款主要是往来款，随着公司业务的发展持续增加，2019 年末账面余额增至 6.76 亿元。一年内到期的非流动负债账面余额为 5.94 亿元，主要系长期借款结转所致。公司长期借款期末余额为 35.79 亿元，主要是土地使用权抵押为主的借款。2018 年 5 月和 2019 年 1 月，公司成功发行“18 上栗债 01”和“19 上栗 01”，2019 年末应付债券账面价值为 15.00 亿元。

表11 2018-2019 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	67,649.51	10.57%	57,208.29	10.00%
一年内到期的非流动负债	59,440.00	9.29%	67,150.00	11.74%
流动负债合计	131,843.47	20.61%	137,407.15	24.02%
长期借款	357,940.00	55.95%	314,700.00	55.01%
应付债券	150,000.00	23.45%	120,000.00	20.98%
非流动负债合计	507,940.00	79.39%	434,700.00	75.98%
负债合计	639,783.47	100.00%	572,107.15	100.00%
其中：有息债务	567,380.00	88.68%	501,850.00	87.72%

资料来源：2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

有息负债方面，由于成功发行“18 上栗债 01”和“19 上栗 01”，公司有息负债规模持续增加。截至 2019 年末，有息债务规模持续上升为 56.74 亿元。从偿债能力指标看，2019 年公司资产负债率上升至 45.05%，负债经营水平表现尚可。2019 年公司现金短期债务比下降至 2.35，但公司货币资金较为充裕，且债务结构以中长期为主，公司短期偿债压力不大。得益于公司主营业务收入基本保持稳定与持续的政府支持，2019 年公司 EBITDA 基本保持稳定，且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12 2018-2019 年公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	45.05%	43.98%
现金短期债务比	2.35	2.40
EBITDA	23,516.43	22,325.72

有息债务/EBITDA

24.13

22.48

资料来源：2017-2019 年三年连审审计报告，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，从 2017 年 1 月 1 日至报告查询日（2020 年 05 月 06 日），公司不存在未结清不良类信贷记录，存在一笔关注类贷款，为银行系统原因，已结清信贷信息无不良类账户；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 2020 年 4 月末，公司对外担保余额合计 3.81 亿元，占 2019 年末所有者权益的 4.88%，明细如下表所示。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。

表13 截至 2020 年 4 月 30 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限	是否有反担保
萍乡市杨岐山旅游发展有限公司	7,900.00	2019.01.09-2024.01.31	否
	7,900.00	2019.01.09-2024.02.01	否
	3,500.00	2019.12.17-2022.12.16	否
上栗县嘉和投资有限公司	6,757.52	2018.1.25-2036.01.24	否
上栗县佳诚旅游文化发展实业有限公司	12,000.00	2020.01.15-2021.01.13	否
合计	38,057.52	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、评级结论

2019 年上栗县工业发展向好，固定资产投资增速表现较好，外部发展环境较好，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，2019 年实现主营业务收入 5.49 亿元，收入规模和上年基本一致；截至 2019 年底，公司可供整理出让的土地规模达到 3,582 亩，存货中尚未结算的代建施工成本 28.75 亿元，待未来土地移交以及基础设施项目完工后，能为公司业务提供可持续的保障，且 2019 年公司继续获得较大力度的外部支持。

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，存货即时变现能力不强，公司整体资产流动性较弱；截至2019年底，公司在建、拟建基础设施项目尚需投资金额为45.13亿元，土地一级开发尚需投入资金，存在较大的资金支出压力；有息债务规模增加，公司面临较大的中长期偿债压力。

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）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	139,950.47	161,288.63	138,792.19
其他应收款	191,134.17	190,525.73	45,481.83
存货	1,069,022.03	897,572.68	858,949.72
总资产	1,420,027.39	1,300,869.07	1,126,069.61
其他应付款	67,649.51	57,208.29	53,331.58
一年内到期的非流动负债	59,440.00	67,150.00	19,900.00
长期借款	357,940.00	314,700.00	351,250.00
应付债券	150,000.00	120,000.00	0.00
总负债	639,783.47	572,107.15	431,675.53
有息债务	567,380.00	501,850.00	371,150.00
所有者权益	780,243.91	728,761.92	694,394.08
营业收入	54,971.04	56,649.57	56,305.45
营业利润	23,604.19	21,991.91	23,071.90
其他收益	12,134.00	12,637.11	15,204.54
利润总额	23,509.65	22,319.59	23,043.85
经营活动产生的现金流量净额	-87,226.23	-126,673.83	-226,718.12
投资活动产生的现金流量净额	643.06	832.9	-5,303.87
筹资活动产生的现金流量净额	65,245.00	148,337.37	160,293.04
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	16.95%	16.48%	13.89%
收现比	1.25	1.68	0.19
产权比率	82.00%	78.50%	62.17%
资产负债率	45.05%	43.98%	38.33%
现金短期债务比	2.35	2.40	6.97
EBITDA（万元）	23,516.43	22,325.72	23,043.85
EBITDA 利息保障倍数	-	-	-
有息债务/EBITDA	24.13	22.48	16.11

资料来源：2017-2019 年三年连审审计报告，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
主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
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	1 年内到期的非流动负债+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。