

2019 年江西万年国有资源投资发展股份有限公司
公司债券 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【460】号 01

债券简称：19 万年国投
债/19 万年债

增信方式：保证担保

担保主体：上饶市城市
建设投资开发集团有限
公司

债券剩余规模：10 亿元

债券到期日期：2026 年
6 月 3 日

债券偿还方式：按年付
息，同时设置本金提前
偿还条款，在债券存续
期的第 3-7 年末分别按
照发行总额 20%的比例
偿还债券本金

分析师

姓名：
何卫平 陈刚

电话：
0755-82875013

邮箱：
hewp@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
于中证鹏元官方网站。

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

2019 年江西万年国有资源投资发展股份有限公司 公司债券 2020 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	AA+	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 6 月 28 日	2019 年 5 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”）对江西万年国有资源投资发展股份有限公司（以下简称“万年国投”或“公司”）及其 2019 年 6 月 3 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，公司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：公司未来收入有一定持续性，财政补贴有效提升了公司利润水平，以及上饶市城市建设投资开发集团有限公司（以下简称“上饶城投”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，面临一定资金压力和短期偿债压力加大及存在一定的或有负债风险，另外股东收回土地减少资本公积，需关注若资产持续划出对公司资本实力的影响等风险因素。

正面：

- 公司未来收入有一定持续性。公司市政基础设施业务和道路工程业务分别与万年县建设局以及交通局签订了《项目委托代建合同》；截至 2019 年末公司已签订代建合同的主要在建项目总投资 29.93 亿元，已投资 23.56 亿元，未来收入有一定持续性。
- 财政补贴有效提升了公司利润水平。2019 年公司获得政府拨付的补贴资金 1.00 亿元，占公司利润总额的 56.35%，有效提升了公司的利润水平。
- 保证担保有效提升了本期债券的信用水平。上饶城投是上饶市重要的国有资产管理 and 基础设施建设投融资主体，经中证鹏元综合评定，上饶城投的主体长期信用

等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司存货中土地资产和工程施工成本占比较高，资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司土地资产和代建工程成本账面价值分别为 32.07 亿元、29.41 亿元，合计占期末总资产的 66.25%，存货中占比为 79.48%的土地资产未缴纳土地出让金，已抵押土地资产价值为 8.44 亿元。
- **公司经营活动现金流表现较差，面临一定的资金压力。**2019 年公司经营活动现金净流出 76,817.17 万元，表现较差；截至 2019 年末，公司主要在建项目尚需投资 11.52 亿元，面临一定的资金压力。
- **公司有息债务规模增长较快，短期偿债压力加大。**2019 年末公司有息债务为 218,516.54 万元，同比增加 83.01%，增长较快，期末现金短期债务比下降至 0.65，现金对短期有息债务保障程度趋弱，短期偿债压力加大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计为 25.26 亿元，占期末净资产的 45.87%，被担保对象系当地国企和事业单位，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。
- **股东收回土地减少资本公积，需关注若资产持续划出对公司资本实力的影响。**2019 年股东收回 4 宗土地使用权，面积合计为 366 亩，账面价值为 4.52 亿元，减少资本公积 4.52 亿元，需关注若资产持续划出对公司资本实力的影响。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	927,962.26	827,567.24	754,418.05
所有者权益	550,628.63	580,850.49	545,543.20
有息债务	218,516.54	119,403.60	105,745.66
资产负债率	40.66%	29.81%	27.69%
现金短期债务比	0.65	0.72	1.66
营业收入	76,957.23	75,700.48	60,391.79
其他收益	10,000.00	11,000.00	9,021.05
利润总额	17,746.30	20,591.36	17,452.27
综合毛利率	14.60%	15.91%	15.30%
EBITDA	20,689.29	22,540.13	17,747.59
EBITDA 利息保障倍数	1.98	3.91	2.15
经营活动现金流净额	-76,817.17	-39,853.41	-27,852.35
收现比	1.00	1.22	0.80

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告、2019年审计报告，中证鹏元整理

上饶城投主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	9,079,464.39	7,298,310.08	6,189,128.44
所有者权益	3,567,104.26	3,078,274.41	2,997,867.36
资产负债率	60.71%	57.82%	51.56%
营业收入	507,913.66	469,886.82	410,859.00
利润总额	55,751.83	36,318.87	31,662.72
经营活动现金流净额	-107,334.56	17,650.57	14,171.60

资料来源：上饶城投2017-2019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2019年6月3日发行7年期10亿元公司债券，募集资金计划7亿元用于万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目，2亿元用于万年县城市小游园停车场建设项目，1亿元用于补充运营资金。截至2020年6月16日，本期债券募集资金专项账户余额为0.71万元。

二、发行主体概况

2019年，公司注册资本、实收资本、控股股东、控股股东持股比例、实际控制人均未发生变化，截至2019年末，公司注册资本及实收资本仍为8.31亿元，控股股东和实际控制人仍为万年县国有资产监督管理委员会。2020年5月，公司董事长、总经理、法定代表人变更为肖永健，董事变更为金友谊、段煌琪、徐军，监事会主席变更为凌镇，监事变更为黄天喜、胡悦。

2019年公司合并范围子公司减少2家，具体情况如表1所示，合并范围减少对公司无重大影响。

表1 2019年不再纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
万年县国有投资信息服务有限公司	60.00%	50.00	信息技术咨询服务，企业管理咨询服务	注销
万年县稻香投资开发有限公司	100.00%	20,000.00	基础建设投资、棚户区改造等	注销

资料来源：公司2019年审计报告

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

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

万年县经济保持增长，工业发展势头较好

万年县为江西省上饶市下辖县，2018 年万年县地区生产总值保持高速增长，全县实现地区生产总值为 151.85 亿元，按可比价格计算，增长率为 8.8%，增速较快，但经济总量偏小。2018 年万年县人均 GDP 为 40,183 元，是全国人均 GDP 的 62.16%，人均 GDP 低于全国平均水平。

分产业看，万年县三次产业结构由 2017 年的 10.7: 57.6: 31.7 调整至 2018 年的 10.6: 57.3: 32.1，第二产业是万年县主导产业，对拉动区域经济增长作用显著。万年县代表性的产业园区有凤巢工业园、丰收工业园、万年青工业园，并初步形成以机械电子、纺织服装及食品加工三大支柱产业，主要知名企业包括佳维诚电子有限公司、江西昌硕户外休闲用品有限公司及万年贡米集团等。受益于支柱产业的带动作用，2018 年万年县工业生产保持稳定增长，全县规模以上工业增加值增速达到 9.4%。

固定资产投资方面，2018 年万年县固定资产投资完成额增速为 10.3%，固定资产投资规模较大且增速较快，是推动区域经济增长的主要动力。社会消费方面，随着城镇居民生

活水平的提高，2018年万年县社会消费品零售总额、存贷款余额均保持增长。

表 2 2017-2018 万年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	151.85	8.8%	139.59	8.9%
第一产业增加值	16.07	3.7%	14.94	4.2%
第二产业增加值	86.99	9.3%	80.35	9.0%
第三产业增加值	48.79	9.5%	44.30	10.2%
规模以上工业增加值	-	9.4%	-	9.2%
固定资产投资完成额	-	10.3%	140.50	13.9%
社会消费品零售总额	56.04	11.3%	55.00	12.6%
进出口金额（亿美元）	-	-	2.75	2.0%
存款余额	187.25	10.4%	169.61	29.8%
贷款余额	121.79	12.0%	108.75	24.3%
人均 GDP（元）	40,183		37,810	
人均 GDP/全国人均 GDP	62.16%		63.38%	

资料来源：2017-2018 年万年县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年，万年县实现公共财政收入14.06亿元，同比增加1.2%，其中税收收入9.97亿元，占公共财政收入比重为70.91%；实现政府性基金收入13.54亿元，同比增长23.7%。2019年万年县实现公共财政收入15.08亿元，同比增长7.2%。

四、经营与竞争

公司是万年县基础设施建设、土地整理等方面重要的建设主体，主要负责县域内基础设施建设及土地整理等业务。2019年公司营业收入为7.70亿元，同比增长1.66%。从收入构成来看，基础设施工程及道路工程业务是公司收入的主要来源，2019年合计占营业收入比重85.21%，同比增加20.05个百分点，主要系道路工程收入大幅增加以及土地整理收入减少所致。房屋租赁收入较为稳定，对公司营业收入形成一定补充。毛利率方面，2019年公司综合毛利率为14.60%，同比下降1.31个百分点，主要系毛利率较高的土地整理收入占比下降所致。

表 3 公司营业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
主营业务收入合计	73,330.55	10.38%	72,155.22	11.78%
市政基础设施收入	35,982.44	10.19%	34,822.09	9.83%

道路工程收入	29,592.85	10.38%	14,507.00	10.19%
土地整理收入	7,371.81	16.25%	22,202.56	16.26%
居间收入	35.47	100.00%	80.07	100.00%
租车收入	347.99	-104.24%	543.50	-16.52%
其他业务收入合计	3,626.69	100.00%	3,545.26	100.00%
房屋租赁	3,626.69	100.00%	3,545.26	100.00%
合计	76,957.23	14.60%	75,700.48	15.91%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告，中证鹏元整理

市政基础设施工程和道路工程业务是公司收入主要来源，2019年收入规模继续保持增长，目前公司在建工程投资规模较大，未来收入较有保障，但面临一定的资金压力

（一）市政基础设施工程业务

公司作为万年县基础设施建设的投融资主体，承担着包括市政、教育基础设施以及廉租房等在内的基础设施建设。根据《项目委托代建合同》，万年县建设局委托公司进行工程项目的建设、投资，工程完工后，由万年县建设局验收合格后移交。项目完工后，根据代建合同及双方认定的代建成本，加成12%¹作为工程项目总价款，款项由万年县建设局委托县财政局在项目款项结算后30日内向公司支付。2019年公司分别完成了万兴小区、石镇产业园、万年县全民健身中心等项目，实现市政基础设施业务收入35,982.44万元，毛利率为10.19%，较上年基本保持稳定。

表 4 公司承建主要市政基础设施工程收入确认情况（单位：万元）

年份	项目名称	收入
2019 年	万兴小区	6,469.90
	石镇产业园	7,092.64
	工业园区生活配套区	3,789.79
	万年县全民健身中心	6,545.04
	城市植物园	6,269.99
	其他	5,815.09
	合计	35,982.44
2018 年	一河两岸	9,076.38
	文广局大楼	8,972.24
	职业高中	5,817.03
	县委党校	3,107.74
	其他	7,848.70
	合计	34,822.09

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

¹ 其中 2%作为代建管理费、10%作为项目资金回报。

（二）道路工程业务

公司与万年县交通局签订《项目委托代建合同》，受托进行工程项目的投资、建设，工程完工后，由万年县交通局验收合格后移交。项目完工后，根据代建合同及双方认定的代建成本，加成12%作为工程项目总价款，款项由万年县交通局委托县财政局在结算后30日内向公司支付。2019年公司分别完成上万高速连接线、万年县国际珍珠城市路网工程等项目，实现道路工程收入29,592.85万元。

表 5 公司承建主要道路工程项目收入确认情况（单位：万元）

年份	项目名称	收入
2019 年	西南片区市政道路	4,877.89
	万年县国际珍珠城市路网工程	5,004.65
	上万高速连接线	13,439.17
	罗锦线	3,369.57
	高速挂线景观提升	2,901.56
	合计	29,592.85
2018 年	滨溪河、杨湾码头	3,657.11
	富民路	1,320.47
	建元大街	1,201.02
	其他	8,328.40
	合计	14,507.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司主要在建项目有秀美乡村、万年县夏营水库建设、万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目、城市小游园停车场以及上万高速连接线等项目，其中万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目和城市小游园停车场为本期债券募投项目，2019年末尚未完工，未来可实现厂房租赁收入、人才公寓租赁收入、会议中心租赁收入、停车位租赁收入、广告位收入以及配套服务用房租赁收入等，同时中证鹏元关注到募投项目收入来源受当地经济以及公司运营能力影响较大，项目未来收益及现金流存在一定不确定性。

截至2019年末，公司主要在建项目计划总投资规模为42.86亿元，已投资32.54亿元，其中代建项目计划总投资规模29.93亿元，已投资23.56亿元，代建项目投资规模较大，未来收入具有一定持续性，但公司在建项目尚需投资11.52亿元，面临一定的资金压力。

表 6 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目业主	总投资	已投资	尚需投资
秀美乡村	万年县建设局	62,600.00	51,856.51	10,743.49
万年县夏营水库建设	万年县建设局	31,869.58	25,171.30	6,698.28

上万高速连接线	万年县交通局	17,290.95	12,041.77	5,249.18
乡村公路	万年县交通局	15,500.00	27,389.58	-
西南片区市政道路	万年县交通局	10,235.39	4,372.97	5,862.42
石镇产业园	万年县建设局	8,500.00	6,386.79	2,113.21
万兴小区	万年县建设局	7,938.67	5,806.49	2,132.18
城市植物园	万年县建设局	6,410.43	5,622.43	788.00
万年工业园化工产业区	万年县建设局	6,000.00	6,218.74	-
江西万年高新区返乡创业标准厂房及配套设施建设项目	万年县建设局	16,000.00	13,392.42	2,607.58
完全中学、六〇总部、智慧校园及第三幼儿园	万年县教育局	30,000.00	26,708.36	3,291.64
其余项目小计	-	87,003.28	50,628.68	36,374.60
万年县丰收工业园标准厂房及配套设施建设项目*	-	100,269.04	70,794.42	29,474.62
城市小游园停车场*	-	28,948.93	19,052.00	9,896.93
合计		428,566.27	325,442.46	115,232.13

注：（1）标“*”为本期债券募投项目；（2）部分项目已投资额超过总投资。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司土地整理收入大幅减少，未来该业务收入存在一定波动

公司土地整理业务主要是受万年县土地储备委员会项目部委托，对万年县城乡规划范围内的开发土地进行整理实施和管理，土地项目总价款按照实际投资金额及加成20%进行确认。根据《土地交付协议》，2019年公司完成各乡镇土地整理项目，确认土地整体收入7,371.81万元，同比大幅减少66.80%。公司作为万年县土地整理的主体，土地整理业务有一定持续性，但受政府征地计划及完工进度影响，未来该业务收入存在一定波动。

房屋租赁等其他业务收入规模持续增长，对公司收入形成一定补充

公司将自持物业通过出租获取收益，2019年末自持物业面积15.52万平方米，物业类型以万年县城临街商铺为主，出租率达100%，主要承租方为万年县祥安物业管理有限公司。2019年实现租赁收入3,626.69万元，同比增长2.30%，对公司收入形成一定补充。居间收入及租车业务分别由子公司万年县正德建设工程档案咨询服务有限公司及万年县公务用车服务有限公司负责运营，收入规模较小。

公司持续获得财政补贴，提升了公司的利润水平

2019年，根据万财发【2019】37号文件，公司获得万年县财政局拨付10,000.00万元的财政补贴，计入其他收益科目，占利润总额的56.35%，有效提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年三年连审审计报告及2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并范围子公司变化情况见表1，合并范围变化对公司财务可比性影响较小。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但资产中土地资产和代建工程成本占比较高，其他应收款存在资金占用情形，整体资产流动性较弱

随着业务规模的扩大，公司资产规模持续增长，截至2019年末，公司资产总规模为92.80亿元，同比增加12.13%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2019年末占比为85.03%。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	26,524.82	2.86%	32,425.69	3.92%
其他应收款	113,935.53	12.28%	77,713.20	9.39%
存货	647,102.23	69.73%	599,873.99	72.49%
流动资产合计	789,034.20	85.03%	710,042.88	85.80%
长期股权投资	34,616.85	3.73%	22,178.90	2.68%
投资性房地产	67,817.49	7.31%	66,776.22	8.07%
其他非流动资产	20,000.00	2.16%	20,000.00	2.42%
非流动资产合计	138,928.06	14.97%	117,524.36	14.20%
资产总计	927,962.26	100.00%	827,567.24	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司货币资金余额为2.65亿元，主要为银行存款，其中0.32亿元的其他货币资金使用权受限。其他应收款主要系与其他单位的往来款，截至2019年末账面价值为11.39亿元，同比增加46.61%，主要系应收万年县久赢投资管理中心（有限合伙）和万年县万投金控投资有限公司的款项增加所致，其中账龄在1年以上占比为51.68%，前五名欠款对象应收账款余额合计占比为65.50%，其中第五大应收款为个人的借款。2019年末公司其他应收款累计计提坏账准备1,515.61.00万元，其他应收款规模相对较大且部分账龄偏长，存在一定的资金占用及坏账损失风险。

表 8 2019 年末公司其他应收款前五大应收对象（单位：万元）

单位名称	期末余额	账龄
万年县久赢投资管理中心（有限合伙）	37,443.00	2 年以内
万年县万投金控投资有限公司	15,441.21	2 年以内
万年县饶光新能源发电有限公司	9,433.55	2 年以内
万年县珠溪河投资开发有限公司	6,899.28	2 年以内
徐辉、陈爱英	6,400.00	1 年以内
合计	75,617.03	-

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

存货是公司的最主要资产，主要由开发成本和工程施工投入成本构成，2019年末其规模为64.71亿元，同比增加7.87%，主要系工程施工增加所致；存货中土地资产账面价值为32.07亿元（其中价值为25.49亿元的土地未缴纳土地出让金，占土地资产的79.48%），同比减少12.22%，主要系根据万府办抄字【2019】1361号，股东收回4宗土地（土地面积合计366亩，账面价值合计4.52亿元）所致，土地资产性质主要为商业、商服用地，其中已抵押土地账面价值8.44亿元；工程施工成本规模为29.41亿元，包括秀美乡村、万年县夏营水库建设及丰收工业园区等项目的建设支出；库存商品系持有待售的商铺，成本法入账价值为2.28亿元，物业面积合计为2.63万平方米。

公司长期股权投资系向联营企业的投资，2019年末账面价值为3.46亿元，同比增加56.08%，主要系新增对万年联创显示科技有限公司投资所致，2019年公司长期股权投资投资收益为197.96万元。公司投资性房地产采用公允价值方式计量，2019年末账面价值为6.78亿元，同比增加1.56%，系评估增值所致。其他非流动资产系对江西振兴发展（万年县）私募投资基金的投资。

总的来说，公司资产规模持续增长，资产中土地资产和工程施工成本占比较高，其中占比为79.48%的土地资产未缴纳土地出让金，其他应收款存在资金占用情形，整体资产流动性较弱。

盈利能力

2019年公司营业收入小幅增长，未来收入有一定持续性，政府补助对利润贡献较大

公司主要从事万年县内基础设施建设及土地整理业务，2019年营业收入为7.70亿元，同比增长1.66%；其中基础设施工程和道路工程业务是公司收入主要来源，2019年合计占比为85.21%。公司代建基础设施工程投资规模大，未来业务收入有一定持续性；此外，本期债券募投项目未来可为公司带来一定规模的标准厂房租赁收入、人才公寓租赁收入以及停车位租赁收入等。2019年获得的城乡社区建设财政补贴为1.00亿元，均计入其他收益，

占同期利润总额的比重56.35%，政府补助对公司利润总额贡献较大。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	76,957.23	75,700.48
其他收益	10,000.00	11,000.00
营业利润	17,689.75	20,588.99
利润总额	17,746.30	20,591.36
综合毛利率	14.60%	15.91%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 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较差，且在建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金压力

2019 年公司收现比为 1.00，主营业务回款表现较好，但由于基础设施建设支出规模较大，且存在一定的往来款占用，2019 年经营活动现金净流出 7.68 亿元，表现较差。

投资活动现金流方面，2019 年投资活动现金净流出主要系公司购买厂房现金流出及向万年联创显示科技有限公司等增资所致。从筹资活动来看，2019 年筹资活动产生的现金净流入 9.25 亿元，主要为本期债券发行成功所致。

截至 2019 年末，公司主要在建项目尚需投资 11.52 亿元，尚需投资规模较大，面临一定的资金压力。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.00	1.22
销售商品、提供劳务收到的现金	77,182.10	92,080.81
收到的其他与经营活动有关的现金	40,500.44	78,274.25
经营活动现金流入小计	117,682.54	170,355.06
购买商品、接受劳务支付的现金	163,717.02	97,568.44
支付的其他与经营活动有关的现金	30,671.35	112,542.42
经营活动现金流出小计	194,499.71	210,208.46
经营活动产生的现金流量净额	-76,817.17	-39,853.41
投资活动产生的现金流量净额	-20,562.47	-8,220.92
筹资活动产生的现金流量净额	92,478.77	16,846.74
现金及现金等价物净增加额	-4,900.87	-31,227.58

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务增长较快，短期偿债压力加大

受股东收回土地减少资本公积的影响，2019年末公司所有者权益下降至55.06亿元，同比减少5.20%。随着本期债券发行成功，2019年末公司负债规模增至37.73亿元，同比增加52.94%；受上述因素影响，期末公司产权比率上升至68.53%。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	377,333.63	246,716.75
所有者权益	550,628.63	580,850.49
产权比率	68.53%	42.48%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，2019年末流动负债占总负债的比重为51.92%，同比下降16.95个百分点。预收款项主要系预收万年县财政局的工程款，随着公司承建的基础设施及道路工程项目逐步完工结算，其规模大幅下滑。应交税费主要包括应付土地使用税和企业所得税，随着公司收入规模的扩大，其规模有所上升。2019年末公司其他应付款主要包括两部分，一部分系公司对江西省行政事业资产集团公司等单位的有息借款3.49亿元、还款期限分布于2020年-2023年、利率介于6.15%-7.44%之间，另一部分系应付万年县神农投资开发有限公司等企业的往来款。一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款。公司长期借款系全部向中国农业发展银行万年县支行的借款，均为抵押、质押及保证借款。应付债券系本期债券。截至2019年末，公司有息债务规模为21.85亿元，占负债总额的57.91%，同比增长83.01%，主要系本期债券发行成功所致。

表 12 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
预收款项	7,503.38	1.99%	23,585.13	9.56%
应交税费	16,221.64	4.30%	12,731.77	5.16%
其他应付款	163,088.58	43.22%	119,166.80	48.30%
一年内到期的非流动负债	5,675.00	1.50%	5,675.00	2.30%
流动负债合计	195,909.17	51.92%	169,913.02	68.87%
长期借款	78,650.00	20.84%	74,325.00	30.13%
应付债券	99,287.93	26.31%	0.00	0.00%
非流动负债合计	181,424.46	48.08%	76,803.73	31.13%
负债合计	377,333.63	100.00%	246,716.75	100.00%
其中：有息债务	218,516.54	57.91%	119,403.60	48.40%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司资产负债率为40.66%，同比增加10.85个百分点，主要系本期债券发行成功所致。2019年末公司现金短期债务比下降至0.65，现金对短期有息债务保障程度趋于弱化，短期偿债压力加大。受利润总额减少的影响，2019年公司EBITDA下降至2.07亿元，EBITDA利息保障倍数下降至1.98。总的来看，公司有息债务增长较快，现金对短期有息债务保障程度趋弱，短期偿债压力加大。

表 13 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	40.66%	29.81%
现金短期债务比	0.65	0.72
EBITDA（万元）	20,689.29	22,540.13
EBITDA 利息保障倍数	1.98	3.91
有息债务/EBITDA	10.56	5.30

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

上饶城投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

上饶城投为公司发行的本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。上饶城投承担保证责任的期限为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

上饶城投前身为“上饶市城市建设投资开发有限公司”，系由上饶市国有资产监督管理委员会（以下简称“上饶市国资委”）于2002年6月18日出资设立的国有独资公司，初始注册资本为5,000万元。2008年上饶市国资委以土地向上饶城投进行增资，注册资本增至1.00亿元。2009年上饶城投变更为现名。2011年1月，上饶市国资委以土地向上饶城投进行增资，上饶城投资本增至6.20亿元。2015年9月上饶市国资委将上饶城投100%股权无偿划拨给上饶投资控股集团有限公司（以下简称“上投集团”），上饶城投控股股东由上饶市国资委变更为上投集团。2017年上饶城投以资本公积转增注册资本，注册资本增至10.00亿元。

截至2019年末，上饶城投资本、实收资本仍为10.00亿元，控股股东仍为上投集团，持股比例为100%，实际控制人仍为上饶市国资委。

上饶城投是上饶市国有资产管理运营平台，承担了上饶市国有资产运营、土地开发和基础设施建设的任务，2019年实现主营业务收入49.53亿元，同比增长6.51%。其中，代

建项目业务收入是上饶城投主营业务收入的主要来源，2019年占主营业务收入的比重为82.77%；土地出让收入、商品销售业务、营运业务、餐饮客房业务等对上饶城投营业收入形成较好的补充。毛利率方面，2019年上饶城投主营业务毛利率为8.72%，同比减少2.74个百分点。

表 14 上饶城投主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
代建项目收入	409,909.89	6.44%	316,817.05	6.36%
土地出让收入	-	-	80,963.96	14.30%
光伏发电收入	35,896.17	24.93%	24,345.90	29.43%
营运收入	9,682.70	-42.55%	14,761.02	23.85%
商品销售收入	17,951.53	8.93%	12,654.14	22.53%
车辆通行费收入	4,439.46	68.38%	4,347.56	64.57%
餐饮收入	3,579.00	57.39%	3,419.66	56.79%
客房收入	1,485.53	-26.44%	1,535.04	95.70%
污水处理收入	946.48	-26.26%	1,620.00	-5.06%
LNG 液化天然气	1,740.24	35.76%	1,469.17	26.59%
其他板块收入	9,631.99	55.11%	3,060.47	48.67%
主营业务收入合计	495,262.99	8.72%	464,993.97	11.46%

资料来源：上饶城投 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

表 15 上饶城投主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
总资产	9,079,464.39	7,298,310.08
所有者权益	3,567,104.26	3,078,274.41
资产负债率	60.71%	57.82%
有息债务	-	3,745,343.29
流动比率	3.31	5.63
营业收入	507,913.66	469,886.82
其他收益	14,043.06	11,213.40
营业外收入	264.67	7,366.04
利润总额	55,751.83	36,318.87
综合毛利率	9.83%	12.01%
EBITDA	-	77,434.71
EBITDA 利息保障倍数	-	0.43
经营活动现金流净额	-107,334.56	17,650.57

资料来源：上饶城投 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

上饶城投所处外部环境较好，为其发展提供了良好基础，上饶城投未来业务收入较有

保障，同时获得的外部支持力度较大。但中证鹏元也关注到，上饶城投资产流动性较弱、资金支出压力较大、偿债压力较大、存在一定的或有负债等风险因素。经中证鹏元综合评定，上饶城投主体长期信用等级为 AA+，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，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月11日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，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2019年末，公司对外担保金额合计为25.26亿元，占期末净资产的45.87%，被担保对象系当地国企和事业单位，但相关担保均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 16 截至 2019 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	担保方式	担保起始日	担保到期日	是否有反担保
万年县妇幼保健院	13,000.00	信用保证和抵押物担保	2016.10.27	2027.10.27	否
江西省万年中学	13,000.00	信用担保	2016.1.15	2021.7.15	否
万年县稻源投资开发有限公司	13,000.00	信用保证和抵押物担保	2016.12.8	2027.12.8	否
万年县稻源投资开发有限公司	30,000.00	信用担保	2017.1.5	2022.1.4	否
江西省万年中学	4,000.00	抵押物担保	2014.12.30	2020.12.29	否
万年县稻源投资开发有限公司	20,000.00	抵押物担保	2017.1.17	2027.1.16	否
万年县珠溪河投资开发有限公司	50,000.00	信用保证和抵押物担保	2017.7.21	2032.7.20	否
万年县稻源投资开发有限公司	95,000.00	信用担保	2016.11.18	2036.11.17	否
万年县城市建设开发有限公司	12,000.00	信用保证	2019.1.25	2021.12.31	否
万年县六〇总校	1,300.00	信用保证	2018.3.12	2021.12.31	否
万年县第一中学	1,300.00	信用保证	2018.3.12	2021.12.31	否
合计	252,600.00	-	-	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2019 年，公司注册资本、实收资本、控股股东、控股股东持股比例、实际控制人均未发生变化，截至 2019 年末，公司注册资本及实收资本仍为 8.31 亿元，控股股东和实际控制人仍为万年县国有资产监督管理办公室。

公司作为万年县主要基础设施建设和投融资平台，2019 年末主要在建的代建项目总投资 29.93 亿元，已投资 23.56 亿元，未来收入具有一定持续性；同时公司收到财政补贴金额合计为 1.00 亿元，财政补贴有效提供公司利润水平；以及上饶城投提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

同时，中证鹏元也关注到了公司存货中土地资产和工程施工成本占比较高，合计占总资产的比重为 66.25%，其中占比 79.48%的土地资产未缴纳土地出让金，资产流动性较弱；而且 2019 年公司经营活动现金流表现较差，期末在建项目尚需投入资金 11.52 亿元，面临一定的资金压力；同时有息债务增长较快，期末现金短期债务比下降至 0.65，现金对短期有息债务的保障程度趋弱，短期偿债压力加大；存在一定的或有负债风险；以及股东收回 4 宗土地使用权，减少资本公积 4.52 亿元，需关注若资产持续划出对公司资本实力的影响等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，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）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	26,524.82	32,425.69	59,453.27
其他应收款	113,935.53	77,713.20	52,464.01
存货	647,102.23	599,873.99	533,466.25
流动资产合计	789,034.20	710,042.88	645,869.79
投资性房地产	67,817.49	66,776.22	65,798.49
非流动资产合计	138,928.06	117,524.36	108,548.25
资产总计	927,962.26	827,567.24	754,418.05
其他应付款	163,088.58	119,166.80	75,893.71
一年内到期的非流动负债	5,675.00	5,675.00	0.00
流动负债合计	195,909.17	169,913.02	137,388.03
长期借款	78,650.00	74,325.00	70,000.00
非流动负债合计	99,287.93	76,803.73	71,486.82
负债合计	377,333.63	246,716.75	208,874.85
有息债务	218,516.54	119,403.60	105,745.66
所有者权益	550,628.63	580,850.49	545,543.20
营业收入	76,957.23	75,700.48	60,391.79
其他收益	10,000.00	11,000.00	9,021.05
营业利润	17,689.75	20,588.99	17,464.73
净利润	15,721.87	18,134.87	14,718.31
经营活动产生的现金流量净额	-76,817.17	-39,853.41	-27,852.35
投资活动产生的现金流量净额	-20,562.47	-8,220.92	-41,214.09
筹资活动产生的现金流量净额	92,478.77	16,846.74	118,311.71
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	14.60%	15.91%	15.30%
收现比	1.00	1.22	0.80
产权比率	68.53%	42.48%	38.29%
资产负债率	40.66%	29.81%	27.69%
现金短期债务比	0.65	0.72	1.66
EBITDA（万元）	20,689.29	22,540.13	17,747.59
EBITDA 利息保障倍数	1.98	3.91	2.15
有息债务/EBITDA	10.56	5.30	5.96

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
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	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
现金类资产	货币资金
有息债务	1 年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+其他应付款中的有息借款

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。