

信用等级公告

联合〔2020〕2998号

萍乡市汇丰投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟公开发行的 2020 年萍乡市汇丰投资有限公司公司债券进行主动评级，确定：

萍乡市汇丰投资有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

萍乡市汇丰投资有限公司拟公开发行的 2020 年萍乡市汇丰投资有限公司公司债券（品种一）信用等级为 AAA_{pi}

萍乡市汇丰投资有限公司拟公开发行的 2020 年萍乡市汇丰投资有限公司公司债券（品种二）信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年九月十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：www.unitedratings.com.cn

2020年萍乡市汇丰投资有限公司 公司债券主动评级报告

本次债券信用等级：品种一：AAA_{pi}
品种二：AAA_{pi}
公司主体信用等级：AA_{pi}
评级展望：稳定
发行规模：12.00 亿元，其中品种一 5.00 亿元，
品种二 7.00 亿元
债券期限：7 年
还本付息方式：按年付息，分期还本
担保方：品种一由中债信用增进投资股份有限公司担保，品种二由湖北省融资担保集团有限责任公司担保
担保方式：品种一和品种二均为全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
评级时间：2020 年 9 月 11 日

分析师

尹 丹 登记编号（R0040218110004）
倪 昕 登记编号（R0040218020005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对萍乡市汇丰投资有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为江西省萍乡市经济技术开发区唯一的基础设施建设和土地一级开发主体，业务开展具有区域垄断优势，并得到萍乡市及萍乡市经济技术开发区管理委员会的持续支持。同时联合评级也关注到公司未来资金平衡存在一定不确定性、资产流动性较弱、对外部融资依赖较大、2020—2022 年偿付压力较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本次债券品种一由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债信用”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；品种二由湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“湖北省担保集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。本次债券的担保有效提升了本次债券偿付的安全性。此外，本次债券设置了分期偿还本金条款，有利于减轻公司的集中偿付压力。

公司可开发的储备土地较多，未来随着基础设施代建项目的持续推进以及市场化转型，公司的收入及利润水平有望维持，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用和本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **具有区域垄断优势。**公司作为萍乡市经济技术开发区唯一的基础设施建设和土地一级开发主体，业务具有区域垄断优势。

2. **持续获得外部支持。**近年来，公司持续获得萍乡市政府及经济技术开发区管理委

员会在资金及资产注入、政府补助、财政贴息和债务置换等方面的支持。

3. **增信措施。**中债信用及湖北省担保集团的担保能有效提升本次债券的偿付安全性；同时本次债券本金分期偿还条款的设置有利于减轻公司的集中偿付压力。

关注

1. **未来资金平衡存在一定不确定性。**公司业务收入结构单一，土地业务收入的实现易受土地出让进度、市场行情及政府规划等外部因素影响；部分在建基础设施项目为自建自营模式，拟建项目均尚未确定建设模式，未来资金平衡存在一定不确定性。

2. **资产流动性较弱。**公司的项目投入成本回收期较长；往来款对公司资金占用明显，且对民营企业往来款存在一定回收风险，公司资产的流动性较弱。

3. **对外部融资依赖较大。**公司经营活动现金流持续呈净流出状态；在建及拟建项目未来投资规模较大，公司现金流对外部融资依赖较大。

4. **偿付压力较大。**公司债务规模持续增长，2020—2022年偿付压力较大。

5. **募投项目收益实现存在不确定性。**本次债券募投项目预期收益受项目建设进度、实际租售情况等因素影响存在一定不确定性。

主要财务数据：

发行人（合并口径）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	330.71	360.44	377.48	394.59
所有者权益（亿元）	190.24	210.27	212.63	212.56
长期债务（亿元）	111.86	117.99	126.66	143.53
全部债务（亿元）	122.32	133.50	148.91	163.05
营业收入（亿元）	3.73	7.63	22.36	0.01
净利润（亿元）	4.08	4.17	4.67	-0.07
EBITDA（亿元）	5.35	5.45	6.11	--
经营性净现金流（亿元）	-23.14	-34.45	-40.12	-11.46
营业利润率（%）	44.70	44.35	20.38	47.18
净资产收益率（%）	2.23	2.08	2.21	--
资产负债率（%）	42.48	41.66	43.67	46.13
全部债务资本化比率（%）	39.13	38.83	41.19	43.41
流动比率（倍）	10.86	10.75	8.92	9.27
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.04	0.04	--
EBITDA 利息倍数（倍）	*	*	*	--
EBITDA/ 本次发债额度（倍）	0.45	0.45	0.51	--

发行人（母公司/本部）

资产总额（亿元）	300.58	304.64	311.92	319.61
所有者权益（亿元）	189.92	192.43	192.52	192.52
全部债务（亿元）	61.82	66.17	76.67	84.78
营业收入（亿元）	0.11	3.48	13.63	0.01
净利润（亿元）	4.08	1.84	2.41	0.00
资产负债率（%）	36.82	36.83	38.28	39.76
全部债务资本化比率（%）	24.56	25.59	28.48	30.57
流动比率（倍）	3.95	4.56	4.07	4.38

注：1. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，系四舍五入造成的；除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2017 年财务报表采用《企业会计制度》编制，2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数，2020 年 1 季度财务数据未经审计；3. 本报告将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、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。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

萍乡市汇丰投资有限公司（以下简称“公司”）前身为萍乡市汇丰投资开发有限公司，系经萍乡市人民政府《关于组建萍乡市汇丰投资公司的批复案》（萍府发〔2002〕7号），由江西省安源经济开发区管理委员会于2002年1月出资组建成立，初始注册资本3,000万元。后经多次增资和股权变更，截至2013年底，公司注册资本为10.00亿元，萍乡经济技术开发区管理委员会（以下简称“萍乡经开区管委会”）持股100%。

2015年10月，根据萍开管办抄字〔2016〕2号，公司、萍乡经开区管委会与国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金公司”）签订投资合同，国开基金公司以现金对公司增资0.90亿元，其中增加实收资本954.00万元、增加资本公积8,046.00万元。增资完成后国开基金公司不向公司派董事、监事和高级管理人员，不直接参与公司的日常正常经营。

2016年，根据国开基金公司投资合同，国开基金公司以现金对公司增资4.35亿元，其中增加资本公积4.06亿元、增加实收资本0.29亿元。

2020年3月，根据萍开党政联抄字〔2019〕220号文件，萍乡经开区管委会将持有公司的96.28%股权无偿划转至萍乡经济技术开发区集团有限公司（以下简称“萍乡经开集团公司”）。萍乡经开集团公司成立于2019年8月15日，由萍乡经开区管委会全额出资设立。

截至2020年3月底，公司注册资本及实收资本均为10.39亿元，国开基金公司持有公司3.72%股权，萍乡经开集团公司持有公司96.28%股权；萍乡经开区管委会为公司实际控制人。

公司主要经营土地一级开发和市政、水利基础设施的代建业务。

截至2020年3月底，公司本部设投融资管理部、工程财务监督部和行政部3个职能部门，下辖10个职能科室，包括融资科、投资科、风险管理科等；合并范围内子公司6家。

截至2019年底，公司合并资产总额377.48亿元，负债合计164.86亿元，所有者权益212.63亿元，其中归属于母公司所有者权益212.30亿元。2019年，公司实现营业收入22.36亿元，净利润4.67亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.67亿元；经营活动产生的现金流量净额-40.12亿元，现金及现金等价物净增加额-21.99亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额394.59亿元，负债合计182.03亿元，所有者权益212.56亿元，其中归属于母公司所有者权益212.23亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入0.01亿元，净利润-0.07亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.07亿元；经营活动产生的现金流量净额-11.46亿元，现金及现金等价物净增加额2.65亿元。

公司注册地址：江西省萍乡经济开发区经贸大厦附3楼；法定代表人：卢小强。

二、本次债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“2020年萍乡市汇丰投资有限公司公司债券”。本次债券计划发行总规模12.00亿元，其中品种一发行规模5.00亿元、品种二发行规模7.00亿元，期限均为7年。本次债券采用固定利率，按年付息，分期还本；在债券存续期内的第3~7年，每年偿付债券发行总额20%的债券本金，当期利息随本金一起支付。

本次债券品种一由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债信用”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；品种二由湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“湖北省担保集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券拟募集资金 12.00 亿元，其中 7.20 亿元拟用于萍乡经济技术开发区智能制造产业园标准化厂房项目（以下简称“募投项目”）建设，4.80 亿元拟用于补充公司营运资金，具体情况如下表。

表 1 募集资金用途情况（单位：亿元、%）

资金用途	投资总额	拟使用募集资金	拟使用资金占总投资比例
萍乡经济技术开发区智能制造产业园标准化厂房建设项目	13.28	7.20	54.22
补充营运资金	--	4.80	--
合计	13.28	12.00	--

资料来源：公司提供

（1）募投项目概况

根据江西金浪工程咨询有限公司出具的《萍乡经济技术开发区智能制造产业园标准化厂房建设项目项目可行性研究报告》（以下简称“《可研报告》”），募投项目位于萍乡经济技术开发区智能制造产业园内，总用地面积 236,171.60 平方米（约 354.26 亩），总建筑面积 516,828.77 平方米；共涉及六个地块，其中：①地块一占地 27,487.5 平方米，总建筑面积 57,723.75 平方米，建设 6 栋 5 层标准厂房和 2 栋 5 层宿舍楼，并配套建设场区内道路、绿化、给排水、供电、消防等基础设施。②地块二占地 38,809.5 平方米，总建筑面积 85,380.90 平方米，建设 10 栋 6 层标准厂房，1 栋 4 层研发中心和 3 栋 5 层宿舍楼，并配套建设场区内道路、绿化、给排水、供电、消防等基础设施。③地块三占地 44,301.4 平方米，总建筑面积 97,463.08 平方米，建设 11 栋 6 层标准厂房，1 栋 6 层办公用房，3 栋 5 层宿舍楼，并配套建设场区内道路、绿化、给排水、供电、消防等基础设施。④地块四占地 35,948.5 平方米，总建筑面积 79,086.70 平方米，建设 10 栋 5 层标准厂房，1 栋 4 层办公用房，2 栋 5 层宿舍楼，并配套建设场区内道路、绿化、给排水、供电、消防等基础设施。⑤地块五占地 30,011.70 平方米，总建筑面积 66,025.74 平方米，建设 7 栋 6 层标准厂房，1 栋 4 层办公用房，3 栋 5 层宿舍楼，并配套建设场区内道路、绿化、给排水、供电、消防等基础设施。⑥地块六占地 59,613 平方米，总建筑面积 131,148.6 平方米，建设 14 栋 6 层标准厂房，1 栋 5 层办公用房，6 栋 6 层宿舍楼，并配套建设场区内道路、绿化、给排水、供电、消防等基础设施。

（2）项目批复

本次债券募投项目已取得相关政府部门审批、核准文件，具体情况如下表所示。

表 2 募投项目审批情况

印发时间	发文部门	批复文件	核准文号
2019年3月29日	江西萍乡经济开发区经贸科技发改局	关于萍乡经济技术开发区智能制造产业园标准化厂房建设项目项目建议书的批复	萍开发改字（2019）59号
2019年5月10日	江西萍乡经济开发区经贸科技发改局	关于萍乡经济技术开发区智能制造产业园标准化厂房建设项目可行性研究报告的批复	萍开发改字（2019）82号
2019年5月15日	江西萍乡经济开发区环境保护局	关于对萍乡市汇丰投资有限公司《萍乡经济技术开发区智能制造产业园标准化厂房建设项目环境影响报告表》的批复	萍开环字（2019）124号
2019年5月17日	萍乡市自然资源和规划局经济技术开发区分局	建设项目选址意见书	选字第2019-6-007号
2019年5月29日	萍乡市自然资源和规划局经济技术开发区分局	建设用地规划许可证	地字第2019-6-008号
2019年5月17日	萍乡市自然资源和规划局经济技术开发区分局	关于萍乡经济技术开发区智能制造产业园标准化厂房建设项目用地预审	萍资规开分办字（2019）39号
2019年6月17日	萍乡市自然资源和规划局经济技术开发区分局	建设工程规划许可证	建字第2019-6-010号

--	萍乡经济技术开发区管理委员会	社会稳定风险评估评审表	--
2019年6月18日	江西萍乡经济开发区经贸科技发改局	关于萍乡经济技术开发区智能制造产业园标准化厂房建设项目节能审查的说明	萍开发改能审字〔2019〕11号
2019年6月25日	萍乡经济技术开发区建设局	建筑工程施工许可证	360302201906250101

资料来源：公司提供

（3）项目建设计划

募投项目总投资为 132,783.59 万元，拟使用本次债券资金 72,000.00 万元；计划建设期为 2019 年 4 月至 2021 年 3 月（24 个月）。截至 2020 年 3 月底，募投项目已完工约 31.17%，已完成投资 4.14 亿元。

（4）募投项目经济效益分析

募投项目建设期 2 年，经营期 13 年，根据《可研报告》，募投项目收入主要来自标准厂房、宿舍楼、办公楼、研发楼等的出租收入及标准厂房销售收入。假设项目建成投产后第一年达到设计运营能力的 40%，第二年增加到 70%，第三年增加到 90%，从第四年开始达到设计运营能力；标准厂房按照总面积的 40% 出租，出租面积为 181,951.31 平方米，租赁价格按每月 20 元/平方米，办公楼及宿舍租赁价格分别按每月 20 元/平方米、12 元/每平方米计算，年租金按年均增长 3% 计算；标准厂房按照总面积的 60% 出售，出售面积为 272,926.96 平方米，分四年出售，每年销售比例为 25%，标准厂房出售价格为 3,600 元/平方米计算，年销售收入按年均增长 5% 计算；经营期内，募投项目可实现收入 18.45 亿元。假设本次债券于 2020 年发行，在本次债券存续期内（7 年），募投项目收入合计 14.16 亿元，净收益 13.02 亿元。

表 3 募投项目在债券存续期内营业收入估算表（单位：万元、平方米、元/平方米）

项目	小计	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
厂房出租	收入	28,993.95	--	1,746.73	3,145.94	4,159.41	4,767.12	4,912.69	5,203.81
	面积	--	--	72,780.52	127,365.92	163,756.18	181,951.31	181,951.31	181,951.31
	单价	--	--	240	247	254	262	270	278
办公楼、研发楼出租	收入	2,160.33	--	130.15	234.4	309.92	355.2	366.04	376.89
	面积	--	--	5,422.85	9,489.98	12,201.41	13,557.12	13,557.12	13,557.12
	单价	--	--	240	247	254	262	270	278
宿舍出租	收入	4,626.42	--	278.75	501.36	662.02	759.78	783.97	808.17
	面积	--	--	19,357.35	33,875.36	43,554.04	48,393.37	48,393.37	48,393.37
	单价	--	--	144	148	152	157	162	167
厂房出售	收入	105,868.38	--	24,563.43	25,791.6	27,081.18	28,432.17	--	--
	面积	272,926.96	--	68,231.74	68,231.74	68,231.74	68,231.74	--	--
	单价	--	--	3,600	3,780	3,969	4,167	--	--
收入合计	141,649.08	--	26,719.06	29,673.3	32,212.53	34,314.27	6,062.7	6,243.31	6,423.91
经营成本	3,541.23	--	667.98	741.83	805.32	857.85	151.57	156.08	160.6
税金及附加	7,932.37	--	1,496.26	1,661.71	1,803.91	1,921.6	339.52	349.63	359.74
净收益	130,175.48	--	24,554.82	27,269.76	29,603.3	31,534.82	5,571.61	5,737.6	5,903.57

资料来源：联合评级根据《可研报告》整理

三、行业及外部环境分析

1. 基础设施建设行业分析

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险

的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表4 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	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	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由

			25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合评级整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

近年来，萍乡市经济及一般预算收入保持增长；萍乡经开区经济发展及招商引资趋势向好；一般预算收入质量较好，整体保持增长趋势；但综合财力受土地出让行情影响波动较大，政府债务负担一般。

（1）萍乡市经济概况

萍乡市位于江西省西部，毗邻湖南省，东与宜春、南与吉安相邻、西与湖南醴陵、北与湖南浏阳接壤，紧靠长株潭，对接长珠闽，是江西对外开放的西大门，是江西区域中心城市之一、中国首批内陆开放城市、文明城市、国家卫生城市，是湘赣核心区域和龙头城市。现辖 3 县 3 区，总面积 3,802 平方公里。

根据《萍乡市国民经济和社会发展统计公报》数据，2017—2019 年，萍乡市分别实现国民生产总值 1,070.50 亿元、1,009.05 亿元和 930.02 亿元。2019 年萍乡市国民生产总值较上年增长

7.5%（按不变价格计算，下同）。其中，第一产业增加值 68.05 亿元，增长 2.8%；第二产业增加值 413.89 亿元，增长 7.6%；第三产业增加值 448.08 亿元，增长 8.4%。三次产业结构为 7.3:44.5:48.2。三次产业对经济增长的贡献率分别为 3.2%、48.2%和 48.6%。人均生产总值 48,007 元，比上年增长 7.0%。

2019 年，萍乡市固定资产投资比上年增长 9.7%。分产业看，第一产业投资下降 23.9%；第二产业投资增长 15.9%，其中工业投资增长 15.9%，占全部投资的 57.3%；工业技改投资增长 59.2%，占全部投资的 20.5%；第三产业投资增长 3.8%。基础设施投资下降 11.1%，占全部投资的 21.7%，比上年减少 5.1 个百分点。

2019 年萍乡市全部工业完成增加值 355.56 亿元，比上年增长 8.6%，其中，规模以上工业增加值增长 8.7%。分行业看，31 个行业大类中，22 个实现增长，占比达到 71.0%。新产业加速发展，高新技术产业增加值占规模以上工业增加值比重为 37.9%，较上年增加 4.5 个百分点；装备制造业增加值增长 23.0%，高于规模以上工业增加值增幅 14.3 个百分点。战略性新兴产业增加值增长 9.8%，高于规模以上工业增加值增幅 1.1 个百分点，占规模以上工业增加值比重为 18.4%，较上年增加 2.5 个百分点。传统行业转型升级，煤炭、陶瓷、水泥、烟花鞭炮、冶金五大传统产业增加值增长 4.2%，低于规模以上工业增加值增幅 4.5 个百分点；六大高耗能产业（石油加工、炼焦和核燃料加工业，化学原料和化学制品制造业，非金属矿物制品业，黑色金属冶炼和压延加工业，有色金属冶炼和压延加工业，电力、热力生产和供应业）增加值比上年增长 4.9%，低于规模以上工业增加值增幅 3.8 个百分点；高耗能产业占规模以上工业增加值比重为 63.1%，较上年减少 1.5 个百分点。

财政收支方面，2017—2019 年萍乡市全年财政总收入分别为 146.30 亿元、161.60 亿元和 172.57 亿元。2019 年，萍乡市一般公共预算收入 105.02 亿元，比上年增长 5.3%；全市一般公共预算支出完成 274.43 亿元，比上年增长 12.0%。

（2）萍乡经开区经济概况

萍乡经开区创建于 1993 年，1995 年经批准成为省级开发区，2010 年 12 月 30 日经国务院批准为国家级经济技术开发区。建区以来，萍乡经开区先后获得了“国家级经济技术开发区”“国家新材料产业化示范基地”“全国模范劳动关系和谐工业园区”等国家级荣誉。经过二十多年的发展，基础设施日益完善，园区水、电、路、气、通讯等“五网”设施实现全覆盖，初步形成“三轴三心”的城市功能分区，金融商务区、奥体中心、中环北路、翠湖公园、碧桂园天玺湾、恒大地产、佳禾文化广场等重大城市基础设施建设正在建成，区内教育、文化、娱乐、卫生等设施日益完善。萍乡经开区工业项目平台承载力日渐提升，重点打造了电子信息和智能制造、医药食品、新材料三大主导产业，形成了区域特色鲜明的产业集群，成为国家重点支持的循环化改造园区。萍乡经开区新规划建设了 2,000 余亩的新三板产业园和 2000 余亩的周江电子信息智能制造产业园区。拥有省级以上企业技术中心和工程中心 13 家，国家高新技术企业 35 家，省级科技型中小企业 16 家，省级科技协同创新体 4 家，省级创新团队 1 家，国家级“双创天地”1 家。

根据萍乡经开区统计局提供的数据，2017—2019 年，萍乡经开区地区生产总值分别为 207.93 亿元、233.76 亿元和 254.62 亿元（2017—2018 年数据根据第四次全国经济普查结果进行修正）；2019 年萍乡经开区地区生产总值较上年增长 8.92%，其中第一产业增加值 0.74 亿元，第二产业增加值 159.82 亿元，其中工业增加值 152.05 亿元，第三产业增加值 94.06 亿元；人均地区生产总值 22.11 万元。2017—2019 年萍乡经开区分别完成固定资产投资 176.65 亿元、73.88 亿元和 80.63 亿元（因国家统计局进行相关专业统计数据核实及口径调整，2018 年数据绝对值

低于 2017 年度)；2019 年固定资产投资中工业投资完成 42.39 亿元，较上年增长 17.49%。2019 年萍乡经开区社会消费品零售总额 45.84 亿元，较上年增长 11.91%；城镇居民人均可支配收入 4.06 万元，农民人均可支配收入 2.00 万元，较上年分别增长 7.69%和 8.11%。招商引资方面，2017—2019 年，萍乡经开区招商签约资金分别为 85.75 亿元、61.96 亿元和 81.79 亿元，实际到位资金分别为 93.58 亿元、45.43 亿元和 56.78 亿元。全区内投产工业企业个数分别为 349 个、383 个和 418 个，其中规模以上工业企业数分别为 122 个、111 个和 115 个。招商引资及工业企业投产保持向好趋势。

地方财力方面，根据萍乡经开区财政局提供的数据，2017—2019 年，萍乡经开区地方可控财力分别为 32.11 亿元、51.76 亿元和 43.10 亿元，2019 年较上年下降 16.73%。一般预算收入分别为 15.58 亿元、14.22 亿元和 16.12 亿元；2019 年较上年增长 13.36%，其中税收收入为 11.74 亿元，较上年增长 15.10%，占当期一般预算收入比重为 72.83%，较上年增加 1.10 个百分点，一般预算收入质量及稳定性较强。2019 年萍乡经开区国有土地使用权出让收入为 19.18 亿元，较上年下降 40.14%，受土地出让市场行情及政策影响大，对综合财力影响较大。2019 年萍乡经开区获得转移支付和税收返还收入 7.81 亿元，较上年增长 42.52%。

地方政府债务方面，截至 2020 年 4 月底，萍乡经开区直接债务余额 17.67 亿元，担保债务余额 4.00 亿元，政府债务率为 45.64%，政府债务负担一般。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司主要负责萍乡经开区内的土地一级开发和市政、水利基础设施的代建，业务具有区域垄断优势。

公司是萍乡经开区唯一的基础设施工程建设和土地一级开发主体，负责经开区内的土地一级开发和市政、水利基础设施代建，业务开展具有垄断优势。

2. 人员素质

公司高级管理人员具有较长时间的从业经历和丰富的管理经验；员工构成以中青年为主，文化素质符合业务经营需求。

截至 2020 年 3 月底，公司高级管理人员 4 人，包括董事长 1 人、总经理 1 人、副总经理 2 人。

卢小强先生，1972 年出生；历任横板管理处支委、副处长、书记，萍乡经开区社会发展局副局长，萍乡经开区社会工作管理一局党委副书记、局长、党委书记，萍乡经开区党政办副主任；2019 年 2 月至今任公司董事长。

姚信海先生，1976 年出生，中共党员，本科学历；历任安源经济开发区党群部办公室科员、萍乡经开区上柳源管理处副书记、萍乡经开区党群部团区副书记、萍乡经开区党政办副主任；现任公司董事、总经理。

截至 2020 年 3 月底，公司本部员工总数 22 人。从学历来看，大学本科及以上学历人员占 90.91%、专科及以下学历人员占 9.09%；从年龄来看，30 岁以下人员占 22.73%、30~50 岁人员占 77.27%。

3. 外部支持

公司持续获得萍乡市政府及经济技术开发区管理委员会在资金及资产注入、政府补助、财政贴息和债务置换等方面的支持。

(1) 资本注入

2017 年，公司收到萍乡经开区管委会追加的货币投资 0.35 亿元，计入“资本公积”。

2018 年，公司收到萍乡经开区管委会追加投资款 10.34 亿元，计入“资本公积”。

2019 年，萍乡经开区管委会将公司上缴利润作为追加投资，增加公司资本公积 0.51 亿元。

(2) 财政补助

2017 年，萍乡经开区财政局给予公司海绵城市建设项目补贴 2.00 亿元，公司计入“补贴收入”科目。

2018 年，萍乡经开区财政局给予公司建设项目补贴 0.50 亿元，公司计入“其他收益”科目。

2019 年，萍乡经开区财政局给予政府补贴 0.50 亿元，公司计入“其他收益”科目。

(3) 债务置换

依据国发〔2014〕43 号、财库〔2015〕102 号文件精神，2015—2018 年，江西省财政厅分别置换公司贷款本金 4.15 亿元、7.95 亿元、10.57 亿元和 6.00 亿元，相应增加资本公积。

(4) 财政贴息

根据萍开管办抄字〔2011〕169 号、萍开管办抄字〔2014〕199 号、萍开管办抄字〔2015〕199 号等文件，自 2014 年开始，萍乡经开区财政局每年给予公司财政贴息支持。具体操作中，公司先行支付利息，并同时计入“其他应收款”科目中应收财政局往来款，待收到财政局贴息款后冲减“其他应收款”科目中应收财政局往来款，不在“财务费用”科目中反映。2016—2019 年，公司收到财政所拨付贴息规模分别为 2.52 亿元、4.05 亿元、6.07 亿元和 8.00 亿元。

五、管理分析

公司按相关规定建立法人治理结构，并制定了相应的管理制度，能够满足公司的日常经营需求。

1. 公司治理

为实现国有资产保值增值，公司根据《公司法》和国家有关法律、行政法规的规定，制定了公司章程，对公司经营范围、治理结构、财务及会计、解散和清算等方面做出了明确规定。

公司设股东会，行使下列职权：决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会及监事会报告、审议批准公司的年度经营预决算方案、修改公司章程等重大事项。

公司设董事会，董事会由 5 名董事组成，非职工董事由出资人萍乡经开集团公司委派或更换，职工董事由职工代表大会民主选举或更换。公司设董事长 1 名，由出资人从董事会成员中指定。董事会负责执行出资人的决定、决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度经营预决算等事项。

公司设监事会，监事会设监事 3 名，非职工监事由出资人委派或更换，职工监事由职工代表大会民主选举或更换。监事会行使对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者出资人决定的董事、高级管理人员提出罢免的职权。

公司设经理，由董事会聘任或者解聘。经理对董事会负责，行使以下职权：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议、年度经营计划和投资方案，制定公司的具体规章等。

2. 管理体制

公司根据公司实际情况，建立和完善了内部管理制度，保障了公司有效的内部控制和稳定运行，有效提升了管理水平。

在“三重一大”决策制度方面，公司制定对重大决策事项、重要人事任免事项、重大项目安排事项和大额度资金运作事项的决策程序。决策程序分为酝酿阶段、决策阶段和执行阶段。

在财务管理制度方面，公司制定了《现金管理控制制度》《现金集中收付制度》《原始凭证管理制度》和《票据管理制度》等，对现金收取与支付、会计核算及票据管理等方面做出了规定。在现金管理方面，公司的现金管理按照账款分开原则，由专职出纳负责。在票据管理方面，公司的支票和印鉴由两人分开保管，实行票章分离；支票填妥后由印鉴保管者加盖印鉴。

在对外投资管理制度方面，公司制定了对外投资的审批程序。尽调小组负责核实客户提交材料的完整性和真实性，提出受理意见。对符合投资条件的申请正式受理，如对企业上交的资料有质疑，可要求企业补充提交相关材料。如不符合条件或是政策法规的，退回其业务申请；符合受理条件的企业，尽调小组确定 A、B 角两个调查组，负责企业的对外投资业务调查，调查工作主要分为资料审核、实地调查、间接调查，获取申请企业真实、全面的信息；实地调查后，公司召开经理办公会，对每个申请人投资额度的表决，必须有五分之四以上评审会成员通过；公司经理办公会通过，公司总经理签署意见；公司经理办公会通过，报公司董事会审批。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事土地一级开发和市政、水利基础设施的代建业务，收入主要来源于土地一级开发业务；近年来收入规模持续增长，但毛利率水平下降明显。

得益于土地一级开发收入增长，2017—2019 年公司主营业务收入持续增长，其中土地一级开发收入占比均在 95%以上。

2017—2019 年，公司主营业务毛利率分别为 46.31%、45.09%和 20.54%，2019 年下降幅度较大，主要受土地一级开发业务毛利率下降影响。

受萍乡经开区管委会结算进度的影响，2020 年 1—3 月，公司暂未实现代建项目收入及土地一级开发收入。

表 5 2017—2019 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（万元，%）

业务	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发	36,200.00	97.05	44.74	74,736.78	98.34	44.16	220,599.97	98.68	19.60
代建项目	1,057.56	2.95	100.00	1,258.64	1.66	100.00	2,607.00	1.17	100.00
合计	37,257.56	100.00	46.31	75,995.42	100.00	45.09	223,206.97	99.84	20.54

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2. 经营分析

（1）土地一级开发

公司受萍乡经开区土地收购储备中心、萍乡经开区财政局委托，对萍乡经开区范围内拟收储土地进行一级开发，所整理土地挂牌出让后萍乡市经开区财政局向公司返还土地出让价款。此外，公司自有土地被政府回购所取得回购价款一同计入土地开发收入；该业务收入受土地出

让进度及政府回购情况影响大。

公司土地一级开发业务主要由子公司萍乡市汇翔建设发展有限公司（以下简称“汇翔建设”）开展，主要负责萍乡经开区范围内拟收储土地的一级开发。萍乡经开区土地收购储备中心、萍乡经开区财政局与公司签订《土地一级开发合作合同》后，公司对萍乡经开区土地进行开发整理，使土地达到可出让条件；所整理土地由萍乡经开区土地收购储备中心验收合格后，交萍乡经开区国土资源局依法组织招标、拍卖、挂牌出让。

一级开发投入方面，公司与萍乡经开区财政局签订《委托付款协议》，公司委托萍乡经开区财政局垫付土地一级开发费用，待所开发土地出让并收到返还土地出让地价款后，公司支付萍乡经开区财政局全部土地开发费用。因此，前期土地开发投入在没确认成本收入之前不在公司财务报表中反映。萍乡经开区财政局在土地出让完毕后 30 日内向公司支付土地一级开发收入，实际执行中土地开发收入一般于年底结算。公司在收到土地出让价款及相关合同、协议后按收入确认原则确认土地一级开发收入，并将萍乡经开区财政局垫付的土地一级开发费用归还财政（在现金流量表的“购买商品、接受劳务支付的现金”科目中体现）；同时确认土地一级开发成本。土地整理相关费用实质仍由公司承担。公司土地一级开发利润为国有土地使用权出让金收入减去出让土地开发成本和提取四项保障基金后的净额（具体以三方所签订的土地一级开发合作收益分成确认单为准）。

2017—2019 年，公司出让土地分别为 245.49 亩（2 宗）、268.61 亩（2 宗）和 169.51 亩（2 宗），出让价款分别为 4.02 亿元、4.62 亿元和 3.19 亿元，有所波动。

表 6 公司土地一级开发收入情况

年份	土地编号	宗地位置	土地面积（亩）	土地出让/回购价款（万元）
2017 年	DJF2017002	大冲路以西、武功山中大道以北	36.02	7,002.00
	DJF2017003	大冲路以西、武功山中大道以北	209.47	33,180.00
2018 年	DJF2018015	开发区尚贤中路以南、萍实北大道以西	123.15	21,552.00
	DJF2018016	开发区吴楚北大道以南、高铁西路以西	145.46	24,554.00
	萍国用（2013）114717 号	开发区宝鼎中路以南、朝阳中路以东	22.42	13,258.14
	萍国用（2013）114719 号	开发区宝鼎中路以南、朝阳中路以东	33.34	19,941.70
2019 年	萍国用（2012）第 104584 号	开发区洪山大道以南	212.25	95,391.04
	萍国用（2013）第 114718 号	开发区尚贤中路以南、朝阳中路以东	81.73	37,909.47
	萍国用（2013）第 114866 号	开发区尚贤中路以南、朝阳中路以东	124.80	58,528.28
	DJF2019019	武功山中大道以北、大冲路以西	67.43	11,509.00
	DJF2019022	开发区祥龙路以南、紫元路以西	102.08	20,427.00

注：受营改增影响，公司土地出让/回购价款为含税金额，与公司当年一级开发收入不完全一致

资料来源：公司提供

另外，根据政府规划，萍乡经开区管委会回购公司部分自有地块。2018—2019 年，萍乡经开区管委会分别回购公司土地 55.76 亩（2 宗）、418.78 亩（3 宗），回购金额分别为 3.32 亿元和 19.18 亿元，定价标准由管委会决定，一般为地块市价估值加成 20%；公司将土地回购金额计入土地一级开发收入。

公司土地一级开发收入包括土地出让返还收入和地块回购收入，2017—2019 年，土地一级开发收入快速增长，分别为 3.62 亿元、7.47 亿元和 22.06 亿元；2018—2019 年因萍乡经开区管委会回购地块较多，土地一级开发收入较 2017 年增长明显。同期，公司土地一级开发业务毛利率分别为 44.74%、44.16%和 19.60%；2019 年较上年减少 24.56 个百分点，主要受地块位置

以及市价估值等影响，当年回购地块毛利率较低导致。收入回款方面，2017—2018 年，公司确认土地一级开发收入均于当年实收到账，2019 年土地一级开发收入实际到账 14.06 亿元，未到款部分计入“其他应收款”。

公司土地一级开发收入的实现易受土地出让进度及市场行情等因素影响；自有土地使用权回购取决于政府规划，不具有连续性；土地收入实现整体存在一定不确定性。

（2）基础设施建设

公司受萍乡经开区管委会委托，开展萍乡经开区内的市政、水利基础设施项目的建设，业务模式包括代建、政府采购或自营。公司在建及拟建项目尚需投资规模大，投资回收周期较长，部分项目未来资金平衡存在不确定性；公司未来面临较大的资金支出压力。

公司受萍乡经开区管委会委托，负责经开区内市政、水利基础设施项目的建设。公司基础设施建设主要采取代建模式，部分项目采取自建自营或政府采购等方式。

根据江西省安源经济开发区（萍乡经开区曾用名）管委办抄告单（萍开管办抄字〔2002〕34 号）文件，萍乡经开区管委会与公司签订《安源经济开发区基础设施建设项目代建框架合同》，规定萍乡经开区内由公司代萍乡经开区管委会建设的基础设施项目，相关款项支付事项均按代建框架合同约定办理。根据代建框架合同，萍乡经开区范围内的基础设施建设委托公司建设，工程竣工验收后由政府负责支付建设费用。建设费用包括代建项目的代建款、公司应得的投资回报及代建项目应计利息，项目建设费用由萍乡经开区财政局从财政中直接支付给公司或者公司所委托的直接施工单位。据目前执行情况，项目投资回报一般为代建项目投资总额的 20%。

在会计核算方面，公司基础设施项目建设资金投入计入“存货”科目，每年底与政府就达到结算条件的项目进行结算，按照结算项目投入的 20%确认为代建收入，收到的项目投入款项冲减“存货”。2017—2019 年，公司代建项目收入分别为 1,057.56 万元、1,258.64 万元和 2,607.00 万元，保持增长，主要受各年完工结算项目规模影响较大；当期毛利率均为 100%，款项均已于当年实收到账；此外，2019 年收到结算项目成本返还 1.44 亿元，冲减“存货”。

截至 2020 年 3 月底，公司前五大在建项目主要为田中生态水库建设项目、中环路项目等，项目总投资为 121.56 亿元，已完成投资 83.85 亿元。在建项目中中环路项目、武功山中大道改造工程（320 道路）均采取代建模式；萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）项目及海绵城市及城市建筑节能建设项目采取自建自营模式；萍乡经济技术开发区棚户区改造建设项目（一期）采取政府采购模式。

萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）项目为“13 汇丰投资债”的募投项目，采取自建自营模式建设；项目能直接产生经济效益的部分为湖景接待宾馆、文体娱乐休闲吧、滨湖商业综合体、康体养生中心、青少年红色教育基地及水上乐园；上述部分所有权属公司，公司将采用招商模式，由专业企业或个体进行经营管理，通过租赁的方式获取收入。根据《萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）建设项目可行性研究报告》测算，正常运营情况下，田中湖生态水库综合开发项目年均营业收入为 2.26 亿元。

海绵城市及城市建筑节能建设项目为“17 汇丰绿债/G17 汇丰 1”的募投项目，项目的建设内容主要为海绵城市建设工程（含道路改造、污水管网铺设、雨水管网铺设）、城市地下综合管廊建设、田中湖片区城市节能工程建设等。项目建成后由公司运营，可产生一定经济效益的部分包括中水利用、综合管廊建设、田中湖周边地区建筑节能等；根据项目可行性研究报告预测，项目建成后可实现项目收入 1.58 亿元/年。

萍乡经济技术开发区棚户区改造建设项目（一期）纳入江西省住房和城乡建设厅棚户区改造计划；公司与经开区建设局签署政府采购合同，合同约定项目总投资 12.56 亿元，其中资本

金 2.56 亿元由经开区建设局投入，其余部分由公司融资投入；项目建设期 2 年，运营期 18 年，建成后约定采购价款为 16.65 亿元，含项目资本金、建设款、融资成本及服务费率（3%）；采购价款纳入经开区财政预算，并于运营期内由经开区财政局逐年拨付公司。

表 7 截至 2020 年 3 月底公司前五大在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目模式	总投资	已投资	尚需投资
萍乡市田中生态水库（萍水河田中段防洪工程）项目	自建自营	50.26	36.52	13.74
中环路项目	代建	24.34	20.15	4.19
武功山中大道改造工程（320 道路）	代建	8.44	8.88	--
海绵城市及城市建筑节能建设项目	自建自营	25.96	11.99	13.97
萍乡经济技术开发区棚户区改造建设项目（一期）	政府采购	12.56	6.31	6.25
合计	--	121.56	83.85	38.15

资料来源：公司提供

表 8 截至 2020 年 3 月底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资估算
萍乡经济技术开发区奥体中心建设项目	15.00
萍乡市玉湖教育基地建设项目	6.50
萍乡经济技术开发区双创产业孵化园项目（二期）	10.28
萍乡经济技术开发区农村人居环境整治项目（一期）	6.56
萍乡经济技术开发区萍水河综合整治工程	6.00
合计	44.34

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司拟建项目总投资额 44.34 亿元，均尚未确定建设模式及签署相关协议，未来资金平衡方式尚不确定。

3. 未来发展

公司作为萍乡经开区开发建设的实施主体，未来仍将基础设施建设和土地一级开发作为重点业务；同时引入市场化因素，向金融控股、城市运营、产业投资、资产管理等市场化投资业务领域转型；从单纯的公益类基础设施建设投资公司向公益、商业相结合的综合类国有企业转变；通过做实公司业务，增强公司的自我发展能力，形成新的利润增长点。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年财务报表，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务报表进行了审计，审计结论为标准无保留意见。公司 2020 年一季度财务数据未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内子公司共 6 家；2016—2017 年，公司合并范围新增子公司 3 家，均为公司出资设立；2019 年，公司合并范围新增子公司 2 家；2020 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。

2018 年及之前，公司适用企业会计制度，自 2018 年起适用企业会计准则，并采用追溯调整法对比较财务报表进行调整。本报告 2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数。

2. 资产质量

近年来公司资产规模稳定增长，以流动资产为主；资产中往来款对公司资金占用明显，且对民营企业的往来款存在回收风险；存货变现周期长，受政府结算进度及土地出让影响大，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产规模稳定增长，年均复合增长 6.84%，主要来自其他应收款、存货和可供出售金融资产的增长。截至 2019 年底，公司资产总额 377.48 亿元，较年初增长 4.73%。2017—2019 年，公司流动资产占比有所波动，公司资产结构以流动资产为主。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		年均复合增长率	2020 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	310.80	93.98	345.91	95.97	340.68	90.25	4.70	356.77	90.42
货币资金	39.52	11.95	34.11	9.46	14.98	3.97	-38.42	17.62	4.47
预付款项	74.56	22.55	--	--	--	--	-100.00	--	--
其他应收款	98.33	29.73	105.26	29.20	116.81	30.94	8.99	120.21	30.46
存货	93.17	28.17	196.11	54.41	207.59	54.99	49.27	217.60	55.15
非流动资产	19.92	6.02	14.53	4.03	36.80	9.75	35.93	37.82	9.58
可供出售金融资产 （长期股权投资）	10.99	3.32	10.99	3.05	33.19	8.79	73.79	33.19	8.41
资产总额	330.71	100.00	360.44	100.00	377.48	100.00	6.84	394.59	100.00

注：2017 年财务报表采用《企业会计准则》编制，部分科目划分与 2018 年及以后存在差异
资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表，联合评级整理

2017—2019 年，公司流动资产有所波动，截至 2019 年底为 340.68 亿元，较年初下降 1.51%。

2017—2019 年，公司货币资金持续下降，主要系项目投入及对外拆借支出所致。截至 2019 年底公司货币资金包括银行存款 12.12 亿元和其他货币资金 2.86 亿元（定期存单、保证金、七天通知存款）。

2017—2019 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 8.99%，主要来自与萍乡经开区财政局等单位的往来款增加。截至 2019 年底，公司其他应收款账面价值 116.81 亿元，较年初增长 10.97%。截至 2019 年底，公司其他应收款中主要为应收萍乡经开区财政局及其相关部门的往来款项，该部分款项回收风险小，但金额较大，对公司资金占用明显；计提坏账准备 0.01 亿元；此外，公司应收福建省黄金时代融资租赁有限公司款项 5.00 亿元，性质为拆借款，期限 1 年，利率为 10%；该公司为民营企业，2020 年 7 月 26 日进行简易注销登记，该笔款项回收风险值得关注。

表 10 截至 2019 年底公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

欠款单位	金额	占比	性质
萍乡经济技术开发区财政局	70.52	60.36	往来款等
萍乡市新区建筑安装总公司	18.49	15.82	往来款等
江西汇恒置业有限公司	13.22	11.31	往来款等
福建省黄金时代融资租赁有限公司	5.00	4.28	往来款等
萍乡市汇盛工业投资管理有限公司	1.50	4.28	往来款等
合计	108.72	93.05	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司存货包括开发成本 108.19 亿元，全部为土地使用权，共 61 宗，面积

合计 360.54 万平方米，其中政府注入 11 宗（55.42 万平方米，10.83 亿元）、政府作价出资 11 宗（106.70 万平方米，34.58 亿元）、招拍挂 39 宗（198.42 万平方米，62.78 亿元），用途主要为商服、住宅、工业等。除政府作价出资外，其余土地均已缴纳出让金，已办理相关权证。2019 年，公司 3 宗地块由萍乡经开区管委会回购，回购成本 16.04 亿元；当期，公司新拍土地 14 宗，价款及相关契税合计 15.96 亿元；公司土地资产中因抵押等原因导致使用受限的土地使用权价值为 39.40 亿元。存货中开发项目 99.39 亿元，主要为项目建设投入。公司存货中项目投入变现周期长，受政府结算进度及实际运营情况影响大，土地资产受限比例高，公司资产流动性受到一定影响。

2018—2019 年，公司其他流动资产分别为 10.35 亿元和 1.23 亿元，其中委托贷款分别为 10.35 亿元和 1.06 亿元。公司委托贷款主要为以自有资金及“15 汇丰小微债”募集资金向位于萍乡经开区或由萍乡经开区管委会同意的其他区域的小微企业提供的委托贷款。截至 2019 年底，公司委托贷款余额 1.06 亿元，较年初大幅下降，系委托贷款回收以及对江西星星科技有限责任公司（以下简称“星星科技”）委托贷款 5.00 亿元转入“可供出售金融资产”所致；其中对江西彦星投资有限公司委托贷款本金 4,000.00 万元，未能按期偿还，公司已采取司法诉讼、土地抵押等保全措施，后续回收情况需关注。

2018—2019 年，公司非流动资产逐年增长。截至 2019 年底，公司非流动资产 36.80 亿元，较年初增长 153.26%，主要来自可供出售金融资产增长。

2018—2019 年，公司可供出售金融资产分别为 10.99 亿元和 33.19 亿元；2019 年底较年初增长 202.03%，主要系公司当年将对星星科技¹委托贷款 15.00 亿元（2018 年底委托贷款余额 5.00 亿元收回，2019 年当年新增 20.00 亿元）进行债转股，公司持股 48.75%²，但无实际控制权。此外，2019 年公司将对萍乡市汇盛工业投资管理有限公司（以下简称“汇盛工业”）的往来款 7.20 亿元转为投资，公司持股 29.93%（尚未进行工商变更）。截至 2019 年底，公司可供出售金融资产主要为对星星科技、汇盛工业和江西银行股份有限公司的投资款；其中江西中煤科技集团有限责任公司代持股权 0.90 亿元，实质为公司通过江西中煤科技集团有限责任公司对江西金融租赁股份有限公司的股权投资。2018—2019 年，公司分别取得现金分红 0.24 亿元和 0.21 亿元，投资收益率较低。

表 11 截至 2019 年底公司可供出售金融资产情况（单位：万元、%）

被投资单位名称	投资金额	持股比例	本次现金红利
江西星星科技有限责任公司	150,000.00	48.75	--
萍乡市汇盛工业投资管理有限公司	72,000.00	29.93	--
江西银行股份有限公司	100,606.55	5.15	1,928.71
江西中煤科技集团有限责任公司代持股权	9,000.00	9.00	202.50
萍乡市农村商业银行股份有限公司	278.10	0.28	--
合计	331,884.65	--	2,131.21

资料来源：联合评级根据公司审计报告整理

2018—2019 年，公司其他非流动资产分别为 3.46 亿元和 3.53 亿元，其中投入杭南沪昆客专高铁项目的资金分别为 3.45 亿元和 3.48 亿元。根据公司与萍乡经开区管委会签订的《杭南

¹ 星星科技股东为浙江星星科技股份有限公司（300256，以下简称“星星股份”）和汇盛工业，汇盛工业实际控制人为萍乡经开区管委会，星星股份单一最大流通股股东为萍乡范钦客网络科技有限公司（2020 年 3 月底持股 15.04%，以下简称“范钦客网络”）；范钦客网络实际控制人为汇盛工业

² 2020 年 3 月，根据萍开党（2020）4 号抄告单，公司将持有的星星科技 48.75%股权无偿划转至汇盛工业

长沪昆客专高铁枢纽工程投资协议》，公司作为投资方，投资总额不超过 20 亿元，每期金额根据项目进度分步投入，最终结算金额依据工程审计报告为准。资金使用期限至项目竣工验收之日起的五年止，不超过六年，每年按照投入资金实际占用时间乘 20% 的收益率确认当期投资收益。2018—2019 年，公司分别取得投资收益 0.63 亿元和 0.64 亿元。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 57.27 亿元，受限比例为 15.17%；包括货币资金 2.86 亿元、存货 39.40 亿元和可供出售金融资产 15.00 亿元；受限用途主要为对外借款质押。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 394.59 亿元，较上年底增长 4.53%；流动资产占 90.42%。公司资产构成仍以流动资产为主。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

近年来，公司债务规模快速增长，以长期债务为主，整体债务负担一般，2020—2021 年偿付压力较大。

2017—2019 年，公司负债总额快速增长，以非流动负债为主。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		年均复合增长率	2020 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	28.61	20.37	32.18	21.43	38.19	23.17	15.53	38.50	21.15
其他应付款	10.96	7.80	13.33	8.88	11.57	7.02	2.75	14.62	8.03
一年内到期的非流动负债	7.46	5.31	14.41	9.60	22.24	13.49	72.68	19.44	10.68
非流动负债	111.86	79.63	117.99	78.57	126.66	76.83	6.41	143.53	78.85
长期借款	40.26	28.66	58.24	38.78	72.16	43.77	33.89	85.53	46.99
应付债券	54.00	38.44	41.00	27.30	37.00	22.44	-17.22	40.50	22.25
长期应付款	17.60	12.53	18.75	12.49	17.50	10.62	-0.28	17.50	9.61
负债合计	140.47	100.00	150.16	100.00	164.86	100.00	8.33	182.03	100.00

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表，联合评级整理

2017—2019 年，公司流动负债持续增长，截至 2019 年底为 38.19 亿元，较年初增长 18.69%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。

公司其他应付款主要为往来款等，2017—2019 年有所波动，分别为 8.64 亿元、11.31 亿元和 9.54 亿元（不含应付利息）。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债持续增长，截至 2019 年底为 22.24 亿元，较年初增长 54.35%，主要包括一年内到期的长期借款 8.24 亿元（主要为保证借款，另有部分抵质押借款）和一年内到期的应付债券 14.00 亿元。

2017—2019 年，公司非流动负债持续增长，截至 2019 年底为 126.66 亿元，较年初增长 7.36%。

2017—2019 年，公司长期借款持续增长，截至 2019 年底为 72.16 亿元，较年初增长 23.92%；包括保证借款 19.17 亿元、质押借款 32.17 亿元和抵押借款 20.82 亿元。

2017—2019 年，公司应付债券持续下降，截至 2019 年底为 37.00 亿元，较年初下降 9.76%，主要由于债券偿还及部分债券转入“一年内到期的非流动负债”所致。

2017—2019 年，公司长期应付款有所波动。2016 年 5 月，公司与国投瑞银资本管理有限公司（以下简称“国投瑞银”）、深圳市普泰金融配套服务有限公司共同出资设立汇翔一号，

注册资本 30.00 亿元，其中国投瑞银出资 22.50 亿元。根据出资协议，公司需在 2024 年 5 月 10 日前回购国投瑞银的全部出资 22.50 亿元，并支付相应“溢价款”，故公司将其列入“长期应付款”科目；2017 年公司回购国投瑞银出资 5 亿元（计入“投资所支付的现金”科目），剩余待回购规模为 17.50 亿元。此外，2017 年公司子公司汇翔建设及萍乡市汇怡建设发展有限公司与中建一局、萍乡九盛投资管理中心（以下简称“萍乡九盛”）共同出资设立萍乡市建宇置业有限公司（以下简称“建宇置业”），注册资本 5 亿元，其中萍乡九盛认缴 2.90 亿元、中建一局认缴 0.10 亿元；按照协议约定，萍乡九盛投资额由汇翔建设回购，2017—2018 年公司分别将实际收到的萍乡九盛投资款 0.10 亿元和 1.15 亿元计入“长期应付款”。2019 年，公司回购萍乡九盛投资款 1.25 亿元。本报告已将长期应付款中的有息部分调整至长期债务计算。

从有息债务看，2017—2019 年，公司全部债务快速增长；债务结构以长期债务为主，截至 2019 年底长期债务占 85.06%。

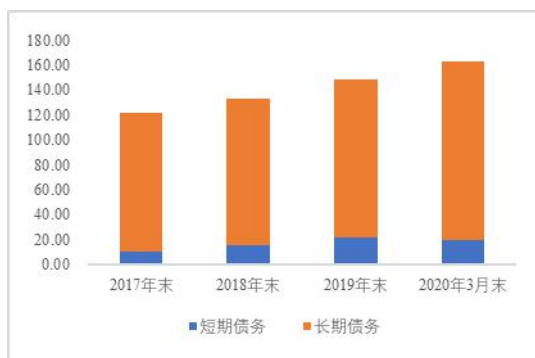
从债务指标看，受有息债务规模扩大影响，2017—2019 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈现波动上升趋势，截至 2019 年底上述指标分别为 43.67%、41.19%和 37.33%，整体债务负担一般。若将权益中的农发基金投资款（0.23 亿元）以及国开基金公司投资款（5.25 亿元）计入有息债务，则公司实际债务负担高于上述指标值。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 182.03 亿元，较上年底增长 10.42%，主要来自其他应付款、长期借款和应付债券的增长；负债结构较年初保持稳定。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 163.05 亿元，较年初增长 9.50%；其中长期债务 143.53 亿元，公司有息债务结构仍以长期债务为主。

债务指标方面，截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 46.13%、43.41%和 40.31%，均较上年底进一步上升。

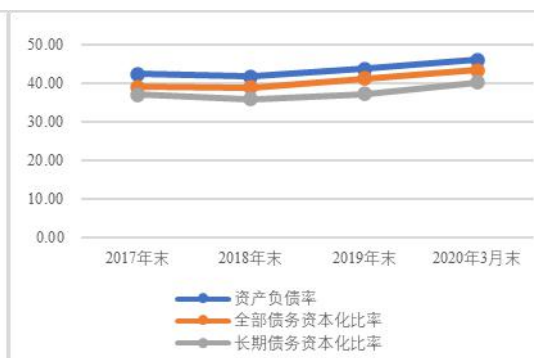
有息债务到期分布方面，2020 年 4—12 月、2021 年和 2022 年到期债务规模分别为 19.44 亿元、20.52 亿元和 21.29 亿元，分布较平均，但相较于近几年债务偿付规模，未来两年偿付压力较大。

图 1 公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

图 2 公司负债及债务指标（单位：%）



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

（2）所有者权益

近年来，公司所有者权益持续增长，以资本公积为主，权益稳定性较强。

2018—2019 年，公司所有者权益分别为 210.27 亿元和 212.63 亿元，保持稳定。截至 2019 年底，公司所有者权益构成以实收资本（占 4.88%）、资本公积（占 82.82%）和未分配利润（占 10.68%）为主。

2017—2019 年，公司实收资本保持稳定，均为 10.39 亿元，其中萍乡经开区管委会出资 10 亿元，持股比例为 96.28%；国开基金公司出资 0.39 亿元（其中 2015 年到位 0.10 亿元，2017 年到位 0.29 亿元），持股比例为 3.72%。

2017—2019 年，公司资本公积稳步增长，2019 年底为 176.09 亿元，较年初增长 0.29%；主要为收到的政府投资、债务置换资金等。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 212.56 亿元，较上年底变动较小；所有者权益构成基本保持稳定。公司所有者权益中包括国开基金公司投资款 5.25 亿元、中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）投资汇翔建设款项 0.23 亿元，均约定了投资期限、退出方式及相应回报，均为“明股实债”性质。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入及利润总额持续增长；投资收益及财政补贴对利润总额贡献大。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率	2020 年 1—3 月
营业收入	3.73	7.63	22.36	144.96	0.01
营业成本	2.00	4.18	17.75	197.85	0.00
费用总额	0.10	0.09	0.17	31.61	0.10
投资收益	1.75	1.67	1.27	-14.67	0.03
政府补助	2.00	0.50	0.50	-50.00	0.00
利润总额	5.35	5.44	6.10	6.80	-0.07
营业利润率	44.70	44.35	20.38	--	47.18
总资本收益率	1.47	1.27	1.33	--	--
净资产收益率	2.23	2.08	2.21	--	--

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表，联合评级整理

2017—2019 年，公司营业收入持续增长，2019 年为 22.36 亿元，主要得益于土地一级开发收入增长。近三年，公司营业成本趋同增长。

公司期间费用主要为管理费用，2017—2019 年，公司期间费用波动增长，分别为 0.10 亿元、0.09 亿元和 0.17 亿元；由于萍乡经开区财政局给予公司贴息支持，近三年公司财务费用规模较小，2019 年财务费用为-47.77 万元。

2017—2019 年，公司获得的财政补助分别为 2.00 亿元、0.50 亿元和 0.50 亿元，均为公司收到的萍乡经开区财政局的项目补贴。

2017—2019 年，公司投资收益持续下降，分别为 1.75 亿元、1.67 亿元和 1.27 亿元，主要为公司对外股权及债权投资取得的投资收益。

2017—2019 年，公司利润总额持续增长，2019 年为 6.10 亿元，较上年增长 12.16%。当期投资收益及政府补助占利润总额的比重为 29.02%。

从盈利能力指标看，2017—2019 年，公司营业利润率持续下降，2019 年为 20.38%，较上年减少 23.97 个百分点，主要受土地业务毛利率水平下降影响；公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势，2019 年分别为 1.33%和 2.21%。

5. 现金流

近年来，公司经营活动现金流持续大额净流出，在建及拟建项目周期长，未来投资规模较

大，公司对外部融资需求较大。

表 14 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	年均复合增长率	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入额	60.41	63.23	98.79	27.88	10.64
经营活动现金流出额	83.55	97.68	138.91	28.94	22.10
经营活动现金流量净额	-23.14	-34.45	-40.12	31.67	-11.46
投资活动现金流量净额	-3.88	2.01	4.34	--	0.07
筹资活动现金流量净额	48.91	27.04	13.79	-46.90	14.04
现金收入比	133.75	114.87	71.82	--	2.65

资料来源：公司审计报告及 2020 年一季度财务报表

经营活动现金流方面，2017—2019 年，公司经营活动现金流入快速增长，主要为往来款流入，2019 年为 98.79 亿元，较上年增长 56.23%。其中销售商品、提供劳务收到的现金 16.06 亿元，主要为当年收入及以往代建项目投入回款；收到其他与经营活动有关的现金 82.73 亿元，主要为往来款；较上年分别增长 83.10%和 51.91%。同期，公司经营活动现金流出快速增长，2019 年为 138.91 亿元，较上年增长 42.21%。其中购买商品、接受劳务支付的现金 31.71 亿元，较上年下降 6.90%，主要为新拍土地、项目建设、土地整理等投入；支付其他与经营活动有关的现金 106.21 亿元，较上年增长 79.34%，主要为往来款及对外拆借款等。2017—2019 年，公司经营活动现金流持续净流出，2019 年为-40.12 亿元，净流出规模较上年增长 16.47%，缺口进一步扩大。收入实现质量方面，2017—2019 年，公司现金收入比持续下降，2019 年为 71.82%，收入实现质量大幅下降。

投资活动现金流方面，2017—2019 年，公司投资活动现金流入波动较大，分别为 10.07 亿元、35.61 亿元和 7.62 亿元，2018 年增长主要受赎回理财产品本金收到现金以及收回银行委托贷款本金影响。同期，公司投资活动现金流出分别为 13.95 亿元、33.60 亿元和 3.28 亿元；2018 年规模较大，系当年购买理财产品支付现金较多所致。2019 年公司投资活动现金流出全部为投资支付的现金 3.28 亿元，包括回购萍乡九盛对建宇置业股权收购款 1.25 亿、支付正常委托贷款 2.03 亿。2017—2019 年，公司投资活动净现金流分别为-3.88 亿元、2.01 亿元和 4.34 亿元。

筹资活动现金流方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入持续下降，分别为 53.93 亿元、38.27 亿元和 35.56 亿元，主要为吸收投资以及对外借款收到现金。其中，2017 年吸收投资收到的现金 0.20 亿元，为当年子公司收到的少数股东追加投资；2018 年吸收投资收到的现金 11.49 亿元，主要为收到的萍乡经开区管委会的增资及追加投资（10.34 亿元）以及收到的萍乡九盛投资款（1.15 亿元，计入“长期应付款”科目）。2019 年公司对外借款取得现金 35.56 亿元，较上年增长 32.79%。同期，公司筹资活动现金流出持续增长，2019 年为 21.77 亿元，较上年增长 93.86%，主要为债务偿还支出的现金。2017—2019 年，公司筹资活动现金流均呈净流入状态，分别为 48.91 亿元、27.04 亿元和 13.79 亿元，随着偿还债务的增长，筹资活动现金流净额持续下降。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力较弱，目前公司间接融资渠道通畅，并能获得萍乡经开区管委会持续稳定的支持，公司整体偿债能力很强。

短期偿债能力指标方面，截至 2019 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比

别为 8.92 倍、3.49 倍和 0.68 倍，较年初的 10.75 倍、4.66 倍和 2.20 倍均有不同程度下降。截至 2020 年 3 月底，上述指标分别为 9.27 倍、3.61 倍和 0.91 倍，较年初均有不同程度提升。剔除受限货币资金后，公司现金短期债务比为 0.55 倍。公司短期偿债能力尚可。

长期偿债能力指标方面，2017—2019 年，公司 EBITDA 持续增长，2019 年为 6.11 亿元；EBITDA 全部债务比为 0.04 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力弱。公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 16.86 亿元，担保比率为 7.93%。其中对星星科技及民营企业担保合计 5.15 亿元，占 30.55%，其余被担保对象主要为萍乡经开区范围内平台企业。公司对外担保均无反担保措施，且区域集中度高。整体看，公司存在一定或有负债风险。

截至 2020 年 3 月底，公司获得授信额度 195.68 亿元，尚未使用的额度为 80.81 亿元，公司间接融资渠道通畅。

7. 母公司财务分析

公司资产及权益集中于母公司，母公司整体债务负担轻。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 311.92 亿元，较年初增长 2.39%。其中，流动资产占 73.99%，非流动资产占 26.01%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 192.52 亿元，较年初基本保持稳定。其中，实收资本和资本公积合计占 94.03%，所有者权益结构较为稳定。

截至 2019 年底，母公司负债总额为 119.40 亿元，较年初增长 6.41%。其中，流动负债占 47.51%，非流动负债占 52.49%。母公司全部债务 76.67 亿元，主要为长期债务（占 81.74%），母公司资产负债率为 38.28%，全部债务资本化比率为 28.48%。母公司债务负担轻。

2019 年，母公司实现营业收入 13.63 亿元，利润总额为 3.16 亿元。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 319.61 亿元，所有者权益 192.52 亿元。2020 年 1—3 月，母公司实现营业收入 58.96 万元，利润总额 7.10 万元。

八、本次债券偿还能力分析

1. 本次债券对公司债务的影响

本次债券拟发行规模为 12.00 亿元，相当于 2020 年 3 月底公司长期债务的 8.36%，全部债务的 7.36%。本次债券的发行对公司整体债务规模有一定影响。

截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 46.13%、43.41% 和 40.31%。以 2020 年 3 月底公司财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本次债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 47.72%、45.16% 和 42.25%，公司债务负担将有所加重。

2. 本次债券偿还能力分析

以 2019 年底的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 6.11 亿元，为本次债券拟发行规模（12.00 亿元）的 0.51 倍，EBITDA 对本次债券的保障能力弱；公司经营活动产生的现金流入为 98.79 亿元，为本次债券的 8.23 倍，经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度高。

本次债券设置分期还本条款，在存续期的第 3~7 年每年还本 20%，即 2.40 亿元。2019 年，公司 EBITDA 为本次债券分期偿还本金规模 2.55 倍；公司经营活动现金流入量为本次债券分期偿还本金规模的 41.16 倍，经营活动现金流入量对本次债券分期偿还本金规模的覆盖程度高。

分期偿还本金条款有利于减轻公司的集中偿付压力。

3. 募投项目收益偿债能力分析

根据《可研报告》，募投项目于 2019 年 4 月开工建设，建设期 24 个月，项目总投资 13.28 亿元。募投项目建成后，公司将通过标准厂房、宿舍楼、办公楼、研发楼等的出租及标准厂房销售实现收入。假设本次债券于 2020 年发行，存续期内（7 年），募投项目可实现收入 14.16 亿元，净收益 13.02 亿元。

表 15 募投项目收益对募投项目使用本次债券资金覆盖情况（单位：万元、倍）

项目	合计	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
收入	141,649.08	--	26,719.06	29,673.30	32,212.53	34,314.27	6,062.70	6,243.31	6,423.91
净收益	130,175.48	--	24,554.82	27,269.76	29,603.3	31,534.82	5,571.61	5,737.6	5,903.57
还本金额	72,000.00	--	--	--	14,400.00	14,400.00	14,400.00	14,400.00	14,400.00
付息金额	25,200.00	--	5,040.00	5,040.00	5,040.00	4,032.00	3,024.00	2,016.00	1,008.00
本息偿还金额	97,200.00	--	5,040.00	5,040.00	19,440.00	18,432.00	17,424.00	16,416.00	15,408.00
项目收入覆盖本息倍数	1.46	--	5.30	5.89	1.66	1.86	0.35	0.38	0.42
净收益覆盖本息倍数	1.34	--	4.87	5.41	1.52	1.71	0.32	0.35	0.38

注：本金及利息以本次债券募集资金用于项目建设部分计算；债券利率按 7% 估算
资料来源：《可研报告》，联合评级整理

本次债券募集资金合计 12.00 亿元，其中 7.20 亿元用于募投项目建设，假设本次债券发行利率为 7%，考虑到本次债券设置分期偿还条款，自债券存续期第 3 年每年底还本 20%（即 1.44 亿元），在不考虑运营成本及税金因素下，本次债券存续期内募投项目收入合计 14.16 亿元，对募投项目使用募集资金部分本息合计（9.72 亿元）的覆盖倍数为 1.46 倍，覆盖程度尚可。2020 年，募投项目尚在建设期未能形成收入，公司需依靠自身经营收入偿还当期所应付的利息。存续期第 1—4 年，募投项目收入分别是当年本次债券本息合计的 5.30 倍、5.89 倍、1.66 倍和 1.86 倍，保障程度较好。存续期第 5—7 年，募投项目收入分别是当年本次债券本息合计的 0.35 倍、0.38 倍和 0.42 倍，保障能力较弱。

综上所述，债券存续期募投项目产生的收入可覆盖本次债券募投项目本息总额。但建设期募投项目无法产生收入，公司需依靠自身经营收入偿还当期应付利息，且募投项目预期收益受项目建设进度、实际租售情况等因素的影响存在一定的不确定性，联合评级将持续关注募投项目的建设进度及未来实际收入对本次债券本息偿还的保障情况。

4. 担保人担保能力分析

本次债券品种一由中债信用提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，品种二由湖北省担保集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。上述担保保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为本次债券存续期及到期之日起两年。

中债信用成立于 2009 年 9 月，由中国银行间市场交易商协会联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立。截至 2019 年 9 月底，中债信用股本 60 亿元，均为货币出资。截至 2018 年年底，中债信用资产总额 139.83 亿元，负债总额 57.12 亿元，所有者权益 82.71 亿元；增信余额 1065.60 亿元。2018 年，中债信用实现营业收入 13.37 亿元，其中增信业务收入 7.06 亿元；净利润 6.28 亿元。经联合评级评定，中债信用主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”。

湖北省担保集团成立于 2005 年 2 月，后经多次增资及股权变更，截至 2019 年 9 月底，湖北省担保集团注册资本 75.00 亿元，其中湖北中经资本投资发展有限公司持股 66.67%，中国农发重点建设基金持股 33.33%。截至 2018 年底，湖北省担保集团资产总额 83.81 亿元，所有者权益 72.09 亿元，担保责任余额 153.85 亿元，2018 年实现营业总收入 6.86 亿元，实现净利润 4.76 亿元。经联合评级评定，湖北省担保集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”。

中债信用及湖北省担保集团的担保能有效提升本次债券的偿付安全性。

九、综合评价

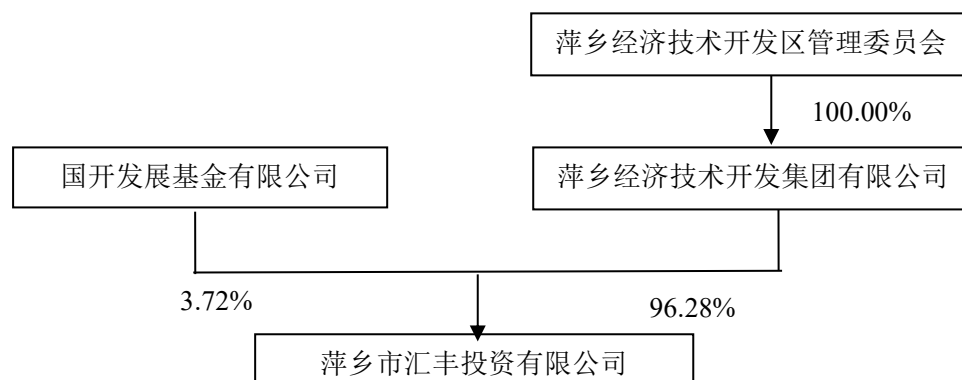
公司是江西省萍乡市经济技术开发区唯一的基础设施建设和土地一级开发主体，业务开展具有区域垄断优势，并得到萍乡市及萍乡市经济技术开发区管理委员会的持续支持。同时联合评级也关注到公司未来资金平衡存在一定不确定性、资产流动性较弱、对外部融资依赖较大、2020—2022 年偿付压力较大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

本次债券募投项目预期收益受项目建设进度、实际租售情况等因素影响较大。

本次债券品种一由中债信用提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；品种二由湖北省担保集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。本次债券的担保有效提升了本次债券偿付的安全性。此外，分期偿还本金条款有利于减轻公司的集中偿付压力。

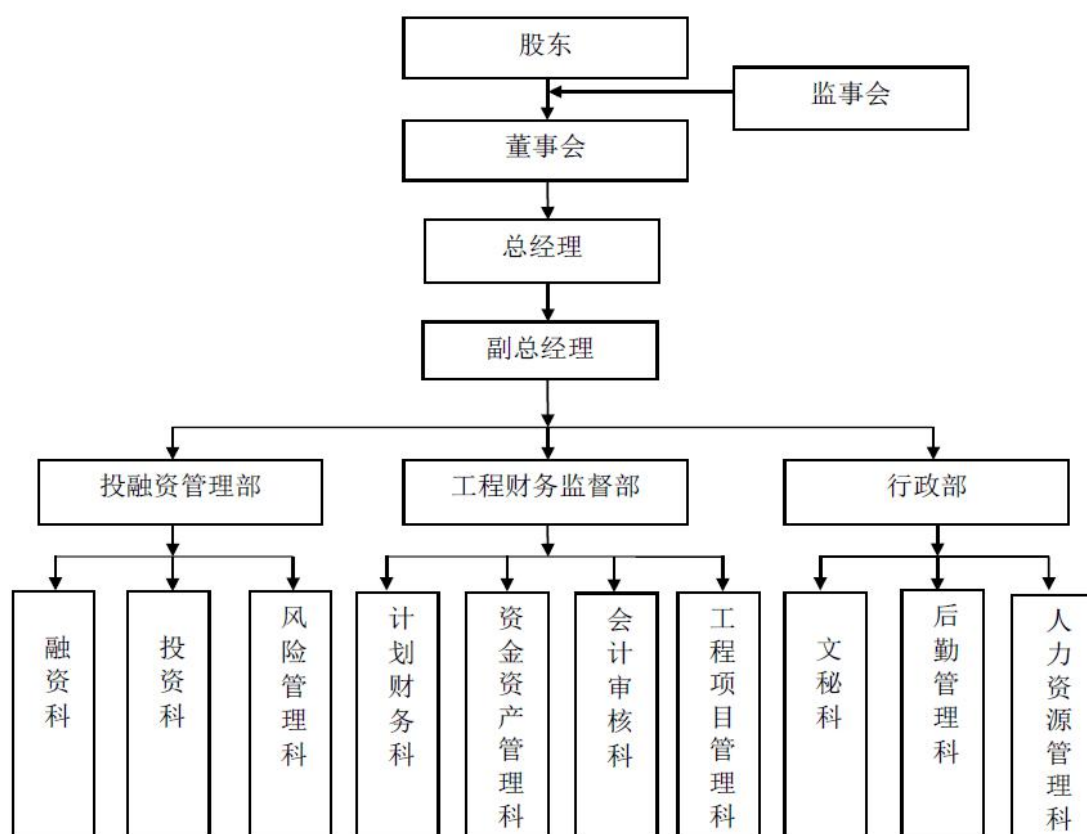
基于对公司主体长期信用状况和本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2020 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2020 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 2 公司合并范围子公司情况（截至 2020 年 3 月底）

子公司名称	主要经营地	注册地	注册资本 (万元)	业务性质	持股比例 (%)		表决权比例 (%)	取得方式
					直接	间接		
萍乡市汇翔建设发展有限公司	萍乡市	萍乡市	24,141.00	城市开发建设	49.71	40.97	100.00	投资设立
萍乡市汇怡建设发展有限公司	萍乡市	萍乡市	1,000.00	城市开发建设	--	100.00	100.00	投资设立
萍乡市建宇置业有限公司	萍乡市	萍乡市	50,000.00	房地产开发	--	98.00	98.00	投资设立
萍乡市海新建筑有限公司	萍乡市	萍乡市	12,502.30	城市开发建设	100.00	--	100.00	投资设立
萍乡市汇辉建筑有限公司	萍乡市	萍乡市	18,008.20	城市开发建设	90.00	--	90.00	投资设立
江西振兴发展汇翔一号投资中心(有限合伙)	萍乡市	萍乡市	300,001.00	投资	25.00	--	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 3-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	330.71	360.44	377.48	394.59
所有者权益（亿元）	190.24	210.27	212.63	212.56
短期债务（亿元）	10.46	15.51	22.24	19.52
长期债务（亿元）	111.86	117.99	126.66	143.53
全部债务（亿元）	122.32	133.50	148.91	163.05
营业收入（亿元）	3.73	7.63	22.36	0.01
净利润（亿元）	4.08	4.17	4.67	-0.07
EBITDA（亿元）	5.35	5.45	6.11	--
经营性净现金流（亿元）	-23.14	-34.45	-40.12	-11.46
应收账款周转次数（次）	*	83,912.29	245,735.52	--
存货周转次数（次）	0.02	0.03	0.09	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.02	0.06	--
现金收入比率（%）	133.75	114.87	71.82	0.00
总资本收益率（%）	1.47	1.27	1.33	--
净资产收益率（%）	2.23	2.08	2.21	--
营业利润率（%）	44.70	44.35	20.38	47.18
费用收入比（%）	2.66	1.14	0.77	--
资产负债率（%）	42.48	41.66	43.67	46.13
全部债务资本化比率（%）	39.13	38.83	41.19	43.41
长期债务资本化比率（%）	37.03	35.94	37.33	40.31
EBITDA 利息倍数（倍）	*	*	*	*
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.04	0.04	--
流动比率（倍）	10.86	10.75	8.92	9.27
速动比率（倍）	7.61	4.66	3.49	3.61
现金短期债务比（倍）	4.08	2.20	0.68	0.91
经营现金流流动负债比率（%）	-80.88	-107.06	-105.06	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.45	0.45	0.51	--

注：1. 报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；涉及货币内容除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2017 年财务报表采用《企业会计制度》编制；3. 2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数，2020 年 1 季度财务数据未经审计；4. 本报告将公司将长期应付款的有息部分纳入长期债务核算；5. 标示*号的数据因分母为零，数据无意义

附件 3-2 公司主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	300.58	304.64	311.92	319.61
所有者权益（亿元）	189.92	192.43	192.52	192.52
短期债务（亿元）	7.06	7.80	14.00	12.08
长期债务（亿元）	54.76	58.37	62.67	72.70
全部债务（亿元）	61.82	66.17	76.67	84.78
营业收入（亿元）	0.11	3.48	13.63	0.01
净利润（亿元）	4.08	1.84	2.41	0.00
EBITDA（亿元）	4.81	2.42	3.16	--
经营性净现金流（亿元）	-2.21	-19.98	-26.57	-7.16
应收账款周转次数（次）	/	/	/	--
存货周转次数（次）	/	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.04	--
现金收入比率（%）	911.88	119.50	94.40	--
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	2.23	0.96	1.25	--
营业利润率（%）	92.70	37.21	17.93	40.13
费用收入比（%）	66.60	2.47	1.10	512.92
资产负债率（%）	36.82	36.83	38.28	39.76
全部债务资本化比率（%）	24.56	25.59	28.48	30.57
长期债务资本化比率（%）	22.38	23.27	24.56	27.41
EBITDA 利息倍数（倍）	*	*	*	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.04	0.04	--
流动比率（倍）	3.95	4.56	4.07	4.38
速动比率（倍）	2.76	2.30	1.94	2.00
现金短期债务比（倍）	3.93	3.06	0.90	1.12
经营现金流动负债比率（%）	-3.95	-37.10	-46.84	--

注：1. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数，2020 年 1 季度财务数据未经审计；3. 本报告将长期应付款有息部分纳入长期债务核算；4. “*”表示由于分母为零等原因导致计算结果无意义；5. 部分财务数据及指标因过小而无法显示

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+研发费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。