



2019年第一期上栗县投资公司企业债券 2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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
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： 



2019年第一期上栗县投资公司企业债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-10	2020-06-18

评级观点

- 中证鹏元对上栗县投资有公司（以下简称“上栗投资”或“公司”）及其 2019 年 01 月发行的企业债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：2020 年上栗县区域经济保持增长，固定资产投资增速保持较快发展，公司业务持续性较好，且公司持续获得较大力度的外部支持；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，有息债务规模持续增加，面临较大偿债压力以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且仍将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

债券简称：19 上栗 01/19 上栗债 01

债券剩余规模：3.0 亿元

债券到期日期：2026-01-22

偿还方式：按年付息，第三年度至第七年度等额偿还 20% 本金

联系方式

项目负责人：党雨曦
dangyx@cspengyuan.com

项目组成员：朱磊
zhul@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	165.70	155.88	142.00	130.09
所有者权益	83.67	83.47	78.02	72.88
总债务	66.96	60.62	56.74	50.19
资产负债率	49.51%	46.45%	45.05%	43.98%
现金短期债务比	1.05	0.44	2.35	2.40
营业收入	0.31	6.10	5.50	5.66
其他收益	0.00	1.60	1.21	1.26
利润总额	0.20	2.49	2.35	2.23
销售毛利率	70.95%	12.72%	16.95%	16.48%
EBITDA	--	2.49	2.35	2.23
EBITDA 利息保障倍数	--	--	--	--
经营活动现金流净额	-3.35	-11.86	-8.72	-12.67
收现比	8.85	0.57	1.25	1.68

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：资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，2020 年审计报告，未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理。

优势

- **2020 年上栗县区域经济保持增长，固定资产增速保持较快增长。**近些年上栗县工业结构逐步由传统的鞭炮烟花制造向以花炮、矿山机械制造、汽车零配件、新材料、建材等为支柱的新型产业格局，2020 年上栗县区域经济保持增长，且固定资产投资增速保持较快增长趋势，一定程度上推动当地区域经济的发展。
- **公司业务持续性较好。**公司主要负责上栗县土地一级开发与基础设施代建业务，截至 2021 年 3 月末，公司可供整理出让的土地规模达到 3,178 亩。同期末，存货中尚未结算的代建施工成本 44.90 亿元，待未来土地移交以及基础设施项目完工后，能为公司业务收入提供可持续的保障。
- **公司获得较大力度的外部支持。**公司股东和当地政府在资本金注入和财政补贴等方面给予公司较大力度支持。2019-2020 年，公司资本公积共增加 6.96 亿元，公司资本实力不断提升。财政补贴方面，同期上栗县人民政府共给予公司 2.81 亿元补贴款较大程度提升了公司的利润水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至 2021 年 3 月末，公司资产以应收款项和存货为主，合计占总资产的 93.74%，应收款项对营运资金占用较大，存货受委托方资金安排影响较大且及时变现能力较弱。2021 年 3 月末公司受限资产占总资产的 18.60%，公司整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金支出压力。**截至 2021 年 3 月末，公司主要在建和拟建项目尚需投资 31.28 亿元，且公司土地开发尚需投入金额。考虑到公司营业利润对补贴依赖度较高，自身盈利能力较弱，未来仍面临较大的资金支出压力。
- **公司面临较大的债务偿还压力。**2021 年 3 月末，公司有息债务占总负债的比重为 81.63%，且考虑到公司自身盈利能力较弱，项目建设运营对外部筹资依赖性较强，公司仍面临较大的资金偿还压力。
- **公司面临一定的或有负债风险。**2021 年 3 月末，公司对外担保金额为 24.83 亿元，占同期末净资产比重为 29.68%。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。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年1月发行7年期3亿元的企业债券，募集资金计划用于上栗县保障房建设项目。截至2021年3月21日，债券募集资金专项账户余额为3,489.37万元。截至2021年3月31日和2021年2月31日，两个上栗县投资公司保障性安居工程项目指挥部账户¹余额分别为1,975.67万元和206.07万元。²

三、发行主体概况

截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本仍10,000.00万元，未发生变化；截至2021年3月末，公司控股股东仍为上栗县财政局，实际控制人仍为上栗县人民政府，未发生变化。2020年度，公司经营业务范围未发生变更，合并范围新增一家子公司萍乡市嘉达环保工程有限公司一家（以下简称“嘉达环保”），公司持有嘉达环保80.00%股权。嘉达环保成立于2020年7月，注册资本1,000.00万元，暂未实缴资本，主营业务为房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020 年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产

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。

²因“18 上栗债 01”和“19 上栗债 01”在一个监管账户，无法区分具体账户余额，募集资金使用状况均为“18 上栗债 01”和“19 上栗债 01”总计情况。



投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提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，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据

等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

2020年上栗县区域经济保持增长，固定资产投资增速较高，区域经济发展水平一般

2020年上栗县区域经济保持增长，受疫情影响2020年上栗县经济增速逐渐放缓，整体区域经济发展水平一般。第二产业为主要经济拉动增长点，三次产业结构比由2019年的10.1：51.4：38.5调整为2020年的11.1：49.9：39.0。上栗县人均GDP水平较低。工业经济方面，2020年上栗县规模以上工业增加值增速波动明显，受疫情影响，2020年增速降至4.80%。上栗县传统支柱产业为鞭炮烟花制造，基本形成以花炮、矿山机械制造、汽车零配件、新材料、建材等为支柱的新型产业格局。2020年上栗县固定资产投资增速依旧高于同期地区生产总值增速，对当地经济发展起到推动作用。同年受疫情影响社会消费品零售总额下降明显。2020年上栗县存贷款余额保持增长，增速虽有所波动，但整体存贷款增速保持相对较高的水平，对当地经济发展形成良好的促进作用。

表1 2019-2020 年上栗县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	168.52	3.6%	163.38	7.2%
第一产业增加值	18.73	2.4%	16.54	4.5%
第二产业增加值	84.09	4.0%	83.90	7.5%
第三产业增加值	65.70	3.6%	62.94	7.8%
规模以上工业增加值	-	4.8%	-	9.4%
固定资产投资	127.66	8.4%	117.82	10.2%
社会消费品零售总额	37.68	-	81.81	10.7%
存款余额	169.41	4.94%	161.44	6.15%
贷款余额	204.88	17.27%	174.71	18.73%
人均 GDP（元）	37,225.54		36,090.13	
人均 GDP/全国人均 GDP	51.38%		50.91%	

注：2019 年以及 2020 年人均 GDP 是按照当年 GDP 与 2017 年常住人口测算

资料来源：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》，2020 年数据来自于上栗县统计局提供的《全县 2020 年主要经济指标完成情况》，中证鹏元整理

2020年上栗县实现公共财政收入26.59亿元，同比增长5.4%，其中税收收入21.55亿元，同比增长4%，一般公共预算财政收入为15.88亿元，同比增长2.4%。

五、经营与竞争

公司作为上栗县重要的基础设施投资建设主体，跟踪期仍主要从事土地一级开发、城市基础设施建设等业务。2020年公司代建项目收入有所增长，受移交土地面积和地块单价差异较大影响，当年公司土地一级开发收入下降明显。由于公司代建项目统一于年底进行结算，2021年1-3月公司暂未产生代建项目收入。主营毛利率方面，由于土地一级开发的土地出让金净收益和政府分成比例较高，公司土地一级开发业务毛利率较高；基础设施建设业务毛利率根据所代建项目来确定，毛利率相对较低。2020年由于低毛利率的代建项目收入占比增高，当年主营业务销售毛利率降至12.49%。

表2 公司主要业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地一级开发	3,128.83	73.83%	9,309.49	62.01%	14,148.98	55.19%
代建项目	0.00	0.00	51,498.22	3.54%	40,754.25	3.54%
合计	3,128.83	73.83%	60,807.71	12.49%	54,903.23	16.85%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地一级开发业务持续性较好，但受地块性质和出让计划等因素影响，收入存在一定的波动

公司作为上栗县主要的土地开发单位，承担着上栗县内土地一级开发的职能。公司按所开发的地块项目与上栗县土地收购储备中心（以下简称“土储中心”）及上栗县财政局签订《土地一级开发合作合同》，三方共同开发上栗县一级土地，公司自筹资金进行征地拆迁、土地平整、修建道路、建设路网、排水系统、公共绿化、水、电、通信的管沟等土建工程，工程完工后向土储中心提出书面竣工验收申请，土储中心安排验收工作。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。

2020年公司出让的土地性质以工业用地及商业城镇住宅、商服用地居多，受政府土地出让计划安排影响，土地一级开发业务收入波动性较大，由于出让地块位置不同导致公司土地平均出让单价波动较大。截至2021年3月末，公司待开发土地规模达到3,178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，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。

表3 2019-2020年公司出让土地情况

项目	2020年	2019年
出让面积（亩）	142,741.5	307.91
土地出让金（万元）	12,736.00	17,446.60
平均出让单价（万元/亩）	89.22	56.66

确认收入（万元）	9,309.49	14,148.98
----------	----------	-----------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司基础设施建设业务可持续性较好，但目前在建、拟建项目投资规模较大，存在较大的资金压力

跟踪期内，公司委托代建业务模式未发生变化，仍为：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，具体代建项目由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。待建设项目竣工后，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。2019-2020年公司收入明细如下表所示，主要收入来源为城建项目、杨宣公路建设项目和产业基地建设项目等。

表4 2019-2020 年工程代建业务收入明细（单位：万元）

年份	项目名称	项目成本	项目收入
2020 年	杨岐山风景区建设项目	1,762.12	1,826.79
	城建项目	9,371.18	9,715.07
	产业基地建设项目	8,291.85	8,596.13
	千亩地块建设项目	7,310.78	7,579.07
	集镇建设用地项目	5,648.82	5,856.12
	环境整治项目	5,596.59	5,801.97
	秀美乡村综合建设项目	3,262.06	3,381.77
	胜利南路建设项目	2,383.86	2,471.34
	乡村公路建设项目	2,137.94	2,216.40
	中材桃源矿山基地项目	904.83	938.04
	上栗中学胜利校区	719.67	746.08
	其他	2,285.57	2,369.44
	合计	49,675.27	51,498.22
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
	合计	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，目前公司主要的在建基础设施项目如下表所示。截至2021年3月末，公司主要的在建项目和拟建项目总投资为69.88

亿元，已投入资金40.16亿元，未来随着工程项目的完工结算，能够为公司收入提供较好保障，代建业务持续性较好，但同时需关注，公司主要在建、拟建项目尚需投入31.28亿元，面临较大的资金支出压力。

表5 截至 2021 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	已投资金额
产业基地建设项目	50,000.00	65679.85
高铁片区路网	35,000.00	24904.29
市中环北路项目（上栗路段）	28,000.00	21759.16
赣湘合作示范区建设项目	20,000.00	18677.19
平安路建设项目	15,000.00	13447.21
栗江公园项目	13,000.00	9897.84
上栗县旅游基础设施提升项目	39,508.50	9508.50
平安中路建设项目	15,000.00	12251.53
上栗县水利基础设施提升项目	38,365.08	8365.08
上栗县医疗卫生提升项目	26,757.37	6757.37
2017 年棚户区改造项目	88,995.7	57091.93
上栗县保障性安居工程	170,458.84	120652.78
上栗县 2019 年棚户区改造项目（一、二期）	41,548.92	32623.00
合计	581,634.41	401,615.73

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 截至 2021 年 3 月末公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目拟投资	建设周期（月）
上栗县美丽乡村污水处理（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

股东和地方政府在资本金注入与财政补贴等方面给与公司较大支持

公司作为上栗县重要的基础设施建设和土地整理主体，得到股东和地方政府在资本金注入、财政补贴等方面的支持。2020 年，公司资本公积共增加 3.57 亿元，公司资本实力大幅提升。资本公积变动情况如下表所示。财政补贴方面，2020 年上栗县人民政府共给予公司政府补助 1.60 亿元，提升了公司的利润水平。

表7 2020 年公司新增资本公积变动情况（单位：亿元）

变动类型	相关文件	补贴内容	对公司资本公积影响
划拨资本金	栗府办抄字【2020】57 号抄告单	上栗县财政局无偿划拨资本金	+1.75
	栗府办抄字【2020】265 号抄告单		+1.60

无偿划拨土地	-	收到上栗县人民政府无偿划拨的赣 2018 上栗县不动产权第 0003776 号土地	+0.22
--------	---	---	-------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、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和2020年审计报告，未经审计的2021年1-3月财务报表，报告采用新会计准则进行编制，2020年公司合并范围新增嘉达环保公司一家，无子公司减少情况。

资产结构与质量

公司资产以应收款项和存货为主，对营运资金形成较大占用，且部分资产已受限，资产流动性较弱

受益于公司经营积累和政府较大力度的支持，2020年公司总资产持续增长。公司资产以流动资产为主，占总资产比重在99%以上。

2021年3月末公司货币资金因票据保证金而受限的资产为5,800.00万元。公司应收账款均为应收上栗县财政局的工程款和土地开发款，受工程回款进度和土地移交进度安排，2020年账面价值波动较大。公司其他应收款主要为公司与当地政府和当地国有企业的往来款，其中应收上栗县财政局13.35亿元，考虑到应收款项对象性质，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。2021年3月末，公司其他应收款中经营性其他应收款为10.54亿元，非经营性其他应收款为14.58亿元。存货是公司最重要的资产，主要包括土地开发成本和未结算的代建施工成本，其中土地开发成本主要为土地使用权，2021年3月末土地使用权账面价值合计达到80.76亿元，土地性质主要为商住用地，已抵押的土地账面价值达到30.00亿元，占存货中土地使用权账面价值比重为37.15%；代建施工成本主要为公司代建业务形成，2021年3月末规模达到44.90亿元，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，即时变现能力不强。总体来看，公司资产以应收款项和存货为主，且及时变现能力较弱，对营运资金占用较大。此外，2021年3月末公司受限资产占总资产的18.60%，公司整体资产流动性较弱。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.60	5.19%	6.25	4.01%	14.00	9.86%

应收账款	4.11	2.48%	4.22	2.71%	0.49	0.34%
其他应收款	25.12	15.16%	22.85	14.66%	19.11	13.46%
存货	126.11	76.10%	120.99	77.62%	106.90	75.28%
流动资产合计	164.54	99.30%	154.72	99.26%	140.88	99.21%
非流动资产合计	1.16	0.70%	1.16	0.74%	1.13	0.79%
资产总计	165.70	100.00%	155.88	100.00%	142.00	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2020年公司主营业务盈利能力较弱，利润总额对政府补贴的依赖度较高

受委托代建项目建设进度、土地出让规划安排和委托方资金使用安排影响，2020年公司营业收入小幅增加，但2020年公司销售商品提供劳务收到的现金大幅减少导致当年收现比降至0.57，收入所形成的经营性回款不足。由于2020年毛利率较低的委托代建项目收入占比有所提升，当年销售毛利率有所下滑。利润总额构成方面，其他收益占利润总额的比重在66.67%，公司主营业务自身盈利能力较弱，对政府补贴的依赖度较高。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

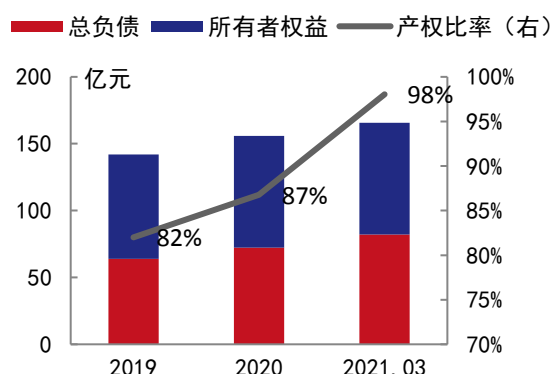
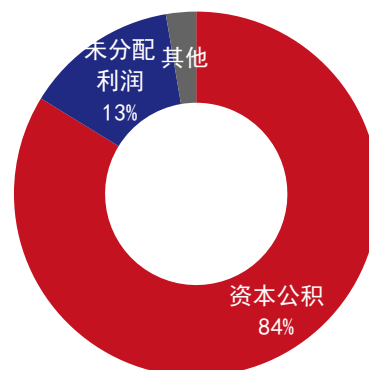
指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
营业收入	0.31	6.10	5.50
收现比	8.85	0.57	1.25
营业利润	0.20	2.38	2.36
其他收益	0.00	1.60	1.21
利润总额	0.20	2.49	2.35
销售毛利率	70.95%	12.72%	16.95%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司有息债务规模增长较快，债务偿付压力加大

得益于公司持续经营积累与股东及地方政府的支持，2020年公司所有者权益有所增加。但由于公司自身盈利能力较弱且经营活动现金流表现较弱，对外筹资依赖程度较强，2020公司负债总额亦持续增长，综合影响下，产业比率持续上升，净资产对负债的保障程度持续减弱。所有者权益构成上，受益于政府资产注入等影响，2021年3月末资本公积占所有者权益比重达到84%。

图 1 公司资本结构

图 2 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

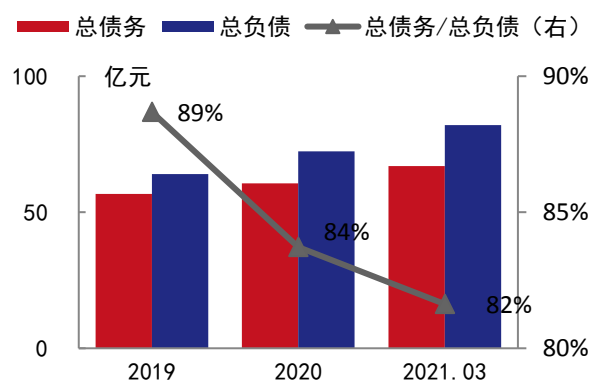
公司负债结构以长期负债为主，其他应付款主要为往来款和应付利息。2021年3月末，公司一年内到期的非流动负债占总负债比重下降明显，且短期有息债务规模同比有所下降，公司短期偿债压力较2020年末有所减少。长期借款以抵押借款居多，抵押物为土地和房屋建筑物。应付债券为“18上栗债01”和“19上栗债01”，发行票面利率分别为7.50%和7.80%，分别于2025年5月30日以及2026年1月21日到期。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

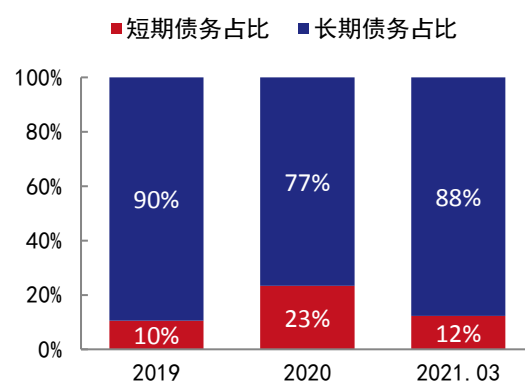
项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.00	1.22%	2.00	2.76%	0.00	0.00%
其他应付款	13.87	16.90%	9.49	13.10%	6.76	10.57%
一年期到期的非流动负债	5.94	7.25%	11.55	15.95%	5.94	9.28%
流动负债合计	23.24	28.33%	25.92	35.80%	13.18	20.61%
长期借款	46.20	56.31%	33.89	46.80%	35.79	55.95%
应付债券	12.60	15.36%	12.60	17.40%	15.00	23.45%
非流动负债合计	58.80	71.67%	46.49	64.20%	50.79	79.39%
负债合计	82.03	100.00%	72.41	100.00%	63.98	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司有息债务主要以长期有息债务为主，2020年末总债务占总负债的比重为84%，公司有息债务占总负债的比重较高，且公司自身盈利能力较弱，对政府补贴依赖性较强，经营活动现金流表现一般，项目回款受委托方资金安排影响较大，中长期债务偿付压力不断加大。

图3 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020年以及2021年3月末公司资产负债率在45%左右，负债经营水平表现尚可，但2020年现金类资产对短期有息债务的保障程度下滑明显。考虑到公司目前剩余银行授信额度较小，且公司受限资产占比比较高，公司再融资弹性一般。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	49.51%	46.45%	45.05%
现金短期债务比	1.05	0.44	2.35

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月12日），公司不存在未结清不良类信贷记录，存在三笔关注类贷款，其中两笔主要系中国农业银行股份有限公司上栗县分行的银行系统原因所致，中国工商银行股份有限公司上栗支行3.30亿元的关注贷款均为正常还本付息、无欠息垫款情况，公司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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

2021年3月末，公司对外担保金额为24.83亿元，占同期末净资产比重为29.68%，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12 截至 2021 年 3 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
萍乡市杨岐山旅游发展有限公司	500.00	2021/4/21	否
	7,900.00	2024/2/1	
	7,900.00	2024/1/31	
	6,500.00	2024/2/5	
萍乡市城市建设投资集团有限公司	56,000.00	2039/12/27	
上栗县乡村振兴综合开发有限公司	50,000.00	2038/9/16	
	80,000.00	2027/12/27	
上栗县城市建设投资有限公司	21,500.00	2032/6/30	
	18,000.00	2025/10/20	
合计	248,300.00	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、结论

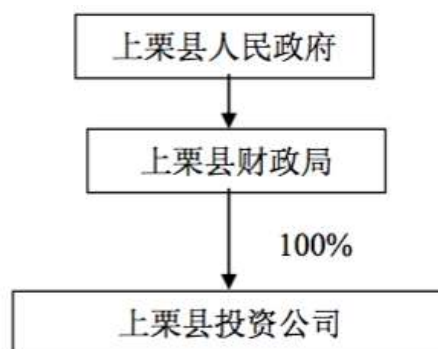
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	8.60	6.25	14.00	16.13
其他应收款	25.12	22.85	19.11	19.05
存货	25.12	120.99	106.90	89.76
流动资产合计	126.11	154.72	140.88	129.07
非流动资产合计	164.54	1.16	1.13	1.02
资产总计	1.16	155.88	142.00	130.09
短期借款	165.70	2.00	0.00	0.00
其他应付款	1.00	9.49	6.76	5.72
一年内到期的非流动负债	13.87	11.55	5.94	6.72
流动负债合计	12.97	25.92	13.18	13.74
长期借款	5.94	33.89	35.79	31.47
应付债券	23.24	12.60	15.00	12.00
长期应付款	46.20	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	12.60	46.49	50.79	43.47
负债合计	0.00	72.41	63.98	57.21
总负债	58.80	60.62	56.74	50.19
总债务	82.03	83.47	78.02	72.88
所有者权益	66.96	6.10	5.50	5.66
营业收入	83.67	2.38	2.36	2.20
营业利润	0.31	1.60	1.21	1.26
其他收益	0.20	2.49	2.35	2.23
利润总额	0.00	-11.86	-8.72	-12.67
经营活动产生的现金流量净额	0.20	0.06	0.06	0.08
经营活动产生的现金流量净额	0.20	0.06	0.06	0.08
投资活动产生的现金流量净额	-3.35	3.47	6.52	14.83
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	70.95%	12.72%	16.95%	16.48%
收现比	8.85	0.57	1.25	1.68
资产负债率	49.51%	46.45%	45.05%	43.98%
现金短期债务比	1.05	0.44	2.35	2.40
EBITDA（亿元）	--	2.49	2.35	2.23
销售毛利率	70.95%	12.72%	16.95%	16.48%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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。