



# 2020年万载县国有资产营运公司公司债券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： 



## 2020年万载县国有资产营运公司公司债券 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	2021-06-28	2020-06-22

### 评级观点

- 中证鹏元对万载县国有资产营运有限公司<sup>1</sup>（以下简称“万载国资”或“公司”）及其2020年3月发行的公司债券（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：公司外部环境较好，继续为其发展提供了良好的基础，公司基础设施建设和房地产开发业务可持续性较好，获得较大的外部支持，宜春发展投资集团有限公司（以下简称“宜春发投”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司整体资产流动性较弱，资金压力大，债务压力加大且存在一定或有负债风险等风险因素。

### 债券概况

**债券简称：**20 万国资债/20 万国债

**债券剩余规模：**10 亿元

**债券到期日期：**2027-03-26

**偿还方式：**每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 年末每年按照债券发行总额 20% 的比例等额偿还债券本金

**增信方式：**保证担保

**担保主体：**宜春发展投资集团有限公司

### 未来展望

- 预计公司基础设施建设业务持续性较好，且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。

### 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	218.70	174.65	147.55
所有者权益	106.71	98.09	79.91
总债务	79.09	46.28	42.76
资产负债率	51.21%	43.83%	45.84%
现金短期债务比	4.21	3.22	18.94
营业收入	6.26	6.25	6.28
其他收益	0.94	1.32	1.30
利润总额	2.31	2.39	2.33
销售毛利率	24.05%	22.92%	22.41%
EBITDA	2.99	2.77	2.69
EBITDA 利息保障倍数	1.21	1.07	1.24
经营活动现金流净额	-13.39	-18.70	-38.85
收现比	63.70%	55.13%	49.59%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 联系方式

**项目负责人：**邹火雄  
zouhx@cspengyuan.com

**项目组成员：**游云星  
youyx@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

<sup>1</sup> 万载县国有资产营运有限公司原名为万载县国有资产营运公司，已于 2021 年 3 月变更为现名。



## 优势

- **外部环境仍较好，为公司发展提供了良好的基础。**2020 年万载县经济保持增长，新能源新材料和电子信息产业发展较快，带动地区经济实力进一步增强。
- **公司基础设施建设和房地产开发业务可持续性较好。**公司系万载县城市基础设施投资建设和国有资产运营的投融资主体，截至 2020 年末，公司已同政府单位签订协议的主要在建项目投资金额较大，当期新增两个房地产项目预售许可。
- **公司获得外部支持力度大。**2020 年万载县财政局向公司注入资本金及划拨财政补贴金额较大，有利于提升公司的资本实力和利润水平。
- **宜春发投提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，宜春发投主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

## 关注

- **公司整体资产流动性较弱。**2020 年末公司待开发土地、工程项目和应收款项占总资产的比重较大，其中待开发土地存在抵押情形，部分未缴纳土地出让金，工程项目变现能力差，应收款项对公司资金形成较大占用。
- **公司资金压力大。**公司基础设施建设业务回款情况仍较差，经营活动现金表现为净流出，且 2020 年末公司主要在建及拟建项目尚需投资金额较大。
- **公司总债务规模大幅增长，债务压力加大。**随着债券发行、银行借款等筹集较多资金，2020 年末公司总债务规模大幅增长，仍以长期债务为主。
- **公司存在一定或有负债风险。**2020 年末公司对外担保金额较大，担保对象均为国有企业，担保期限较长且均未采取反担保措施。

## 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	<a href="#">cspy_ffmx_2019V1.0</a>
外部特殊支持评价方法	<a href="#">cspy_ff_2019V1.0</a>

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2020年3月发行7年期10亿元公司债券，募集资金拟全部用于万载县江工安置小区项目。截至2021年4月末，本期债券募集资金专项账户余额为4.55亿元。

## 三、发行主体概况

2020年公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。2021年3月经公司股东决定，公司名称由万载县国有资产营运公司变更为现名。截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为11,520.00万元，万载县国有资产监督管理委员会（以下简称“万载国资办”）为公司唯一股东和实际控制人。

2021年3月，根据政府任命文件，任命袁春荣为公司副董事长，龙思政为公司董事，卢国民为公司董事及总经理，公司于2021年3月已完成工商变更。

2020年公司新增纳入合并范围子公司1家，不再纳入合并范围子公司共8家。截至2020年末，纳入公司合并范围内子公司共17家，具体如附录四所示。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

### 1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
江西城投弘睿物业服务有限公司	200	100%	物业服务	新设

### 2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	不再纳入的原因
万载县锦融融资担保有限公司	20,000	100%	担保	无偿划转
万载县金融控股有限公司	20,000	100%	投资	无偿划转
万载县中小企业信用担保有限责任公司	10,000	100%	担保	无偿划转
万载县万锋投资有限公司	10,000	100%	基础设施投资和建设	无偿划转
万载县出口创汇融资担保有限公司	1,000	100%	担保	注销
万载县万腾建筑工程有限公司	1,000	100%	建筑工程施工	无偿划转
万载金控供应链管理有限公司	1,000	100%	供应链管理	无偿划转
万载县万程余土清运有限公司	500	60%	基础设施投资和建设	无偿划转

资料来源：公司提供，中证鹏元整理





## 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。

## 区域经济环境

### 万载县经济保持增长，新能源新材料和电子信息产业发展较快

万载县隶属于江西省宜春市，2020 年万载县实现地区生产总值 209.01 亿元，同比增长 3.3%，整体经济实力有所增强，三次产业结构比由 2019 年的 9.50：47.35：43.15 调整为 10.15：45.50：44.35。2020 年万载县人均 GDP 为 42,318 元，是全国人均 GDP 的 58.41%。

2020 年万载县规模以上工业增加值同比增长 3.8%，全年新能源新材料、电子信息、有机（富硒）食品、烟花鞭炮四大重点产业工业增加值分别增长 24.31%、12.74%、0.3% 和 3.89%。2020 年万载县投资消费出口均保持增长，全年 500 万元以上固定资产投资完成投资同比增长 7.2%，其中房地产开发投资 15.5 亿元，商品房销售面积 32.01 万平方米，同比增长 22.1%。2020 年社会消费品零售总额为 65.5 亿元，同比增长 2.5%；外贸出口总额达 2.50 亿元，同比增长 13.43%。此外，2020 年末万载县金融机构存贷款余额均稳定增长，为地区经济发展提供良好金融环境。

**表2 万载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）	209.01	3.3%	203.27	7.8%
第一产业增加值	21.2	2.3%	19.3	3.2%



第二产业增加值	95.1	3.1%	96.2	8.1%
第三产业增加值	92.7	3.9%	87.7	8.5%
规模以上工业增加值	--	3.8%	--	8.5%
500 万元以上固定资产投资	--	7.2%	--	9.4%
社会消费品零售总额	65.5	2.5%	47.01	11.8%
外贸出口总额（亿美元）	2.50	13.43%	2.20	3.3%
存款余额	283.2	--	234.5	--
贷款余额	217.8	--	185.4	--
人均 GDP（元）		42,318		41,196
人均 GDP/全国人均 GDP		58.41%		58.11%

注：2020 年人均 GDP=2020 年 GDP/2019 年常住人口（49.39 万人）

资料来源：万载县 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020 年万载县实现一般公共预算收入 16.31 亿元，同比下降 1.6%，其中税收收入占一般公共预算收入的比重为 71.1%；实现政府性基金收入 36.18 亿元，上级补助收入 2.15 亿元；同期一般公共预算支出为 48.78 亿元，同比增长 2.1%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 33.43%。

## 五、经营与竞争

公司作为万载县城市基础设施投资建设和国有资产运营的投融资主体，同时也承担保障性住房投融资任务，主要业务包括基础设施建设、房地产开发、租赁和园区管理业务。2020 年公司营业收入同比略有提升，主要来源于基础设施建设业务，因项目加成比例不变，该业务毛利率较上年稳定，对盈利贡献较大。因交付的房地产项目售价上涨，2020 年房地产开发业务盈利能力有所提升，对利润贡献加大。此外，2020 年公司租赁业务和园区管理业务收入同比均有所增长，其他业务主要来源于土地出售，对公司收入和利润有一定补充，担保业务已随子公司划出。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设业务	41,988.81	16.26%	46,963.28	16.26%
房地产开发业务	9,194.79	38.03%	8,559.44	24.15%
租赁业务	4,437.12	46.87%	2,934.87	44.19%
园区管理业务	2,446.60	100.00%	2,330.10	100.00%
其他业务	4,500.48	4.43%	1,686.04	58.76%
合计	62,567.80	24.05%	62,473.72	22.92%

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，但项目资金压力大

基础设施建设业务主要由公司本部、子公司万载县鑫荣投资有限公司（以下简称“万载鑫荣”）、





万载县惠民有机农业综合开发有限公司（以下简称“万载惠民”）、万载县创业投资有限公司（以下简称“万载创业”）、万载县城乡建设发展投资有限公司（以下简称“万载城乡”）负责。万载县人民政府授权公司本部及子公司投资建设万载县基础设施工程项目，工程项目完工审计决算后，万载县政府与之结算，付款期限不超过5年。棚户区改造项目采用政府购买形式，2020年尚未实现收益。

表4 2020年末公司主要在建项目签订协议情况

签订年份	项目	建设单位	委托方	收益	支付条款	依据文件
2009	万载县基础设施施工项目	万载鑫荣	万载县人民政府	实际成本的20.00%	决算后，付款期限不超过5年	《工程项目建设框架协议书》
2010	万载县基础设施施工项目	万载创业	万载县人民政府			《工程项目建设框架协议书》
2014	万载县基础设施施工项目	万载惠民	万载县人民政府			《工程项目建设框架协议书》
--	万载县2018年棚户区改造项目（务前片区、益莲片区北、迎宾大道南城中村、迎宾大道北城中村）	公司本部	万载县房地产管理局	协议总价与计划总投资差额6.01亿元	验收后逐年支付	《政府购买服务协议》
--	梦想花苑	万载县城达建设投资有限公司	--	无收益	建设资金源于补助资金	--
2019	万载县基础设施施工项目	万载创业	万载县人民政府	实际成本的20.00%	决算后，付款期限不超过5年	《工程项目建设协议书》

注：“--”代表公司未提供或不适用；万载县2018年棚户区改造项目（务前片区、益莲片区北、迎宾大道南城中村、迎宾大道北城中村）项目协议总价360,633.31万元，协议期限至2042年12月31日，无各年计划支付明细；梦想花苑无购买服务协议或建设协议，梦想花苑为异地扶贫搬迁项目，计划总投资9,500.00万元，建设资金均来源于符合政策的移民搬迁等相关补助资金，无需公司自有资金或借款，后期无收益；上述框架协议合同履行有效期均为10年。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

账务处理方面，公司在每年末实际收到万载县政府出具的《工程项目工作量完成确认表》时，按照工程项目实际投入成本的120.00%确认基础设施建设收入。2020年公司基础设施建设收入为4.20亿元，同比下降10.59%，业务毛利率稳定在16.26%。

表5 公司基础设施建设业务收入情况（单位：万元）

时间	项目名称	确认收入	结算成本
2020年	万载工业园区产业孵化园标准厂房及配套设施建设项目	37,145.17	31,105.30
	工业园区零星工程	1,749.44	1,464.98
	110KV康鹅、康凯、康丰、康双线路迁改工程	1,035.83	867.41
	创业大道西延伸段工程	940.18	787.30
	工业园区象形水库北侧道路工程	520.81	436.13
	工业园区土方工程	338.66	283.59
	污水管网项目	179.55	150.35
	在线监测系统项目	79.18	66.30
	合计	41,988.81	35,161.37
2019年	万载工业园区产业孵化园标准厂房及配套设施建设项目	42,668.80	35,730.79



工业园区零星工程	1,965.97	1,646.30
工业园区土方工程	1,553.40	1,300.81
污水管网项目	590.37	494.37
在线监测系统项目	184.74	154.70
<b>合计</b>	<b>46,963.28</b>	<b>39,326.97</b>

注：上表中各数据之和与合计数存在略微的差异系“四舍五入”所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司已同政府单位签订协议的主要在建基础设施建设项目计划总投资57.27亿元，已投资36.55亿元，基础设施建设业务可持续性较好。中证鹏元也关注到，2020年末公司主要在建项目尚需投48.73亿元，项目建设资金主要由公司自筹，资金压力大；若自营项目建成后销售、租赁和运营情况不佳，可能存在实际收益不达预期的风险。

**表6 截至2020年末公司在建项目情况（单位：万元）**

项目	计划总投资	已投资	尚需投资	项目类型	是否已签订协议
万载县2018年棚户区改造项目（务前片区、益莲片区北、迎宾大道南城中村、迎宾大道北城中村）	300,527.76	274,256.35	26,271.41	政府购买	是
万载工业园区产业孵化园标准厂房及配套设施建设项目	269,200.00	89,095.38	180,104.62	代建	是
污水管网项目	1,600.00	1,139.10	460.90	代建	是
园区物业管理维修改造项目	1,400.00	1,009.80	390.20	代建	是
<b>小计</b>	<b>572,727.76</b>	<b>365,500.63</b>	<b>207,227.13</b>	--	--
万载县江工安置小区	146,702.67	72,776.70	73,925.97	自营	否
万载县标准厂房建设项目	145,880.53	58,481.11	87,399.42	自营	否
万载县绿色产业园项目	85,141.55	58,481.11	26,660.44	自营	否
幸福佳苑	63,000.00	2,722.79	60,277.21	自营	否
锦秀苑	60,318.00	28,503.37	31,814.63	自营	否
<b>小计</b>	<b>501,042.75</b>	<b>220,965.08</b>	<b>280,077.67</b>	--	--
<b>合计</b>	<b>1,073,770.51</b>	<b>586,465.71</b>	<b>487,304.80</b>	--	--

注：上表所有代建协议均为框架协议；万载县江工安置小区、幸福佳苑和锦秀苑项目均通过对外销售实现收益，万载县绿色产业园项目收益源于厂房出租出售，均为自营项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司待售房地产面积较大，房地产开发业务可持续性较好，但畅销的住宅类项目剩余规模偏小，商业类项目销售情况不佳，需持续关注其销售进度

房地产开发业务主要由公司二级子公司万载县城达建设投资有限公司负责。2020年公司新获得城北安置小区和龙山佳园两个项目预售许可，2020年末公司已获得预售许可项目共6个，计划销售总面积59.45万平方米，总套数5,758套，累计已售23.90万平方米；其中住宅类房地产销售情况良好，对收入贡献较大。得益于公司新增交付的房产项目售价上涨，2020年公司实现房地产开发收入0.92亿元，毛利率



同比增长13.88个百分点至38.03%。

表7 2020年末公司房地产开发业务情况（单位：平方米、套、万元）

项目	业态	计划销售		累计销售		剩余未售		2020年销售	
		面积	套数	面积	套数	面积	套数	面积	套数
和谐佳园一期	商业	16,555.00	286	5,781.49	68	10,773.51	218	341.36	8
	住宅（安置房）	36,156.81	288	36,156.81	288	0.00	0	0.00	0
和谐佳园二期	商业	26,186.00	266	1,964.62	35	24,221.38	231	269.29	3
	住宅（安置房）	70,084.64	573	70,084.64	573	0.00	0	246.82	2
城北农产品综合市场	商业	34,962.76	341	21,920.98	165	13,041.78	176	108.62	2
	住宅	4,215.60	48	4,184.93	47	30.67	1	0.00	0
龙湖佳园	商业	23,872.82	367	4,117.90	44	19,754.92	323	2085.63	13
	住宅（安置房）	100,145.31	774	88,949.21	761	11,196.10	13	12,025.75	159
城北安置小区	商业	28,376.62	388	0.00	0	28,376.62	388	0.00	0
	住宅（安置房）	201,753.73	1,954	3,273.52	26	198,480.21	1,928	3,273.52	26
龙山佳园	商业	6,816.27	123	0.00	0	6,816.27	123	0.00	0
	住宅（安置房）	45,328.67	350	2,619.79	21	42,708.88	329	2,619.79	21
合计	--	594,454.23	5,758	239,053.89	2,028	355,400.34	3,730	20,970.78	234

注：上表为截至2020年末公司已取得《商品房预售许可证》的房地产项目销售情况，龙湖佳园数据为13、16、18、22-45栋数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建自营房地产项目共3个（万载县江工安置小区、幸福佳苑和锦秀苑），预计总投资27.00亿元，已投资10.40亿元，房地产开发项目类型以保障房为主，主要出售对象为万载县拆迁安置户，通过住宅、商铺和车位出售实现收益。截至2020年末，本期债券募投项目万载县江工安置小区累计已投资7.28亿元，仍处于建设阶段，预计未来通过销售住宅、商铺、地下车位等可实现收入17.96亿元。2020年末公司房地产项目未售面积35.54万平方米，合计3,730套，预收购房款3.06亿元，房屋销售业务可持续性较好。但中证鹏元关注到，截至2020年末，公司商业房地产总面积中已售项目占比仅为24.70%，除城北农产品综合市场外，其他商业用房销售进度均较慢，未来销售进度或存在较大不确定性。

#### 租赁业务和园区管理业务对公司收入和利润具有一定补充

租赁业务由公司本部负责，业务收入主要源于公司持有的投资性房地产及商业房产租金，成本为折旧费用。截至2020年末，公司投资性房地产账面价值6.48亿元，大部分均已出租。2020年公司实现租赁业务收入4,437.12万元，同比增长51.19%，毛利率为46.87%，对收入和利润具有一定补充。

园区管理业务由子公司万载创业负责，根据江西万载工业园区管理委员会（以下简称“万载工业园



管委会”）于2015年1月出具的《江西万载工业园区管理委员会关于明确万载工业园区目标考核工作的通知》（万园字[2015]3号），万载工业园管委会委托万载创投协助江西万载工业园区（以下简称“万载工业园”）开展运营、工程项目管理、区设施维护，并为入驻工业园区企业提供相关专业化配套服务；在工业园区维护运营期间，第一年给予万载创投2,000万元，之后每年在2,000万元基础上递增5%，作为对万载创投的服务回报。2020年公司实现园区管理业务收入2,446.60万元，同比增长5%，毛利率保持100.00%。截至2020年末，公司应收万载工业园区管理委员会1.35亿元，园区管理费收入尚未回款。

### 公司获得外部支持力度大，有效提升了公司的资本实力和利润水平

公司作为万载县主要的城市基础设施建设和国有资产运营的投融资主体，在资本注入和财政补贴方面获得地方政府较大的支持。2020年公司获得万载县财政局注入资本金合计10.07亿元，由于子公司股权无偿划出减少资本公积3.37亿元，资本公积净增加6.70亿元。此外2020年公司获得万载县财政局拨付财政补贴0.94亿元，计入其他收益。

## 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亚太（集团）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2019年和2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司新增纳入合并范围子公司1家，不再纳入合并范围子公司共8家，详见表1。

### 资产结构与质量

公司资产以待开发土地、工程项目和应收款项为主，待开发土地存在抵押受限情形，部分未缴纳土地出让金，工程项目变现能力差，应收款项占用较多资金，公司整体资产流动性较弱

得益于公司发行债券及获得股东注入资金金额较大，2020年末货币资金同比大幅增长，其中受限货币资金为0.08亿元。公司应收账款为应收万载县财政局工程款和万载工业园管委会管理费。2020年末公司其他应收款仍主要为应收政府单位及国有企业往来款。截至2020年末，公司应收款项账面价值合计占总资产的比重较大，回款时间不确定，对公司资金形成较大占用。

存货仍为公司最重要的总资产，2020年末同比有所增长，主要包括待开发土地74.47亿元、工程施工29.82亿元及开发成本14.90亿元。其中，工程施工主要为公司在建的基础设施项目；开发成本为在建房地产项目。2020年末公司存货中待开发土地共111宗，以出让用地为主，其中账面价值2.51亿元尚未办妥产权证书；38宗土地共22.91亿元未缴纳土地出让金；账面价值25.58亿元土地已被用于抵押。此外，公司质押借款30.90亿元，主要质押物系政府购买、代建等项目收益权。公司投资性房地产主要为公司用于出租的房屋、建筑物及土地资产。



表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	39.95	18.27%	17.99	10.30%
应收账款	7.84	3.58%	7.75	4.44%
其他应收款	20.57	9.41%	21.22	12.15%
存货	128.61	58.81%	117.36	67.20%
流动资产合计	200.25	91.56%	164.32	94.09%
投资性房地产	6.48	2.97%	6.63	3.80%
非流动资产合计	18.45	8.44%	10.33	5.91%
资产总计	218.70	100.00%	174.65	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 收入质量与盈利能力

公司业务可持续性较好，但回款存在一定滞后，政府补助对利润贡献较大

公司营业收入主要来源于基础设施建设业务和房地产开发业务。2020年公司基础设施建设业务结算金额同比有所减少，得益于房地产开发和土地销售收入增加，公司实现营业收入6.26亿元，同比小幅增长。截至2020年末，公司已签订协议的主要在建基础设施项目投资金额较大，待售房地产面积较大，基础设施建设和房地产开发业务可持续性均较好。2020年公司经营活动现金持续净流出，收现比仍然较低，业务回款存在一定滞后。此外，公司2020年收到政府补助0.94亿元，对公司利润贡献较大。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020 年	2019 年
营业收入	6.26	6.25
收现比	63.70%	55.13%
营业利润	2.32	2.42
其他收益	0.94	1.32
利润总额	2.31	2.39
销售毛利率	24.05%	22.92%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

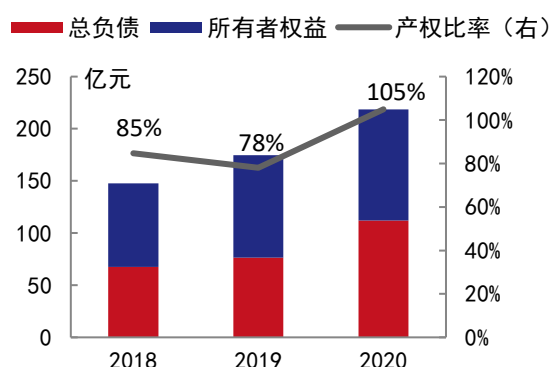
## 资本结构与偿债能力

公司总债务规模大幅增长，债务压力加大

2020年公司通过发行债券及新增借款融入较多资金，年末总负债规模大幅增长；受益于股东注入资金，2020年末所有者权益有所增长。综合影响下，2020年末公司产权比率增长27个百分点至105%，所有者权益对总负债的保障程度大幅减弱。

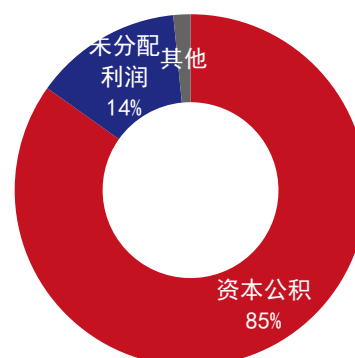


图1 公司资本结构



资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司新增短期借款2.00亿元，借款利率为4.1%。2020年末公司应付账款同比增长11.89%，主要系在建项目增多导致应付工程款规模扩大所致。公司其他应付款主要为应付国有企业往来款。

2020年末公司长期借款同比增长12.49%，占总负债的比重较高，主要为保证、质押、抵押借款，借款利率区间为4.9%-7.3%。应付债券包括本期债券和子公司万载投资发展集团有限公司于2020年11月发行的“20万投01”，规模分别为10亿元和14亿元。

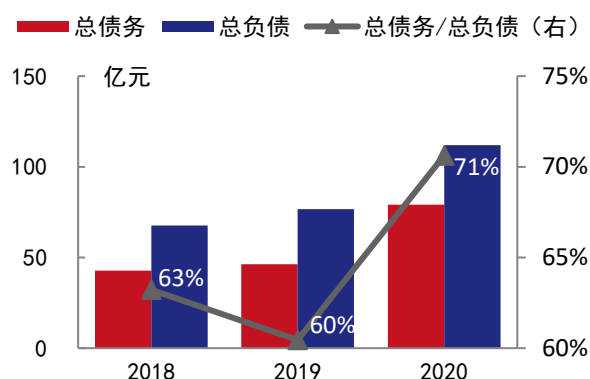
表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.00	1.79%	0.00	0.00%
应付账款	9.32	8.33%	8.33	10.89%
其他应付款	18.42	16.45%	16.73	21.85%
一年内到期的非流动负债	7.49	6.69%	5.59	7.30%
<b>流动负债合计</b>	<b>42.39</b>	<b>37.86%</b>	<b>33.20</b>	<b>43.37%</b>
长期借款	45.77	40.87%	40.69	53.15%
应付债券	23.82	21.27%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>69.60</b>	<b>62.14%</b>	<b>43.36</b>	<b>56.63%</b>
<b>负债合计</b>	<b>111.99</b>	<b>100.00%</b>	<b>76.55</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

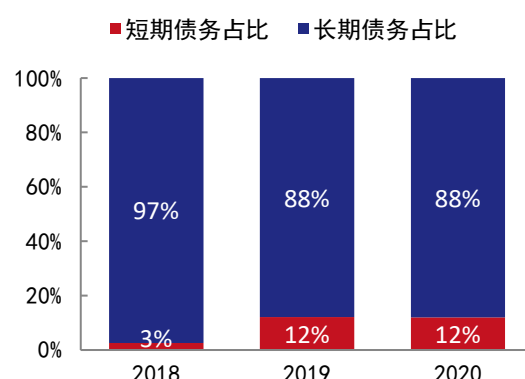
2020年末公司总债务规模同比增长70.89%，主要以长期债务为主，经营及投资活动现金流持续净流出，债务压力加大。

图3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2020年末公司资产负债率有所增长，现金短期债务比处于相对较高水平且继续提升，短期偿债能力有所增强，同时EBITDA利息保障倍数有所提高，利润对债务利息的保障程度进一步增强。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	51.21%	43.83%
现金短期债务比	4.21	3.22
EBITDA 利息保障倍数	1.21	1.07

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，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5月19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。

### 或有事项分析

#### 公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险

截至2020年末，公司对外担保金额合计64.99亿元，占期末净资产的比重为60.91%。公司对外担保对象均为国有企业，且均与公司隶属于同一实际控制人万载国资办，担保期限较长，均未采取反担保措施，存在一定或有负债风险。



表12 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
万载县万锦建设发展有限公司	100,000.00	2031/1/28	无
万载县万锦建设发展有限公司	70,000.00	2035/11/29	无
万载县万锦建设发展有限公司	41,939.39	2031/1/28	无
万载县万锦建设发展有限公司	39,975.60	2034/11/30	无
万载县万锦建设发展有限公司	33,000.00	2035/11/19	无
万载县万锦建设发展有限公司	33,000.00	2035/11/19	无
万载县万锦建设发展有限公司	30,300.00	2035/11/19	无
万载县万锦建设发展有限公司	30,000.00	2021/11/29	无
万载县万锦建设发展有限公司	30,000.00	2022/6/14	无
万载县万锦建设发展有限公司	24,211.00	2034/12/29	无
万载县万锦建设发展有限公司	14,700.00	2021/11/29	无
万载县万锦建设发展有限公司	11,833.45	2031/1/28	无
万载县城鑫农业投资有限公司	70,000.00	2035/11/29	无
万载县城鑫农业投资有限公司	48,000.00	2036/5/30	无
万载县城鑫农业投资有限公司	21,660.00	2034/7/26	无
万载县城鑫农业投资有限公司	16,004.27	2034/7/26	无
万载县城鑫农业投资有限公司	5,299.00	2036/5/30	无
万载县赣西置业有限公司	30,000.00	2033/4/15	无
合计	649,922.71	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### 宜春发投提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由宜春发投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围为包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用和其他应支付的费用。承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

宜春发投前身为宜春市发展投资有限公司，于2014年12月30日由宜春市国有资产监督管理委员会（以下简称“宜春市国资委”）出资设立，初始注册资本为1.12亿元。2017年，宜春市政府将宜春市城市建设投资开发有限公司、宜春市国有资本投资运营集团有限公司、宜春旅游集团有限责任公司、宜春金融控股集团有限公司和宜春市创业投资有限公司的100%股权无偿划入宜春发投，同时注册资本增加至20亿元，并更名为现名。2018年，宜春发投收到宜春市国资委投入资本金9.71亿元，并收到政府注入的房产、土地、货币资金等资产，以及宜春市财政投资有限责任公司100%股权、宜春财投基金管理有限公司90%股权、宜春市鑫达典当有限责任公司95%股权等公司股权。截至2020年末，宜春发投注册资

本和实收资本均为20亿元，宜春市国资委持有其100%股权，为宜春发投的控股股东和实际控制人。

宜春发投是宜春市重要的国有资产运营管理和基础设施建设投融资主体，主要从事城市基础设施建设、房地产开发、房屋出租、测绘等业务。截至2020年末，宜春发投总资产为1,139.81亿元，所有者权益为464.33亿元，资产负债率为59.26%；2020年度，宜春发投实现营业收入46.93亿元，利润总额5.85亿元，经营活动现金净流出36.40亿元。

**表13 宜春发投主要财务指标（单位：亿元）**

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	1,139.81	982.64	711.99
所有者权益	464.33	361.48	257.79
总债务	--	552.84	413.49
资产负债率	59.26%	63.21%	63.79%
现金短期债务比	--	3.93	4.61
营业收入	46.93	26.12	15.36
其他收益	4.11	4.35	2.57
利润总额	5.85	3.96	4.39
销售毛利率	10.90%	17.77%	21.03%
EBITDA	12.41	10.23	7.14
EBITDA 利息保障倍数	--	0.61	0.57
经营活动现金流净额	-36.40	-16.89	-104.80
收现比	1.10	1.04	1.13

资料来源：宜春发投提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，宜春发投主体长期信用等级为AA+，其提供的保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

## 九、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+。



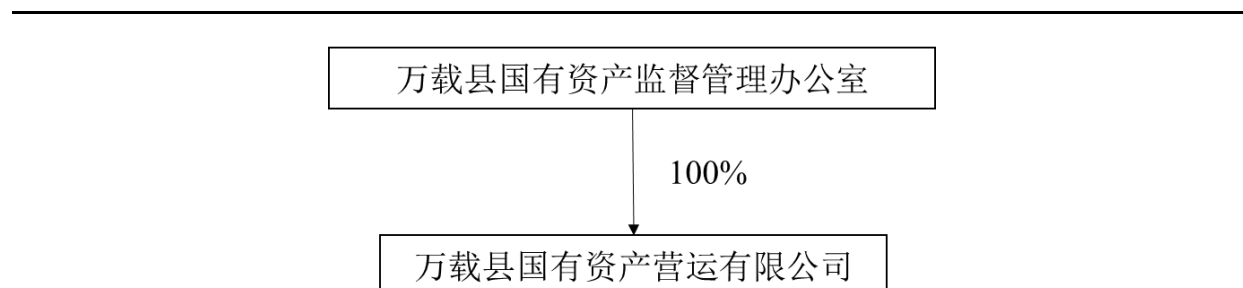
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	39.95	17.99	21.21
存货	128.61	117.36	94.27
流动资产合计	200.25	164.32	139.60
非流动资产合计	18.45	10.33	7.94
资产总计	218.70	174.65	147.55
短期借款	2.00	0.00	0.00
其他应付款	18.42	16.73	13.92
一年内到期的非流动负债	7.49	5.59	1.42
流动负债合计	42.39	33.20	23.34
长期借款	45.77	40.69	41.64
应付债券	23.82	0.00	0.00
长期应付款	0.00	2.67	2.67
非流动负债合计	69.60	43.36	44.30
负债合计	111.99	76.55	67.64
总债务	79.09	46.28	42.76
所有者权益	106.71	98.09	79.91
营业收入	6.26	6.25	6.28
营业利润	2.32	2.42	2.34
其他收益	0.94	1.32	1.30
利润总额	2.31	2.39	2.33
经营活动产生的现金流量净额	-13.39	-18.70	-38.85
投资活动产生的现金流量净额	-3.79	-1.25	-0.73
筹资活动产生的现金流量净额	40.89	16.72	22.70
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	24.05%	22.92%	22.41%
收现比	63.70%	55.13%	49.59%
资产负债率	51.21%	43.83%	45.84%
现金短期债务比	4.21	3.22	18.94
EBITDA（亿元）	2.99	2.77	2.69
EBITDA 利息保障倍数	1.21	1.07	1.24

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

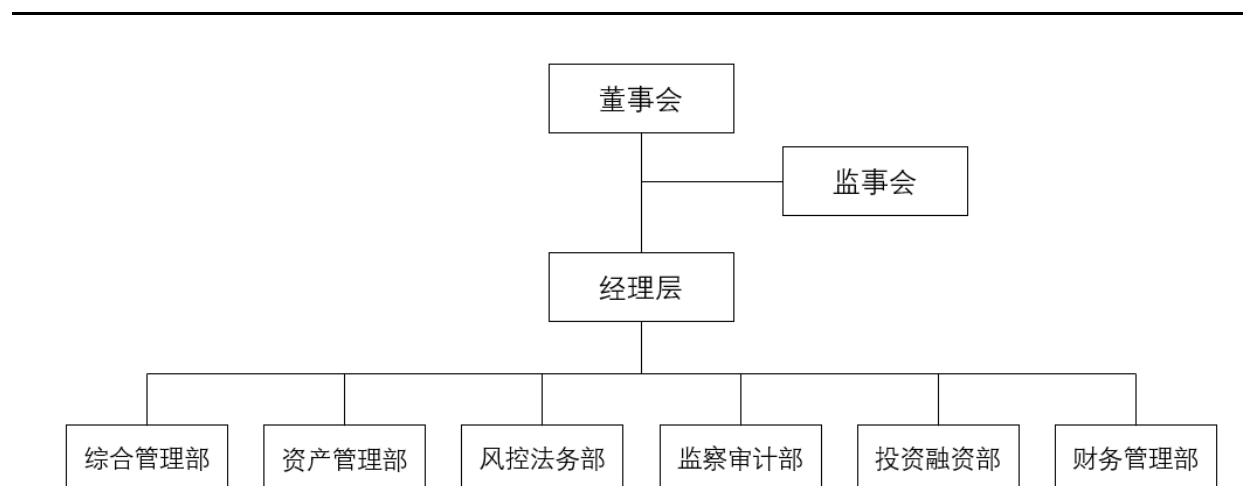


## 附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供



## 附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
万载县城达建设投资有限公司	22.00	100.00%	房地产开发
万载投资发展集团有限公司	10.00	100.00%	基础设施投资和建设
万载县创业投资有限公司	5.00	100.00%	工业园区开发、物业管理
万载县绿森林投资有限公司	2.70	92.59%	基础设施投资和建设
万载县城乡建设发展投资有限公司	1.20	100.00%	基础设施投资和建设
万载县城市建设投资开发有限公司	1.00	100.00%	基础设施投资和建设
万载县鑫荣投资有限公司	1.00	100.00%	基础设施投资和建设
万载县城远建筑工程有限公司	1.00	100.00%	建筑工程施工
万载县国有资产投资有限公司	1.00	100.00%	基础设施投资和建设
万载县万锋投资有限公司	1.00	100.00%	基础设施投资和建设
万载县惠民有机农业综合开发有限公司	0.50	100.00%	有机农产品生产、加工和销售
万载县鼎实贸易有限公司	0.50	100.00%	建筑材料贸易
万载县聚丰建筑工程有限公司	0.30	100.00%	建筑工程施工
万载万鑫经济发展有限公司	0.10	51.00%	人力资源等
万载县城鸣房产销售有限公司	0.10	100.00%	房产中介服务
万载县鑫农产业扶贫开发有限公司	0.05	100.00%	扶贫相关
江西城投弘睿物业服务服务有限公司	0.02	100.00%	物业服务

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 附录六 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。